

UNIVERZITET UNION

BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA

Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije



Jovana Žugić

MEĐUZAVISNOST MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI
ZEMLJE I NJENE OTVORENOSTI PREMA GLOBALNIM
FINANSIJSKIM TOKOVIMA NA PRIMJERU CRNE GORE

Doktorska disertacija

Beograd, 2019. godine

UNIVERZITET UNION

BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA

Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije



Jovana Žugić

MEĐUZAVISNOST MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI
ZEMLJE I NJENE OTVORENOSTI PREMA GLOBALNIM
FINANSIJSKIM TOKOVIMA NA PRIMJERU CRNE GORE

Doktorska disertacija

Beograd, 2019. godine

Mentor:

Prof. dr Zoran Grubišić, redovni profesor

Beogradska bankarska akademija
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
Univerzitet Union Beograd, Srbija

Članovi komisije:

Emeritus prof. dr Hasan Hanić, redovni profesor

Beogradska bankarska akademija
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
Univerzitet Union Beograd, Srbija

Prof. dr Zoran Đikanović, vanredni profesor

Fakultet za međunarodnu ekonomiju, finansije i biznis
Univerzitet Donja Gorica
Podgorica, Crna Gora

Datum odbrane doktorske disertacije: _____, u Beogradu

UNIVERZITET UNION

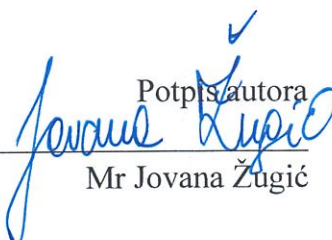
BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA

Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

IZJAVA O AUTORSTVU

Izjavljujem da je doktorska disertacija pod naslovom **MEĐUZAVISNOST MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI ZEMLJE I NJENE OTVORENOSTI PREMA GLOBALNIM FINANSIJSKIM TOKOVIMA NA PRIMJERU CRNE GORE** rezultat mog samostalnog istraživačkog rada i da su korišćene bibliografske reference istinito i jasno navedene, kao i da su sumarno prezentovane u okviru literature.

U Beogradu 2019. godine

Potpis autora

Mr Jovana Žugić

IZRAZI ZAHVALNOSTI

Koristim priliku da izrazim najdublju zahvalnost mentoru prof. dr **Zoranu Grubišiću** na iznimnoj pomoći pruženoj u svim fazama izrade disertacije, kao i onima koje su joj prethodile. Zahvaljujući stručnoj i tehničkoj podršci profesora Grubišića, ali i značajnom angažovanju u pogledu pružanja akademske pomoći, kao i prijateljskom odnosu koji smo tokom trajanja studija izgradili, ovaj rad je poprimio obrise naučnog djela i sada ga možete čitati.

Takođe, dugujem zahvalnost i ostalim članovima komisije. Predsjedniku komisije, prof. dr **Hasanu Haniću** zahvaljujem na sugestijama, savjetima i komentarima koji su doprinijeli povećanju naučne vrijednosti sadržine teze, kao i na ažurnosti u saradnji na oblikovanju samog rada.

Trećem članu komisije, predsjedniku Komisije za tržište kapitala Crne Gore, prof. dr **Zoranu Đikanoviću**, nekadašnjem poslodavcu i direktno nadređenom tokom nepune dvije godine trajanja doktorskih studija, zahvalna sam na pruženoj nesebičnoj podršci, kako u pogledu dijeljenja svog neiscrpnog znanja i profesionalne ekspertize, tako i za svu neophodnu logističku asistenciju.

Zahvalna sam takođe i prof. dr **Mustafi Özeru**, gostujućem predavaču Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije, za napredne stručne konsultacije u pogledu ekonometrijskih modela koji su korišćeni u doktoratu.

Sa posebnim zadovoljstvom izražavam svoju veliku zahvalnost gospodinu **Khalilu Sholyju**, ali i cijeloj njegovoj porodici, koja je u puno navrata bila kao moja druga porodica, na razumijevanju i podršci. Kao moj prethodni poslodavac, gospodin Sholy mi je pružio priliku da učim o finansijskoj strani biznisa iz prve ruke, steknem međunarodno radno iskustvo i kompetencije, te bez oklijevanja izašao u susret svakom zahtjevu za usavršavanjem.

Na kraju, ali ništa manju zahvalnost dugujem kolegama, a posebno svim mojim prijateljima za oproštene proslave, susrete i druženja kojima nijesam mogla da prisustvujem zbog potpune posvećenosti predavanjima, polaganju ispita i izradi doktorske disertacije. Hvala vam na razumijevanju, istrajnom drugarstvu i inspiraciji koju mi pružate.

Moj najveći izraz zahvalnosti upućujem svojim najboljim prijateljima – mojoj porodici: **Milici** i **Luki**, mojim roditeljima **Radoju** i **Milanki**, koji su mi još u najranijem djetinjstvu dali vjetar u leđa koji me je gurnuo kroz, tada po prvi put otvorena, vrata znanja i nastavili da to čine do današnjeg dana. Hvala vam za ljubav kojoj nisam

upoznala granice i vjeru u mene koju često ne znam čime mogu da opravdam. Vi ste moja najveća inspiracija, oslonac i podrška i zbog vas sav moj profesionalni i akademski rad dobija novu dimenziju. Ovaj rad posvećujem vama!

„*Sapere aude*“, kako je Horacije nekad govorio, a Kant iskoristio za moto cijelog perioda prosvjetiteljstva, autorku je inspirisalo na pisanje ovog rada. „*Usudi se znati*“!

Autorka

ACKNOWLEDGMENTS

I am using the provided opportunity to express my deepest gratitude to my mentor Ph.D. professor **Zoran Grubišić** for the extraordinary support provided to me in every phase of writing the PhD thesis, as well as the phases that preceded it. Thanks to the expert and technical help of Ph.D. professor Grubišić as well as to the significant engagement in terms of offered academic support, as well as due to the friendly attitude that was built during the term of studies, this paper has gained shape of the scientific work and you are now able to read it.

Additionally, I remain grateful to other members of the committee. To the committee president, Ph.D. professor **Hasan Hanić**, I am thankful for all the suggestions, advices and comments that have contributed to the improvement of the scientific value of the thesis content, as well as for the prompt responsiveness in shaping it.

To the third member of the committee, Ph.D. professor **Zoran Đikanović**, the President of the Securities Market Agency of Montenegro and my ex employer, direct superior during almost two years of my PhD studies, I must express laudation for the given selfless guidance both in terms of sharing his wide knowledge and professional expertise with me, as well as for provided logistic help.

I would also like to thank Ph.D. professor **Mustafa Özer**, guest lecturer of the Faculty for banking, insurance and finance in Belgrade for advanced professional advises and consultations in regards to econometric models present in the paper.

With special pleasure I am expressing my gratitude to Mr. **Khalil Sholy** as well as to his entire family, which in many occasions acted as my other family, for the kindness, understanding and all of their support. As my former employer, Mr. Sholy has granted me with many opportunities, among which: the one to learn about the financial side of business first hand, gain international work experience and competences and without hesitation made all my wishes towards obtaining professional excellence possible.

Last, but not least, I am acknowledging my dear colleagues and all of my friends and am kindly asking for their forgiveness for all the celebrations, gatherings and events I was unable to attend due to the complete devotion to lectures, exams as well as writing of this PhD thesis. Thank you for your understanding, persistent friendship and inspiration you are gifting me with.

My greatest expression of gratitude is saved for my unsurpassed, best friends – my family: **Milica** and **Luka**, my parents **Radoje** and **Milanka** that have been a wind at my back that first pushed me through the doors of knowledge, and continued to do so until

this day. Thank you for your love whose borders I still have not encountered and all the faith you have in me, that is, at times, impossible to justify. To me you are an immense source of inspiration and my continuous support that brings new sense into all my professional and academic work. This paper is dedicated to you!

„*Sapere aude*“, as Horace used to say, which later became motto of entire period of enlightenment, inspired author to write this paper. „*Dare knowing*“!

Author

REZIME

MEĐUZAVISNOST MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI ZEMLJE I NJENE OTVORENOSTI PREMA GLOBALNIM FINANSIJSKIM TOKOVIMA NA PRIMJERU CRNE GORE

U ovom radu, ispitana je međuzavisnost makroekonomske stabilnosti jedne zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima. To je, na primjeru Crne Gore učinjeno prikupljanjem, prezentacijom i kritičkim osvrtom na dostupnu literaturu iz navedenih oblasti što ujedno čini teorijsku podlogu rada, ali i empirijskim potvrdama dobijenim iz ekonometrijskih modela koji su u radu postavljeni.

Polazeći od činjenice da je Crna Gora unilateralno eurizovana ekonomija, mala i otvorena prema globalnom tržištu, te imajući u vidu ne tako davne finansijske potrese koje je svjetska ekonomija doživjela, a koji su se manifestovali u obliku kriza i posljedično prelili na crnogorsku ekonomiju, pitanje njene makroekonomske stabilnosti čini se utoliko akutelnijim.

Međuzavisnost pomenutu u naslovu otkrili smo ispitivanjem posljedica koje tokovi kapitala imaju na ekonomiju zemlje koja se analizira, sprovođenjem istraživanja kojim je dokazano da je deficit na tekućem računu platnog bilansa zemalja u razvoju (poput Crne Gore) neophodnost kroz koju je zemlja morala proći i sa čime se i danas suočava. Dalje smo, sa istim ciljem, ekonometrijskim modelom dali uvid u kratkoročne i dugoročne determinante deficita na tekućem računu platnog bilansa Crne Gore, što je, u ekonometrijskom smislu, po prvi put učinjeno za istraživanje ekonomije Crne Gore.

Metodološkom analizom postavki teorijske koncepcije o blizanačkom deficitu, došlo se do važnih zaključaka u radu, među kojima je najznačajniji taj da je u slučaju crnogorske ekonomije, i pored istog pravca, ali i smjera kretanja promjena ovih deficita, zbog karakteristika njene privrede, nemoguće govoriti o uticaju jednog na drugi. Ipak, ista analiza pokazala je da postoji zajednički korijen, uzrok nastajanja oba deficita.

U radu je temeljno teorijski analizirana, u ekonomskom svijetu dobro poznata, teorija o nemogućem trojstvu. Naučna inovativnost rada postignuta je adaptacijom pomenute teorije za ekonomske uslove eurizovane ekonomije, poput crnogorske. Ovo prilagođavanje, ukratko, učinjeno je eliminacijom one dileme koja je irelevantna za aktuelne crnogorske uslove (odlučivanje za nezavisnu monetarnu politiku nije realno moguće). Stoga, odstranjivanjem iz već poznatog modela odlučivanja objektivno nedostižnih makroekonomskih ciljeva u uslovima eurizacije, a dodavanjem cilja makroekonomske politike na koji kreatori makroekonomske politike u Crnoj Gori imaju uticaj – a to je targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje, adaptirana je postojeća trilema nemogućeg trojstva po mjeri crnogorskog makroekonomskog

okruženja. Teorijskom dedukcijom i analizom dostupne literature, zaključeno je kako se eksterna neravnoteža mora manifestovati kroz jednu od dvije pojave: nestabilnost deviznog kursa ili postojanje deficita na tekućem računu. Imajući to na umu, potvrđena je jedna od četiri hipoteze iz ovog rada - da fiksni režim deviznog kursa u eurizovanoj ekonomiji, u kontekstu modifikovane teoreme o nemogućem trojstvu, neizbježno vodi visokom nivou deficita na tekućem računu za zemlju koja je u razvoju. Posljedično, zaključuje se da je, za zemlju poput Crne Gore, najveći izazov, a ujedno i ranjivost njene eurizovane i otvorene privrede, nedovoljan nivo konkurentnosti njene realne ekonomije, što za sobom ka posledicu izaziva perzistentan deficit na tekućem računu.

Ključno istraživanje rada čini finalno ekonometrijsko ispitivanje posljedica koje otvorenost za tokove kapitala ima na ekonomiju zemlje. Ovo smo analizirali postavljanjem dva ekonometrijska modela, oba na crnogorskom primjeru. U prvom smo determinisali kratkoročne i dugoročne efekte tokova kapitala na rast bruto domaćeg proizvoda, dok smo drugim identifikovali vezu koja postoji između finansiranja i ekonomskog rasta – kratkoročni i dugoročni uticaj aktivnosti kreditiranja privatnog sektora na rast BDP-a.

Na koncu kompleksnog istraživanja koje smo u radu sproveli, došli smo do određenih zaključaka koji potencijalno mogu poslužiti kao pomoć u razumijevanju aktuelnih trendova iz analiziranih oblasti crnogorske ekonomije, od potencijalnog značaja i za kreatora makroekonomske i fiskalne politike Crne Gore. Zaključili smo da postoji snažan uticaj tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore, kao i obrnuto, ali da isti mora biti posmatran kroz prizmu jedinstvenog ekonomskog okruženja zemlje.

Kako sam naslov teze sugerishe, postoji dvosmjernan uticaj između makroekonomske stabilnosti i tokova kapitala. Ekonometrijskim modelima smo u samom radu dokazali prisustvo i pokazali elemente uticaja tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost. Takođe, smo objasnili da se ne smije zanemariti ni uticaj makroekonomske stabilnosti na tokove kapitala. Naime, ovaj uticaj je najbolje vidljiv u ekonomijama koje, poput crnogorske, tek otvaraju svoje kapije za međunarodne tokove kapitala poput stranih direktnih investicija. Logičan je zaključak da sa višim stepenom makroekonomske stabilnosti, rizik investicije u zemlju opada i, ceteris paribus, broj stranih direktnih investicija raste.

Generalna preporuka rada, na samom kraju, sadržana je u dva zaključka, a sve u cilju postizanja što je moguće višeg stepena održivog ekonomskog rasta i makroekonomske stabilnosti. Sa jedne strane, preporučeno je kontinuirano otvaranje prema globalnim finansijskim tokovima, kojim je moguće i očekivano postizanje još većeg stepena makroekonomske stabilnosti. Međutim, sugerishe se uvažavanje jednog od značajnijih rezultata istraživanja, koji se odnosi na potrebu osnaživanja konkurentnosti realne ekonomije Crne Gore u odnosu na globalno okruženje. Bez aktivnosti sprovedenih u

pravcu prevazilaženja slabosti crnogorske privrede, puko otvaranje ka globalnim finansijskim tokovima, ne može imati željeni rezultat na kratak, srednji, ali ni na dugi rok.

Ključne riječi: državni deficit, deficit tekućeg računa, platni bilans, blizanački deficit, nemoguće trojstvo, eurizacija, rast BDP-a, tokovi kapitala, realna ekonomija, konkuretnost.

Naučna oblast: ekonomija

Uža naučna oblast: makroekonomija

ABSTRACT

INTERDEPENDENCE BETWEEN MACROECONOMIC STABILITY OF THE COUNTRY AND ITS OPENESS TOWARDS GLOBAL FINANCIAL FLOWS ON THE EXAMPLE OF MONTENEGRO

This scientific paper, based on the research conducted in it, examines interdependence that is present among macroeconomic stability of a country and its level of openness towards global financial flows. In case of Montenegro, this was completed by collecting, presenting and critically observing available literature from the named areas, which, at the same time represents theoretical background of the paper, as well as by providing empirical confirmations from the econometric models set out in the thesis.

The fact that Montenegro represents a unilaterally dollarized economy, rather small and open towards global market, but also bearing in mind recent financial shocks that the world economy has suffered – manifesting in form of crises and consecutively “*spilled-over*” into the Montenegrin economy, raises the importance of answering the question regarding its macroeconomic stability.

Unveiling the features of the mentioned interdependence from the thesis title, author has managed to do by inspecting the effects of capital flows on economy of the country. This was completed by doing the research that resulted in proof that current account deficit of the *developing* country`s balance of payments is inevitability that this country had to go through and is still doing so. Having same aim in mind, author has constructed econometric model which identified both short-term as well as long-term determinants of the current account deficit of balance of payments of Montenegro, which to her knowledge is a pioneer step in econometric research sense for the case of Montenegro.

Using methodological analysis of the assumptions of theoretical concept of twin-deficit, paper results in important conclusions among which most important ones claims that in the case of Montenegro, disregarding the fact that state deficit and CAD (current account deficit) have the same direction and move in the same manner, it is impossible to assume are inter-related. The reason lies, as explained in the paper, in characteristic of Montenegrin economy. However, it is found out that for major movement incentives of these deficits, same external impulse roots the changes.

The paper also grants readers with detailed theoretical analysis of the well-known impossible trinity theory. Scientific innovation of the paper was achieved by adapting this theory to the conditions of dollarized economy, such as Montenegrin. This adaptation, in short, was done by eliminating one dilemma that is irrelevant for current Montenegrin economic conditions (deciding for independent monetary authority is

impossible) being dollarized country, and then adding the goal of macroeconomic policy that is manageable – targeting the level of deficit of the country's current account. Using theoretical deduction combined with the analysis of the available literature, it was concluded that the external imbalance will surely manifest itself through one of the two possible outcomes: either through the instability of the exchange rate or through the deficit on current account. With that in mind, one of the four hypothesis of the paper is confirmed –fixed exchange rate regime, in dollarized economy, in context of the modified impossible trinity theory, inevitably leads to high level of deficit on current account, for the developing country. This leads to the conclusion that for the country such as Montenegro, greatest challenge and at the same time largest vulnerability of its open dollarized economy is insufficient level of competitiveness, which leads to persistent current account deficit.

Key part of the research conducted in this paper is reflected in econometric examination of the impact that openness for capital flows has on the country's economy. This was completed by establishing two econometric models, both in case of Montenegro. The first model resulted in determination of short-term as well as long-term effects of capital flows on GDP growth, whereas the second one identified the connection among financing the private sector and economic growth – both short and long-term impact of activities of financing private sector on GDP growth.

Result of the complex research that was made part of this thesis consists of several important conceding thoughts that author is happy to share with readers as a mean of further understanding of the current trends in analysed parts of Montenrgin economy which could potentially also serve the potential creators of macroeconomic and fiscal policy of Montenegro. It has been concluded that strong influence of capital flows on macroeconomic stability of Montenegro and vice-versa does in deed exists, but should be perceived through the prism of unique economic setting and rich history of this country.

General recommendation from the author of the paper is provided in two main streams of activities that need to be simultaneously executed. On one side, it is recommended to continuously open the country up to global financial flows that will result in reaching higher levels of growth and macroeconomic stability. However, it is suggested that one of the most impactful conclusions of the paper must be taken into consideration. Namely, Montenegro has, in front of it, important task consisting of empowering and strengthening the competitiveness of its real economy compared to the global market. Without activities done in that direction, mere opening the borders to global financial flows is not expected to carry the desired effect, in short, medium nor the long-term.

Key words: state deficit, current account deficit, balance of payments, twin deficit, impossible trinity, eurization, GDP growth, capital flows, real economy, competitiveness.

Scientific area: economics

More specific area: macroeconomics

Sadržaj

1. Uvod	1
1.1 Predmet i ciljevi istraživanja	1
1.2 Hipoteze rada.....	5
1.3 Metodologija.....	5
1.4 Naučni doprinos.....	7
1.5 Struktura disertacije	9
2. Teorijsko-metodološke osnove analize deficita tekućeg računa	15
2.1 Teorijska analiza bilansa plaćanja i njegovih računa	15
2.2 Ciljevi i instrumenti ekonomske politike	16
2.3 Deficit tekućeg računa platnog bilansa i platni bilans.....	22
2.4 Tekući račun i determinante tekućeg računa Crne Gore	39
2.5 Uticaj priliva po osnovu doznaka iz inostranstva na balans na tekućem računu države.....	66
2.5 Zaključna razmatranja	86
3. Metodološki osnov analize teorijske koncepcije o blizanačkom deficitu	97
3.1 Deficit državnog budžeta.....	97
3.2 Teorija blizanačkog deficita	118
3.3 Rezultati teorijskog istraživanja međuzavisnosti deficita državnog budžeta i deficita na tekućem računu države	125
3.4 Zaključna razmatranja	130
4. Metodološki osnov analize teorije o nemogućem trojstvu	137
4.1 Osnove Mundell-Fleming modela.....	137
4.2 Teorijska koncepcija o nemogućem trojstvu	140
4.3 Makroekonomski sistem Crne Gore; Centralna banka Crne Gore i njene funkcije	145
4.4 Modifikacija teorije o nemogućem trojstvu u uslovima eurizovane ekonomije	152
4.5 Preporuke generisane iz modifikovane teorije o nemogućem trojstvu i zaključna razmatranja	158
5. Uticaj tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore	165
5.1 Teorijska analiza istorijskog kretanja privrednih ciklusa Crne Gore	165
5.2 MONLEI indikator, zašto ga je nemoguće razviti na primjeru Crne Gore	170
5.3 Kratkoročni i dugoročni efekti tokova kapitala na rast bruto domaćeg proizvoda	175
5.4 Veza između finansiranja i ekonomskog rasta - kratkoročni i dugoročni uticaj aktivnosti kreditiranja privatnog sektora na rast BDP-a.....	190
5.5 Implikacije, preporuke i zaključna razmatranja	200
6. Zaključak	204
6.1 Zaključna razmatranja i Osnovni teorijski i empirijski rezultati istraživanja.....	204
6.2 Potencijalne implikacije istraživanja na politiku odlučivanja	225
6.3 Ograničenja istraživanja i preporuke za dalja istraživanja	232
Spisak literature	239
Apendiks.....	245

Spisak grafikona

- Grafikon 1**, Kretanje podračuna PB CG
- Grafikon 2**, Kretanje tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore
- Grafikon 3**, Kretanje kapitalnog računa platnog bilansa Crne Gore
- Grafikon 4**, Kretanje finansijskog računa platnog bilansa Crne Gore
- Grafikon 5**, Kretanje podračuna finansijskog računa platnog bilansa Crne Gore, rezerve CBCG
- Grafikon 6**, Neto greške i omaške platnog bilansa
- Grafikon 7**, Kretanje nivoa deficita tekućeg računa bilansa plaćanja
- Grafikon 8**, Kategorički grafikon
- Grafikon 9**, Racio deficita tekućeg računa i BDP-a CG u periodu 2011–2018.
- Grafikon 10**, Procentualno učešće tekućih transfera u suficitnoj strani tekućeg računa BP, za period 2010–2017.
- Grafikon 11**, Struktura podračuna sekundarnih dohodaka, za period 2010–2017.
- Grafikon 12**, Uticaj tekućih transfera na tekući račun platnog bilansa Crne Gore, za period 2005–2009.
- Grafikon 13**, Uticaj tekućih transfera na tekući račun platnog bilansa Crne Gore, za period 2010–2017.
- Grafikon 14**, Nivo neto SDI u Crnoj Gori u periodu od 2006. do 2016. godine
- Grafikon 15**, Nivoi sekundarnog dohotka i neto stranih direktnih investicija u Crnoj Gori u periodu od 2010–2016.
- Grafikon 16**, Nivo deficita državnog budžeta Crne Gore u periodu od 2013–2017.
- Grafikon 17**, Javni prihodi u periodu 2013–2014.
- Grafikon 18**, Nivo konsolidovanih izdataka, period 2013–2017.
- Grafikon 19**, Konsolidovana javna potrošnja Crne Gore, period 2013–2017.
- Grafikon 20**, Smjer i dinamika kretanja fiskalnog deficita i deficita tekućeg računa u periodu od Q1 2011–Q4 2017.
- Grafikon 21**, Nemoguće trojstvo, originalna teorijska koncepcija
- Grafikon 22**, Nemoguće trojstvo, prilagođena teorijska koncepcija
- Grafikon 23**, Godišnja stopa rasta BDP-a Crne Gore
- Grafikon 24**, Kretanje berzanskih indeksa CG u periodu 2003–2008.
- Grafikon 25**, Kretanje realnog rasta BDP-a Crne Gore
- Grafikon 26**, Scatter plot
- Grafikon 27**, Scatter plot, korelisanost realnog rasta BDP-a CG i portfolio investicija sa finansijskog računa platnog bilansa
- Grafikon 28**, Scatter plot, korelisanost realnog rasta BDP-a CG i direktnih investicija sa finansijskog računa platnog bilansa

Grafikon 29, Scatter plot, korelisanost realnog rasta BDP-a CG i kapitalnog i finansijskog računa platnog bilansa

Grafikon 30, Kategorički grafikon kretanja svake od varijabli iz modela

Grafikon 31, Kategorički grafikon

Grafikon 32, Scatter plot, rast i krediti domaćoj privredi

Spisak slika

Slika 1, 20 zemalja svijeta sa najvećim suficitom tekućeg računa platnog bilansa

Slika 2, 20 zemalja svijeta sa najvećim deficitom tekućeg računa platnog bilansa

Slika 3, Crnogorska pozicija među zemaljama svijeta u pogledu nivoa deficita tekućeg računa

Slika 4, Laferova kriva

Spisak tabela

Tabela 1, Platni bilans Crne Gore u 000 eura, 2010–2017

Tabela 2, Finansijski račun platnog bilansa Crne Gore

Tabela 3, Vremenske serije varijabli uključenih u model

Tabela 4, Deskriptivna statistika

Tabela 5, Tekući račun platnog bilansa Crne Gore

Tabela 6, Tekući račun platnog bilansa Crne Gore u periodu 2010–2017; izvor: CBCG

Tabela 7, Podračun tekućih transfera u okviru tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u periodu 2005–2009.

Tabela 8, Podračun tekućih transfera u okviru tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u periodu 2010–2017.

Tabela 9, Odnos uvoza roba u odnosu na izvoz, za period 2005–2009.

Tabela 10, Odnos uvoza roba u odnosu na izvoz, za period 2010–2017.

Tabela 11, Procentualno učešće tekućih transfera u suficitnoj strani tekućeg računa BP, za period 2005–2009.

Tabela 12, Procentualno učešće tekućih transfera u suficitnoj strani tekućeg računa BP, za period 2010–2017.

Tabela 13, Podjela tekućih transfera na one ka državi i one ka stanovništvu, period 2005–2009.

Tabela 14, Podjela tekućih transfera na one ka državi i one ka stanovništvu, period 2010–2017.

- Tabela 15**, Stanje tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u pesimističnom retroaktivnom scenariju, da nema priliva i posljedično suficita po osnovnu tekućih transfera, period 2005–2009.
- Tabela 16**, Stanje tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u pesimističnom retroaktivnom scenariju, da nema priliva i posljedično suficita po osnovnu tekućih transfera, period 2010–2017.
- Tabela 17**, Stanje tekućeg računa sa i bez tekućih transfera za period 2005–2009.
- Tabela 18**, Stanje tekućeg računa sa i bez tekućih transfera za period 2010–2017.
- Tabela 19**, Struktura ukupnog priliva SDI u Crnu Goru u hiljadama eura
- Tabela 20**, Procentualno učešće neto sekundarnog dohotka u neto SDI u periodu od 2010–2016.
- Tabela 21**, Kretanje suficita i deficita crnogorskog državnog budžeta u periodu od 2013–2017.
- Tabela 22**, Konsolidovana javna potrošnja Crne Gore u periodu od 2013–2017.
- Tabela 23**, 20 država svijeta sa najvećim iznosom državnog suficita
- Tabela 24**, 20 država svijeta sa najvećim iznosom državnog deficita
- Tabela 25**, Pozicija Crne Gore u odnosu na ostale države svijeta u pogledu državnog deficita
- Tabela 26**, Depoziti u stranim valutama (FCD)
- Tabela 27**, Prednosti i nedostaci dolarizacije/eurizacije
- Tabela 28**, Vremenske serije korišćenih varijabli u modelu
- Tabela 29**, Deskriptivna statistika varijabli
- Tabela 30**, Vremenske serije korišćenih varijabli u modelu
- Tabela 31**, Deskriptivna statistika
- Tabela 32**, Spisak zemalja i njihovo rangiranje po osnovu ravnoteže tekućeg računa platnog bilansa
- Tabela 33**, Spisak zemalja i njihovo rangiranje po osnovu nivoa deficita državnog budžeta (u milionima američkih dolara, ali i kao % BDP-a)

Spisak tabelarnih rezultata iz E-viewsa

- Tabelarni rezultat iz E-viewsa 1**, determinante deficita tekućeg računa
- Tabelarni rezultat iz E-viewsa 2**, Determinante deficita tekućeg računa, kratkoročne
- Tabelarni rezultat iz E-viewsa 3**, Determinante deficita tekućeg računa, dugoročne
- Tabelarni rezultat iz E-viewsa 4**, ARDL ECM Regresija
- Tabelarni rezultat iz E-viewsa 5**, Kratkoročne determinante uticaja tokova kapitala na BDP rast CG
- Tabelarni rezultat iz E-viewsa 6**, Dugoročne determinante uticaja tokova kapitala na BDP rast CG

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 7, ECM regresija

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 8, Kratkoročni uticaj aktivnosti kreditiranja privatnog sektora na rast BDP

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 9, dugoročni uticaj aktivnosti kreditiranja privatnog sektora na rast BDP

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 10, ECM regresija

Spisak skraćenica

CBCG – Centralna banka Crne Gore

CROLEI (eng. *Croatian Leading Economic Indicator*) – indikator;

SERLEI (eng. *Serbian Leading Economic Indicator*) indikator;

MONLEI (eng. *Montenegrin Leading Economic Indicator*) indikator;

ARDL (eng. *Autoregressive Distributed Lag Model*)

BDP – Bruto domaći proizvod

MMF – Međunarodni monetarni fond

Sl. list CG – Službeni list Crne Gore

M0 – količina novca u opticaju

USD – Američki dolar

SDI – Strane direktne investicije

JH – Johansen framework metodologija

RCADGDP – Racio (odnos) deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore i BDP-a Crne Gore (eng. *Current account GDP ratio*)

RGROWTH – Realni rast BDP-a (eng. *Real GDP Growth*)

TTQ - Uslovi trgovanja (eng. *Terms of Trade*)

REER - Realni efektivni devizni kurs (eng. *Real Effective Exchange Rate*)

PUBSGDPQ - Racio (odnos) javne štednje i BDP-a Crne Gore (eng. *Public Saving GDP Ratio*)

PSGDPQ - Racio (odnos) privatne štednje i BDP-a Crne Gore (eng. *Private Saving GDP Ratio*)

EURORINTQ - EURO kamatna stopa (eng. *Euro Interest Rate*)

OLS – Metod najmanjih kvadrata

CAD – Deficit tekućeg računa (eng. *Capital Account Deficit*)

TDefH – Hipoteza o blizanačkom deficitu

RE – Rikardijanska ekvivalencija

TDivH – Hipoteza o blizanačkoj divergenciji

Y – Bruto domaći proizvod

C – Potrošnja domaćinstava

G – Vladina potrošnja

X – Ukupni izvoz roba i usluga
M – Nivo uvoza roba i usluga
Sp – Privatna štednja
Sg – Javna/Vladina štednja
IS-LM – IS-LM makroekonomski model
NX – Neto izvoz
MF model – Mundell-Fleming model
Ms – Ponuda novca
Md – Tražnja za novcem
MATLAB – Programski kod
RGROWTH - Realni BDP rast (eng. *Real GDP Growth*)
FINPORTN – Finansijski račun, portfolio investicije, ukupno u EUR (eng. *Financial Account, Portfolio Investment, Total, EUR*)
FDIMNEN – Crnogorski finansijski račun, direktne investicije, ukupno u EUR (eng. *Montenegro Financial Account, Direct Investment, Total, EUR*)
CAPFINN – Kapitalni i finansijski račun (eng. *Capital and Financial Account, Total, EUR*)
EURORINTQ – Realna kamatna stopa EU (eng. *Europe Real Interest Rate-Eonia*)
E-views softverskom sistemu
AIC – Akakike info kriterijum
ECM regresora – eng. *Error Correction Term*
GDPG – BDP rast (eng. *GDP growth*)
DOMCREDGDP – Racio domaćih kredita i BDP-a (eng. *Domestic Credit GDP Ratio*) u %
CRISESDUM - Dami (eng. *Dummy*) varijabla koja označava globalnu krizu iz 2007. godine i koja uzima vrijednost od jedan za godine 2007, 2008. i 2009; u suprotnom je nula!

1. Uvod

1.1 Predmet i ciljevi istraživanja

Trend finansijske globalizacije predstavlja jednu od najaktuelnijih tema u savremenom ekonomskom okruženju. Razlog leži u činjenici da sve više zemalja otvara svoje granice za interakciju sa globalnim tržištem i taj proces na različite načine utiče na ekonomske sisteme zemalja. Za malu, otvorenu i unilateralno eurizovanu ekonomiju kakva je crnogorska, uzimanje aktivnog učešća u trendu finansijske globalizacije, pored ostalog, znači i dozvoljavanje slobodnog protoka kapitala. To na crnogorski ekonomski sistem ostavlja posljedice na više nivoa, a u ovom radu će primarni fokus biti stavljen na stanje (deficita) na tekućem računu zemlje prema inostranstvu što predstavlja posledicu otvaranja zemlje prema svjetskoj privredi.

U radu su teorijski i empirijski ispitani efekti otvorenosti za tokove kapitala na ekonomiju zemlje. U oblasti istraživanja na temu tekućeg računa platnog bilansa rezultate čine ne samo dokazivanje da je deficit na tekućem računu platnog bilansa zemalja u razvoju (poput Crne Gore) neophodnost kroz koju je zemlja morala proći i sa čime se i danas suočava, već i determinisanje dugoročnih i kratkoročnih determinanti deficita na tekućem računu.

U jednom od poglavlja rada govori se o takozvanom blizanačkom deficitu i, na primjeru Crne Gore, utvrđuje nepostojanje međusobne korelacije fiskalnog i deficita na tekućem računu platnog bilansa. Rezultati dobijeni iz pojedinačnih istraživanja, koja su sistematično podijeljena po poglavljima, sumirani su u zaključnom poglavlju rada, gdje se dobija odgovor na pitanja koja su postavljena u uvodnom poglavlju. Rad daje i objašnjenje metodologije korišćene za dobijanje indikatora za predviđanje biznis ciklusa privrede jedne zemlje – ono što je za zemlje poput Hrvatske i Srbije određeno uz pomoć CROLEI (eng. *Croatian leading economic indicator*) i SERLEI (eng. *Serbian Leading Economic Indicator*) indikatora. Umjesto kreiranja MONLEI (eng. *Montenegrin Leading Economic Indicator*) indikatora, koji je za Crnu Goru u trenutku pisanja ovog rada nemoguće odrediti (što je u poglavlju adekvatno obrazloženo), u petom poglavlju rada sprovedeno je ekonometrijsko istraživanje koje je za cilj imalo determinisanje uticaja tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore, što čini i sam naslov disertacije.

Prema poznatoj trilemi makroekonomske politike, jedna od osnovnih nedoumica za donosionce makroekonomskih odluka u zemljama sa otvorenim privredama jeste odabrati dva od tri cilja kojem monetarni autoriteti zemlje teže. Prema postojećoj ekonomskoj teoriji, u jednom makroekonomskom sistemu, nemoguće je istovremeno ostvariti nezavisnost u vođenju monetarne politike, stabilnost deviznog kursa i dozvoliti slobodan protok kapitala. Stabilnost deviznog kursa značajna je kako za razvijene zemlje, koje imaju uticaja na formiranje uslova svjetske trgovine, tako i za one koje su još uvijek u procesu privrednog razvoja. Ipak, za male ekonomije, i generalno za zemlje u razvoju, stabilnost deviznog kursa od esencijalnog je značaja, kako zbog efekata finansijskih kriza, tako i zbog održavanja targetiranog nivoa inflacije. Četvrto poglavlje rada daje teorijske postavke osnovne makroekonomske trileme, ali i njenu adaptaciju za slučaj zemlje kakva je Crna Gora. Jedan od metodoloških naučnih doprinosa rada ekonomskoj teoriji ogleda se u polazanju od postojeće, poznate teoreme i njenog prilagođavanja privredi Crne Gore. Potreba za adaptacijom makroekonomske trileme na primjeru Crne Gore, leži u činjenici da je Crna Gora mala, otvorena i unilateralno eurizovana zemlja, zbog čega, za nju, u teoriji već poznata makroekonomska trilema, u svojoj osnovnoj postavci nema ni praktičnu niti teorijsku vrijednost. Postojeća trilema, za Crnu Goru se pretvara u dilemu između kontrole i slobodnog kretanja kapitala, jer njena ekonomija koja je eurizovana ima fiksiran devizni kurs, dok njena Centralna banka ne štampa valutu u opticaju (euro). Kreiranje adaptirane makroekonomske trileme za crnogorski makroekonomski ambijent učinili smo dodavanjem još jednog cilja makroekonomske politike na koji kreatori makroekonomske politike u Crnoj Gori imaju uticaj – a to je targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje. Sumarno, prema prilagođenoj, modifikovanoj teoremi za ekonomiju Crne Gore, postoje tri makroekonomska cilja koja je nemoguće istovremeno ostvariti i to: stabilnost deviznog kursa, odnosno eurizovan monetarni sistem, zatim slobodan tok kapitala i targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje. Targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje uz osiguravanje stabilnog deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema, bilo bi moguće kroz kontrolu kapitala. Postizanje stabilnog deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema i omogućavanje slobodnog kretanja kapitala, moguće je uz postojanje značajnog nivoa deficita na tekućem računu zemlje (što čini aktuelni izbor makroekonomskih autoriteta ove zemlje). I na kraju, targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje uz istovremeno omogućavanje slobodnog kretanja kapitala, bilo bi jedino moguće uz de-eurizaciju monetarnog sistema, odnosno vraćanje sopstvene valute i formiranje fluktuirajućeg režima deviznog kursa. Hipotezom da fiksni režim deviznog kursa u eurizovanoj ekonomiji, u kontekstu modifikovane teoreme o nemogućem trojstvu, neizbježno vodi visokom nivou deficita na tekućem računu, za zemlju koja je u razvoju, dokazali smo da je za zemlju poput Crne Gore, najveći izazov i ujedno ranjivost njene eurizovane i otvorene privrede, nedovoljan nivo konkurentnosti, što posljedično izaziva deficit na tekućem računu. Oduzimanjem funkcije kontrole

deviznog kursa od monetarnog autoriteta – Centralne banke Crne Gore, država bi izgubila instrument spoljnotrgovinske politike kojim bi u suprotnom mogla da uravnoteži stanje na tekućem računu. Fluktuirajući režim deviznog kursa doprinosi unapređenju ravnoteže trgovinskog bilansa kao najznačajnije komponente tekućeg računa. Sve prethodno objašnjeno navodi na zaključak kako se eksterna neravnoteža mora manifestovati kroz jednu od dvije pojave: ili kroz nestabilnost deviznog kursa ili kroz postojanje deficita na tekućem računu. Ovakav zaključak predstavlja potvrdu postavljene, prethodno navedene hipoteze i podudaranje se sa rezultatima istraživanjima iz ove oblasti koja su sprovedli ekonomisti poput Krugmana, Obstfelda (2009) i drugih.

U kontekstu istraživanja deficita na tekućem računu Crne Gore kao jedne od posljedica nedovoljnog nivoa konkurentnosti za učešće u tokovima međunarodne finansijske globalizacije, u ovom doktorskom radu biće obavljeno istraživanje na temu priliva po osnovu doznaka iz inostranstva, koje po svojoj prirodi snižavaju nivo deficita na tekućem računu ali i pritisak koji postoji na strane direktne investicije i portfolio investicije. Za crnogorsku ekonomiju, ovaj element platnog bilansa čini njegovu bitnu stavku, pošto Crna Gora ima značajnu dijasporu, i samim tim uplivi po tom osnovu za Crnu Goru doprinose znatnom smanjenju zavisnosti zemlje od investicija.

Dodatni doprinos naučnoj vrijednosti rad je dobio činjenicom da su po prvi put ekonometrijskim putem određene determinante deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, i to u drugom poglavlju rada. Posljedično, rezultat ovog istraživanja čine kako sistematizacija teorije koja je relevantna za istraživanje navedene oblasti, tako i empirijski značajne preporuke za monetarne autoritete zemlje, kao i novi nivo razumijevanja pojma crnogorskog deficita tekućeg računa. Na kraju, iz zaključaka kojim u drugom poglavlju rezultiraju istraživanja, može se izvesti temeljna analiza uzroka i posljedica deficita tekućeg računa zemlje što potencijalno može da pruži doprinos razumijevanju rasta i razvoja crnogorske ekonomije.

Blizanački deficit, kao pojava koja se sve frekventnije istražuje nakon prvih implikacija koje su bile uzrokovane velikom finansijskom krizom i recesijom u ekonomijama zemalja koje su kroz istu prošle ili i dalje prolaze, takođe će biti jedan od predmeta istraživanja u ovom radu, u okviru njegovog trećeg poglavlja. Teorijskom analizom dostupne literature za ekonomiju Crne Gore ispitali smo da li postoji zavisnost između deficita na tekućem računu i budžetskog deficita zemlje, odnosno balansa na tekućem računu i u budžetu zemlje. Prema rezultatima mnogih naučnih radova iz ove oblasti, ekonomije koje, poput crnogorske, nemaju mogućnost kontrole režima deviznog kursa, iskusile su povećanje deficita na tekućem računu u periodu koji je prethodio kriznom, tzv. „periodu buma“, u

poređenju sa zemljama koje imaju fluktuirajući režim. U ovom smo radu takođe provjerili da li se deficit na tekućem računu i budžetski deficit kreću uvijek u istom smjeru. Oslanjajući se na prethodna istraživanja i objavljenje naučne radove iz ove oblasti, proučili smo koji je devizni kurs, fiksni ili fluktuirajući, preporučljiv za aktivnost prilagođavanja tekućeg računa Crne Gore. Na samom kraju ispitali smo jednu od četiri hipoteze rada koja se odnosi na pitanje međuzavisnosti između navedena dva deficita. Preostale tri hipoteze koje smo ispitivali u radu se nalaze u nastavku, u okviru dijela 1.2. Istraživanjem smo dokazali da je u slučaju crnogorske ekonomije, i pored istog pravca, ali i smjera kretanja ovih deficita, zbog karakteristika njene privrede nemoguće govoriti o uticaju jednog na drugi. Ipak, ista analiza pokazala je da postoji zajednički korijen, uzrok nastajanja i kretanja oba deficita.

Finalni istraživački dio rada čini prezentacija kreiranja vodećeg ekonomskog indikatora za predviđanje ekonomske aktivnosti koja je urađena za ekonomije Hrvatske i Srbije. Na sličan način, međutim, nije moguće kreirati originalni vodeći indikator za predviđanje ekonomske aktivnosti u Crnoj Gori. Ovakav indikator je važan i on je u prethodnim godinama konstruisan za ekonomije Srbije i Hrvatske i od značaja je za prepoznavanje ekonomskih trendova zemlje, kao i za kreiranje preporuka monetarnim i fiskalnim autoritetima zemlje. Što se ekonomije Crne Gore tiče, tu smo kroz ekonometrijsko modeliranje, kreiranjem ARDL (eng. *Autoregressive Distributed Lag Model*) ekonometrijskog modela, došli do odgovora na pitanje postavljeno u naslovu ove disertacije: kakav je uticaj tokova kapitala na ekonomski rast, te kako su i na koji način povezane finansije (za koje je kao reprezentativna varijabla uzeto kreditiranje domaće privrede) i ekonomski rast Crne Gore. Rezultati i zaključci koji proističu iz istraživanja mogu poslužiti kako za potrebe razumijevanja ove problematike, tako i za otvaranje novih polja za istraživanje. Ova polja se tiču, kako kreiranja MONLEI indikatora u budućnosti, tako i daljeg istraživanja na pomenute teme.

Osnovni cilj istraživanja u ovom doktorskom radu bio je da se ispita da li postoji međuzavisnost između makroekonomske stabilnosti zemlje kakva je Crna Gora, koja je mala, unilateralno eurizovana i zemlja u razvoju, i njene otvorenosti za međunarodne finansijske tokove kapitala te da se, ukoliko postoji, kvantifikuje stepen (jačina) međuzavisnosti. Upravo smo odgovor na to pitanje dali kroz teorijsku i empirijsku analizu svakog od djelova rada, a odgovor na naslov samog rada ponudili tumačenjem dobijenih rezultata ekonometrijskog modela u petom poglavlju.

1.2 Hipoteze rada

Rad je koncipiran tako da kroz istraživanje testira sledeće nabrojane hipoteze:

- **H1:** *Fiksni režim deviznog kursa u eurizovanoj ekonomiji, u kontekstu modifikovane teoreme o nemogućem trojstvu, neizbežno vodi visokom nivou deficita na tekućem računu, za zemlju koja je u razvoju;*
- **H2:** *Prilivi po osnovu doznaka iz inostranstva snižavaju zavisnost crnogorske ekonomije od stranih direktnih investicija i portfolio investicija;*
- **H3:** *Dinamika i smjer kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita nijesu međusobno direktno korelisani u ekonomiji Crne Gore;*
- **H4:** *Konstruisanjem adekvatnog vodećeg indikatora kretanja privrednih ciklusa u Crnoj Gori moguće je predvidjeti narednu fazu privrednog ciklusa uz određeni vremenski pomak;*

1.3 Metodologija

U istraživanju su korišćene sljedeće istraživačke metode:

„**Desk metoda**“ istraživanja obimne naučne i stručne literature sa ciljem kreiranja hipoteza i specifikacije empirijske istraživačke metodologije. Svi elementi hipoteza rada koji su u samom radu ispitani ekonometrijskim modelima prethodno su obrađeni sa teorijskog aspekta na način da je ekonomska teorija koja postoji a tiče se navedenih oblasti detaljno, taksativno nabrojana, razložena i objašnjena, da bi se od takve teorijske podloge moglo krenuti u detaljno empirijsko ispitivanje određenih tema i zadataka rada. Spisak korišćene literature koja je autorki poslužila da ostvari navedenu svrhu nalazi se na kraju rada i pretežno obuhvata aktuelne naučne i stručne časopise, ali ne izostavlja ni kapitalna naučna djela iz navedenih oblasti gdje se među autorima prepoznaju najvažnija imena ekonomske misli poput Krugmana, Obsfelta, Mankiwa, Kukoleče i sličnih. „Desk metoda“ korišćena je za teorijsko istraživanje pitanja koja autorka postavlja sebi u radu.

Kada je riječ o empirijskom dijelu istraživanja, najviše smo se služili dostupnom ekonometrijskom metodologijom, a najčešće je korišćen ARDL model ekonometrijskog modeliranja.

ARDL ekonometrijsko modeliranje primijenjeno je na dostupnim vremenskim serijama sa ciljem istraživanja i identifikovanja:

- dugoročnih i kratkoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore;
- veze koja postoji između finansiranja privatnog sektora i ekonomskog rasta (rasta BDP-a) Crne Gore;
- uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore.

U radu je na više mjesta detaljno objašnjenje zbog čega se pored mnoštva danas poznatih i široko upotrebljivanih modela za obradu dostupnih uzoraka, preporučuje upotreba upravo ovog ekonometrijskog modela. Autorka za to nudi dva osnovna objašnjenja. Naime, najvažniji razlog sastoji se u tome što je za ekonomiju Crne Gore moguće, u svrhu istraživanja, na dan pisanja rada, obezbijediti izuzetno kratke vremenske serije. Ovo je prvenstveno moguće stoga što neka, iako ne sva zvanična statistička mjerenja na državnom nivou, potiču od perioda sticanja nezavisnosti (21. maj 2006), do najskorijeg mogućeg dostupnog podatka (2018. godina i to ne za sve varijable i vremenske serije), što sve potencijalne vremenske serije koje je moguće uzeti u obzir prilikom kreiranja modela čini dugim najviše dvanaest godina! Imajući u vidu da je jedno od opšteprihvaćenih pravila kvantitativnih ekonomskih nauka da uzorak mora biti sastavljen od minimum trideset iteracija, kako bi bio dovoljno veliki da bi njegovim ispitivanjem bilo moguće doći do statistički značajnih zaključaka, jasno je kako će, makar u narednih nekoliko godina, u slučaju analize crnogorske ekonomije svaki naučnik naići na problem u obradi, ali i sakupljanju podataka. Stoga je preporuka autorke da se za što je moguće više modela i proračuna, bili oni ekonometrijski, statistički ili drugi koristi upravo ARDL model. Ovaj model se u odnosu na ostale dostupne pokazao najboljim u pogledu obrade podataka iz malih uzoraka. Takođe, značaj primjenjivanja ARDL modela raste u posljednjih nekoliko godina i sve je veći broj naučnih radova u kojima su se autori poslužili navedenim ekonometrijskim modelom. U tom smislu, moguće je govoriti o signifikantnosti ovog doktorskog rada i njegovoj atraktivnosti u pogledu primjene savremenih ekonometrijskih alatki za pronalaženje odgovora na postavljena pitanja. Upravo je aktuelnost metodologije koju smo u ovom radu dominantno koristili drugi razlog opredjeljivanja za ARDL modeliranje.

Komplementarne metode i alate koristili smo uz navedene različite kombinacije metode deskriptivne, komparacione i regresione analize. Ove metode upotrijebili smo dominantno za analiziranje deficita na tekućem računu i identifikovanje njegovih dugoročnih i kratkoročnih determinanti, ali i detaljnu analizu blizanačkog deficita.

1.4 Naučni doprinos

Naučni doprinos ove disertacije je višestruk i podjednako se tiče doprinosa u metodološkom i empirijskom smislu.

U oblasti makroekonomije, u teorijskom smislu, radom je prikupljena i sistematizovana postojeća naučna i stručna literatura iz oblasti koje su ispitivane u različitim sekcijama disertacije. Teorijski su analizirani pojmovi deficita tekućeg računa, platnog bilansa zemlje, teorijska koncepcija blizanačkog deficita, uloga priliva po osnovu doznaka iz inostranstva na balans na tekućem računu države, te pojam državnog deficita (odnosno deficita državnog budžeta). Naučni doprinos rada po tom osnovu ogleda se u generisanju preglednog prikaza relevantne literature koja postoji na navedene teme.

Elementarne postavke Mundell-Fleming modela su date u radu sumiranjem osnovne, ali i novije literature koja postoji na zadatu temu. Prije svih ekonometrijskih modela kojim su hipoteze rada ispitivane, dat je teorijski prikaz osnovnih postavki postojeće teorije iz svih ispitivanih oblasti. Na taj način rad ujedno nudi i teorijsku i empirijsku podlogu kojom je moguće poduprijeti zaključke koji iz teze proizilaze.

Rad, takođe, generiše i strukturni pregled makroekonomskog sistema Crne Gore, dotiče se i njene Centralne banke i obezbjeđuje čitaocu pojašnjenje funkcije CBCG u ekonomiji ove zemlje. U radu se identifikuju specifičnosti rada CBCG u odnosu na centralne banke u drugim državama, njene funkcije, osnovni cilj, ali i ograničenja njene autonomije. Jedan od teorijskih doprinosa koji rad pruža je i prezentacija postojeće teorije o nemogućem trojstvu, a zatim i njena modifikacija u uslovima eurizovane ekonomije.

U metodološkom smislu rad nudi sistematizaciju, kritički osvrt i komparaciju poznatih, postojećih ekonometrijskih i teorijskih modela i metodologije koji se tiču svih u radu ispitivanih tema. Neke od istraživanih ekonomskih pojava nikad nijesu kvantifikovane u ekonomiji Crne Gore i zbog dužine vremenskih serija zemlje (koje su često isuviše kratke da bi se dobio uzorak potrebne veličine) to nije moguće učiniti u godini u kojoj je napisan ovaj rad. Imajući to u vidu, metodološki značaj rada sadržan je u preglednom prikazu metodologije koja je korišćena u drugim zemljama u kojima su ova istraživanja uspješno sprovedena i rezultati istih dostupni. Metode i tehnike koje rad sumarno pruža mogu biti korišćene u budućnosti kao uputstva za dobijanje željenih rezultata. Takođe, metodološki doprinos rada čini i upotreba aktuelne metodologije, koja ne samo da nije prevaziđena, već sve više

dobija na značaju u naučnim krugovima. Ovdje se prvenstveno misli na korišćenje ARDL ekonometrijskog modela za dobijanje empirijskih rezultata ispitivanja.

Posljedično, u empirijskom smislu može se govoriti o ostvarenom doprinosu u pogledu dobijenih rezultata ekonometrijskih modela koji su po prvi put upotrijebljeni na primjeru ekonomije Crne Gore i iskorišćeni za, na prvom mjestu, dobijanje kratkoročnih i dugoročnih determinanti deficita tekućeg računa Crne Gore. U dijelu poglavlja koji obrađuje teoriju o blizanačkom deficitu, rad nudi detaljan i sumaran prikaz (kao i studiju slučaja) metodologije koja je korišćena da se pomenuta teorija dokaže na primjeru ekonomije Gane (koja je imala mnogobrojne sličnosti u pogledu stepena razvoja sa ekonomijom Crne Gore i to samo u trenutku u kojem se otvorila za međunarodnu trgovinu i tokove kapitala, pošto je to bilo neizvodljivo učiniti na primjeru ekonomije Crne Gore), koja može u budućnosti (kada statističke serije budu raspoložive za ekonomiju Crne Gore) koristiti naučnicima koji budu zainteresovani da istu ekonometrijski ispituju na primjeru Crne Gore. Na kraju, jedno od ključnih (metodološki, empirijski i suštinski) poglavlja u radu daje detaljan prikaz metodologije korišćene za dobijanje SERLEI i CROLEI indikatora, a koja može poslužiti za kreiranje MONLEI indikatora (onda kada potrebne vremenske serije budu dostupne i raspoložive za ekonomiju Crne Gore), ali i istraživanje u pravcu određivanja kratkoročnih i dugoročnih efekata tokova kapitala na rast bruto domaćeg proizvoda, kao i na temu veze koja postoji između finansiranja privatnog sektora (kreditiranjem) i BDP rasta zemlje.

Empirijski doprinos ove disertacije ogleda se u konkretnim rezultatima koji su generisani iz ekonometrijskih modela iz kojih smo na kraju rada izveli set zaključaka. Navedeni rezultati modela mogu biti potencijalno koristan izvor informacija zainteresovanim stranama.

Analiza deficita tekućeg računa države koja je eurizovana i nema mogućnost štampanja valute koja je u opticaju, a koju i sama koristi, čini dobijene rezultate naučno gotovo jedinstvenim (primjer: dobijeni rezultati na temu blizanačkog deficita), utoliko više što se govori o ekonomskom sistemu sa unilateralno eurizovanom privredom koja je prošla periode ratova, a još uvijek prolazi kroz proces tranzicije, dok se strateški otvara prema ujedinjenju sa Evropskom unijom, i pristupa nadnacionalnim udruženjima i alijansama.

Imajući sve prethodno navedeno na umu, može se govoriti o postojanju izvjesnog ili pak značajnog empirijskog doprinosa rada.

Pojašnjenja u pogledu teorijskog, metodološkog i empirijskog doprinosa koje rad sobom nosi, potvrđuju početnu konstataciju na temu višestrukog naučnog doprinosa ove disertacije. Rezultati istraživanja, kako je već pomenuto, mogu biti od koristi

(makar u dijelu zanimljivog naučnog štiva ili inspiracije za nastanak novih naučnih radova iz ove oblasti) naučnicima, istraživačima i akademcima ali i monetarnim i fiskalnim autoritetima (institucijama, ali i pojedincima) koji su zaduženi za donošenje ključnih ekonomskih odluka u zemlji, ali i svim ostalim zainteresovanim licima.

Naime, zaključcima iz rada ponudili smo konkretne preporuke zainteresovanim stranama u pogledu:

- odabira režima deviznog kursa;
- djelovanja na deficit tekućeg računa platnog bilansa (uz prepoznavanje faktora uticaja na isti);
- odabira „idealne“ kombinacije monetarnih politika iz adaptiranog modela koji je proistekao iz teoreme o nemogućem trojstvu;
- posljedica po ekonomiju zemlje ukoliko se nastavi njeno prezistentno oslanjanje na investicije da bi postizala ekonomski rast i slično.

Disertacija rezultira dodatnim elementima potrebnim za razumijevanje osnovnih postulata makroekonomske politike Crne Gore, koja za cilj ima dosezanja željenog stepena održivog razvoja zemlje i njene sve snažnije participacije u tokovima globalnog kretanja kapitala, trgovinskom komunikacijom sa globalnim tržištem, te osnaživanjem privrede i postizanje željenog nivoa konkurentnosti realne ekonomije radi jačanja njene pozicije na globalnom finansijskom tržištu.

1.5 Struktura disertacije

Disertacija je podijeljena na četiri strukturne cjeline kojima su dodati uvodno i zaključno poglavlje, spisak literature, tabela, grafikona, slika i skraćenica, kao i apendiks.

Uvodni dio rada sastoji se od prezentacije predmeta i ciljeva istraživanja rada, a zatim i formulisane hipoteze koje su ispitane radom. Objašnjenje metodologije koja je u radu upotrijebljena, kao i sistematičan pregled teorijske podloge, čine važan segment uvodnog dijela rada. Kraj uvodnog poglavlja sumira implikacije i zaključke iz rada koji čine ostvareni naučni doprinos rada. U uvodnom dijelu je takođe dat i pregled strukture disertacije.

Istraživanje u radu počinje teorijsko-metodološkom osnovom analize deficita tekućeg računa bilansa plaćanja kroz sumiranje teorijsko-metodoloških pristupa različitih autora i radova koji su se bavili tom tematikom, te definisanje pojmova koji su u ostatku drugog dijela teorijski i empirijski (ekonometrijski) ispitivani. Kako je bilans tekućeg računa jedna od tri komponente bilansa plaćanja, tako se kroz analizu bilansa, dolazi do sljedećeg objekta teorijske analize – balansa na tekućem računu države. U dijelu teorijske obrade pojma bilansa tekućeg računa dat je pregled različitih definicija tog pojma, a zatim je predstavljen bilans tekućeg računa Crne Gore. Sljedeći dio drugog poglavlja, napisan sa ciljem razumijevanja kako drugog poglavlja, tako i ostatka rada, jeste postavljanje teorijskih osnova za dalje istraživanje u vidu definisanja ciljeva i instrumenata ekonomske politike. Odmah potom, prelazi se na analizu deficita tekućeg računa i platni bilans na koje se nadovezuje dio analize tekućeg računa i determinanti tekućeg računa Crne Gore. Ovo je učinjeno primjenom ARDL metodologije modeliranja na dostupnim podacima i rezultiralo je zaključcima prezentovanim u finalnom, zaključnom poglavlju rada. Pomenuti značaj rezultata istraživanja ogleda se u činjenici da, prema autorkinim saznanjima, do danas, nije bilo sličnih istraživanja u crnogorskoj ekonomiji. Drugo poglavlje rada završava se osvrtom na uticaj priliva po osnovu doznaka iz inostranstva na balans na tekućem računu države, što je i sublimirano u dijelu zaključnih razmatranja istog poglavlja.

Treće poglavlje čini jedan od teorijski najzanimljivijih ekonomskih fenomena, koji je temeljno ispitan sa teorijskog stanovišta i tiče se analize teorijske koncepcije o blizanačkom deficitu. Da bi se bolje razumjela suština složenog koncepta blizanačkog deficita bilo je neophodno dati sve potrebne definicije i teorijsku podlogu pojma deficita državnog budžeta. Nakon toga, u trećem dijelu rada, prezentovana je teorija blizanačkog deficita i dat prikaz najvažnijih naučnih radova koji su se navedenom tematikom bavili, kao i prikaz korišćenih metoda i tehnika, ne bi li se došlo do odgovora na pitanje da li se ova teorijska koncepcija odnosi i na ekonomiju Crne Gore. Na primjeru Crne Gore, dokazano je da ne postoji međusobni direktni uticaj nijednog od deficita na drugi,¹ ali je dat naučno značajan zaključak kojim se dokazuje da je u osnovi oba deficita, u slučaju ekonomije Crne Gore, najčešće, isti ekonomski pokretač. Sve prethodno navedeno, potkrijepljeno je realnim empirijskim primjerima, a zaokruženo u dijelu zaključnih razmatranja trećeg poglavlja rada.

Nakon ispitivanja teorijske koncepcije blizanačkog deficita i dokazivanja kako ista ne postoji na primjeru ekonomije Crne Gore, četvrto poglavlje disertacije bavi se metodološkim osnovama analize teorije o nemogućem trojstvu. Na prvom mjestu postavljene su i prezentovane teorijske postavke osnova Mundell-Fleming modela, a

¹ Govori se o deficitu tekućeg računa platnog bilansa i deficitu državnog budžeta.

zatim i teorijska koncepcija o nemogućem trojstvu. U četvrtom poglavlju su dati teorijski prikazi makroekonomskog sistema Crne Gore, a onda i temeljno ispitana funkcija Centralne banke Crne Gore u odnosu na makroekonomsku stabilnost zemlje, da bi bilo moguće izvesti zaključke vezane za ekonomiju Crne Gore. Na taj način omogućeno je modifikovanje teorije o nemogućem trojstvu u uslovima eurizovane ekonomije i primjena svega prethodno objašnjenog na realnom primjeru, ekonomiji Crne Gore. Četvrti dio rada završen je uz preporuke generisane iz modifikovane teorije o nemogućem trojstvu i zaključna razmatranja.

Peto poglavlje, poput drugog, sadrži za rad ključne ekonometrijske proračune kojima je, uz sva prethodno iznesena pojašnjenja, teorijska razmatranja i empirijska istraživanja, razjašnjena ekonomska dilema iz samog naslova disertacije: da li se teorijski, ali i empirijski (korišćenjem ekonometrijskih modela i tumačenjem dobijenih rezultata) može identifikovati međuodnos tokova kapitala i makroekonomske stabilnosti i ekonomskog rasta Crne Gore. Da bi se došlo do ovih odgovora, u petom dijelu je na prvom mjestu prezentovana teorijska analiza istorijskog kretanja biznis ciklusa privrede Crne Gore. Odmah potom objašnjeno je, nakon prezentacije metodologije obračuna SERLEI i CROLEI indikatora za predviđanje poslovnih ciklusa tih ekonomija (Srbije i Hrvatske), zašto je MONLEI indikator nemoguće razviti na primjeru Crne Gore. Međutim, iznađen je bolji način da se dođe do odgovora na isto pitanje koje se postavlja pred MONLEI indikator, i to kroz ARDL modeliranje dva ekonometrijska problema, odnosno pitanja, nakon čega su uslijedila zaključna razmatranja petog dijela rada.

U šestom dijelu disertacije, sumirani su svi zaključci iz završnih djelova individualnih poglavlja i izvedene zaključne misli i rezultati istraživanja. Ovo je ujedno i centralno poglavlje rada jer, pored ostalog, daje i sumirane osnovne teorijske i empirijske rezultate istraživanja, a zatim i potencijalne implikacije istraživanja na politiku odlučivanja. Na samom kraju ovog poglavlja, kao njegov integralni dio, prezentovana su i ograničenja istraživanja i preporuke za dalja istraživanja.

Sedmi i osmi dio disertacije čine dodaci i pregled literature koja je u radu korišćena.

1.6 Teorijski okvir i pregled literature

Analiza deficita tekućeg računa, njegovih determinanti, kao i makroekonomskih dilema koje se u vezi sa istima pojavljuju, relativno je nov terminološki fenomen koji datira iz 1960. godine prošlog vijeka, i pominje se u radu dvojice poznatih ekonomista, Mundella i Fleminga (1963). Oni su te godine objavili rad iz kojeg je generisan poznati „Mundell-Fleming model“ koji je do današnjeg dana zadržao visok stepen značaja za objašnjavanje pojmova koji imaju veze sa režimom deviznog kursa u uslovima otvorenosti ekonomije za slobodne tokove kapitala. Robert Mundell je 1999. godine, pored ostalih naučnih postignuća, dobio Nobelovu nagradu i za „Mundell-Fleming model“. Krećući od osnovnog polazišta istraživanja – teorijske postavke teoreme o nemogućem trojstvu autori Grubišić, Đukić i Redžepagić (2010), bazirajući se na osnovama „Mundell-Fleming“ modela izloženom u knjizi „Otvorena ekonomija“ Mankiwa (2010) kao i na drugim naučnim radovima koji se bave istom tematikom, daju preporuke kreatorima monetarne politike Srbije, proširujući ih na slučajeve ekonomije sa fiksim deviznim kursom ili eurizovane, odnosno dolarizovane ekonomije.

U ovom radu se na sistematičan način nudi pregledni prikaz literature nastale na temu nemogućeg trojstva. Kasnije se ista modifikuje i prilagođava slučaju eurizovane ekonomije. Naučni doprinos ove doktorske disertacije je modifikacija postojeće teorije, uz uvažavanje karakteristika crnogorske ekonomije, te prilagođavanje originalne teorijske koncepcije crnogorskom sistemu. Naučnik koji se na ovom podneblju najviše bavio tematikom platnog bilansa kao i deficita tekućeg računa istog, **Boris Kilibarda** (2011) izjavio je u svom opusu da „*kretanja na tekućem računu platnog bilansa predstavljaju značajan izvor informacija kreatorima ekonomske politike*“, a to je ovom tezom i potvrđeno na način što se kretanje na tekućem računu platnog bilansa posmatralo kao simptom potencijalno narušenog stanja zdravlja privrede, a ne kao njen nedostatak.

Neki od naučnika koji su obrađivali problematiku održavanja platno-bilansne ravnoteže, čiji su zaključci korišćeni kao polazne pretpostavke rada su Milutin Ćirović (1980) i Oskar Kovač (1994).

Imajući u vidu prethodno pomenuto, analizom smo došli do zaključaka među kojima je i onaj kog su u svom radu iznijeli naučnici Branko Dragaš i Đorđe Nicović (1986). Oni su dali važne smjernice na temu održivosti deficita tekućeg računa kojim navode kako se deficit tekućeg računa platnog bilansa može ponavljati samo do momenta do kad je njegovo finansiranje moguće. Za istraživanje determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore poslužili su radovi Calderona,

Chonga, i Loayza (2002), zatim Melvin Michaela i Stefana Norrbina (2017), Predraga Petrovića (2014), Jesmina Rahmana (2008) i drugih.

Publikacije Centralne banke Crne Gore, Monstata, kao i godišnji ekspertski izvještaji MMF-a, poslužili su kao sekundarni izvor podataka korišćenih za dobijanje informacija o nivou doznaka iz inostranstva.

U pogledu analize teorijske koncepcije nemogućeg trojstva i njene adaptacije za uslove crnogorske ekonomije najviše je uticaja imao set naučnih radova koji ispituju prednosti i nedostatke dolarizacije (u crnogorskom slučaju – eurizacije) kojim su se bavili sljedeći autori: Bradić-Martinović, Kamenković i Zdravković (2014), D`Adamo i Rovelli (2015), Chibber (2014) Grubišić i Kamenković (2013) kao i publikacije Federalne banke Atlante (eng. *Federal Bank of Atlanta*) (2006).

U pogledu teoreme o blizanačkom deficitu u Crnoj Gori, za teorijsku osnovu korišćena literatura nudi informacije o determinantama deficita tekućeg računa, autora Alke Obadić, Tomislava Globana i Ozane Nadoveze (2014), Balla i Mankiwa (1995), kao i Bluedorn i Leigha (2011). Prvi put se hipoteza o blizanačkom deficitu pojavljuje osamdesetih i devedesetih godina u pokušaju da se objasni tadašnji deficit tekućeg računa platnog bilansa Amerike, u radovima naučnika Darrata (1988), Abela (1990), i Catik Göka i Aksekia (2015). Prvi naučni radovi, posebno prva dva nabrojana, nastali su nakon perioda izuzetne fiskalne ekspanzije tokom Reganovog režima. U pogledu teorijske podloge međuzavisnosti koja postoji između deficita tekućeg računa i budžetskog deficita, odnosno između fiskalne politike i tekućeg računa, korišćeno je istraživanje koje se smatra jednim od najznačajnijih radova publikovanih na ovu temu naučnika Debellea i Faruquea (1996). Zatim se teorijski dio istraživanja nastavlja kroz izučavanje rada Chinn-a i Prasad-a (2003) koji predstavlja komplemetaran nastavak istraživanja, kroz nuđenje srednjeročnih determinanti deficita tekućeg računa i upotrebu panel analize podataka za dokazivanje postavljenih hipoteza. Još neki od naučnih objava koji su služili kao teorijska podloga istraživanja pojma blizanačkih deficita su radovi Aleksandra Aristovnika (2006) i (2013).

Jedan od naučnih članaka koji je od velike važnosti za istraživanje koje se sprovodi u ovoj doktorskoj disertaciji objavili su Bluedorn i Leigh (2011). U ovom radu se istražuje kako nivo deficita tekućeg računa reaguje na promjene mjera fiskalne politike kada se te mjere zasnivaju na redukciji budžetskog deficita. Na uzorku od 17 zemalja u vremenskoj seriji od 31 godine, ovi naučnici dokazali su da je potvrđena, ali i posebno naglašena hipoteza blizanačkog deficita u periodima fiskalne konsolidacije, pošto jedinična redukcija fiskalnog deficita uslovljava rast racija balansa tekućeg računa od BDP-a za 0,6 procentnih poena. Još jedan od radova koji je od značaja kao teorijska podloga ovog dokorskog istraživanja

napisali su Grubišić, Kamenkovićeve i Zdravković (2018). Ovaj rad daje, kao osnovni rezultat istraživanja u njemu sprovedenog, zaključak da je divergencija između nivoa deficita tekućeg računa i budžetskog deficita povezana sa fluktuacijama ekonomske aktivnosti zemlje. Na osnovu ovog, kao i pratećih zaključaka u ovom radu, pružene su preporuke donosiocima odluka u zemljama centralne i istočne Evrope u pogledu benefita fluktuirajućeg režima deviznog kursa.

Za prezentaciju konstruisanja vodećeg ekonomskog indikatora za predviđanje ekonomske aktivnosti, korišćeni su radovi u kojima je ova oblast analizirana, i to Zorana Grubišića i Sandre Kamenković (2013) za područja Srbije, a Maruške Vizek i Katarine Bacic (2006) za područje Hrvatske.

Osim prethodno nabrojanih načnih imena, poslužili smo se u doktorskom radu i naučnim objavama sledećih autora: Calderona, Chonga i Loayza, zatim Chinna i Prasada, Fabrisa, Kilibarde i Radunovića, oslanjajući se pritom na elementarne ekonomske postavke koje su utemeljili Mankiw, Krugman, Kukoleča.

Na kraju, važan doprinos atraktivnosti ideje osnovne misli rada, autorka duguje inspiraciji dobijenoj izučavanjem djela **Nasim Nikolasa Taleba**, sa akcentom na djelo "Crni labud" (2007) koje na inoviran način baca svetlo na novi ekonomski poredak i bavi se fenomenom uticaja neverovatnih i nepredvidljivih događaja.

2. Teorijsko-metodološke osnove analize deficita tekućeg računa

2.1 Teorijska analiza bilansa plaćanja i njegovih računa

Različiti oblici ispoljavanja ekonomskih neravnoteža koji rezultiraju krizama i recesijama, a koje, po mišljenju mnogih ekonomista, čine neizbježan i integralni dio svjetskog privrednog razvoja, predmet su analize ekonomskih eksperata širom svijeta. Razlog su još uvijek prisutni efekti svjetske ekonomske krize iz 2008. godine. Kako je među ekonomistima prisutno uvjerenje da spoljna neravnoteža zemlje ima uticaja, ili čak predstavlja jedan od osnovnih uzročnika pojave krize u zemlji, tako ovo poglavlje ima za cilj analizu spoljne neravnoteže kroz razmatranje deficita tekućeg računa Crne Gore.

Dakle, mnogi ekonomisti povezuju spoljnu neravnotežu jedne zemlje sa pojavom kriza u istoj. Stoga je determinacija elemenata koji su od uticaja na spoljnu neravnotežu zemlje od vitalnog značaja za prevenciju krize ili ublažavanje njenih efekata.

Kako je Zildžović (2015) objasnio u radu, veliki dio studija determinanti bilansa plaćanja u analizi primjenjuje panel tehnike. Razlog tome je pokušaj da se što bolje modelira ekonomska stvarnost, što je moguće postići uključivanjem u model što većeg broja determinanti koje ga dobro opisuju. Vremenske serije koje se tiču crnogorskih makroekonomskih pokazatelja, a koje bi mogle činiti dobar izvor podataka za pomenutu analizu, uglavnom su ograničene na godišnje (u rijetkim slučajevima su u pitanju kvartalni ili mjesečni podaci) serije podataka i to izuzetno kratkih vremenskih perioda, uzimajući u obzir da je rijetko koja vremenska serija duža od 12 godina (godina sticanja nezavisnosti Crne Gore od koje počinje mjerenje većine vremenskih serija je 2006). Nekoliko je načina na koje je moguće riješiti ovaj problem a, između ostalog, to bi bilo proširivanje vremenskih serija na godine prije sticanja nezavisnosti kada su neke od vremenskih serija bile dostupne za ekonomiju Srbije i Crne Gore (određujući pripadajući dio kroz primjenu procentnog računa za dio koji se odnosi na Crnu Goru), kao i, kako je Zildžović (2015) postavio u svom radu, kroz modelsko uprosječavanje koje omogućava da se u analizu uključe sve relevantne varijable dok se ona fokusira na podatke samo jedne zemlje, u ovom primjeru Crne Gore.

Kako je za postavljanje uporedne analize zemalja istu neophodno postaviti u odnos sa zemljom koja ima srodne karakteristike, tako je za analizu determinanti bilansa plaćanja Crne Gore, upoređena njena privreda sa sličnim privredama koje odlikuje

sljedeće karakteristike: male, otvorene ekonomije, sa fiksnim deviznim kursom ili eurizovanim/dolarizovanim ekonomijama. Takođe, u analizu su uključene i neke od zemalja sa fleksibilnim deviznim kursom ne bi li se među njima identifikovale razlike i iz njih izveli zaključci potrebni za dalju obradu i analizu.

Mnogi autori se posljednjih godina okreću analizi bilansa plaćanja, odnosno analizi deficita na tekućem računu iz navedenih razloga. Različite su implikacije i zaključci koji proističu iz tih istraživanja i one zavise između ostalog i od makroekonomskog okruženja koje se ispituje. Zanimljivi su zaključci autora Jovane Žugić, Mustafe Ozera i Sonje Tomas-Miskin (2018), koji se bave analizom uticaja deficita tekućeg računa na BDP rast na području Crne Gore. Njihovim radom je dokazano postojanje negativnog odnosa između analiziranih varijabli na kratak rok, a pozitivan na dugi rok. To ima svoje realno ekonomsko obrazloženje – na kratak rok, rast determinante racija deficita na tekućem računu u odnosu na BDP uzrokuje opadanje determinante rasta samog BDP-a, dok je ova korelacija na dugi rok pozitivna. Jedan od važnih zaključaka jeste da je na dugi rok, za ekonomiju Crne Gore, deficit tekućeg računa platnog bilansa neizbježan, ukoliko joj je cilj rast BDP-a. Objašnjenje prethodne konstacije podjednako leži u tome što je ekonomija Crne Gore dugoročno zavisna (u, za razvoj privrede, ključnim sektorima) o uvoz polu-proizvoda i sirovih materijala, i u tome što je identifikovano preklapanje sektora koji predstavljaju pokretače ekonomskog rasta, ali i konstituente deficita na tekućem računu poput sektora turizma, poljoprivrede i energetike.

Da bi se u ostatku rada moglo govoriti o kretanju determinanti deficita na tekućem računu kao i implikacijama istog, modeliranju i efektima rezultata iz modela o kojem će u daljem tekstu biti riječ, neophodno je prethodno objasniti odnos platnog bilansa i deficita tekućeg računa u prvom redu, a zatim odrediti i determinante deficita na tekućem računu.

2.2 Ciljevi i instrumenti ekonomske politike

Gotovo čitava (ne samo) naučna, ekonomska javnost ujedinjena je u mišljenju da su neki od najvažnijih ekonomskih ciljeva, kojima treba da teži ekonomska politika svake zemlje, a kako to sistematski prezentuju Dimitrijević, Fabris, Vladušić, Radović i Jandrić (2016) sljedeći:

- a) Održavanje pune zaposlenosti (maksimalna iskorišćenost kapaciteta), pri čemu se navedeni autori ograničavaju na produktivno zaposlene radnike, a ne na održavanje pune zaposlenosti po svaku cijenu, gdje nema realne potrebe za

radnom snagom, već onu gdje dodatna jedinica rada stvara marginalni prihod veći od marginalnog troška rada;

- b) Nulta stopa inflacije;
- c) Uravnotežen platni bilans;
- d) Uravnotežen budžet.

Autori dalje navode, iako je to zaključak koji se ogleda i u teoretisanju koje je morfološki zaokruženo pod nazivom “nemoguće trojstvo” makroekonomskih ciljeva, da je istovremeno dostizanje četiri navedena cilja, u praksi izuzetno teško iliti gotovo neostvarivo. To dalje znači da je ciljeve makroekonomske politike potrebno preformulisati/nanovo definisati tako da oni najmanje odstupaju od navedenog:

- Nezaposlenost od njene prirodne stope;
- Proizvodnja od njene stope uz punu zaposlenost;
- Inflacija od nule;
- Bilans plaćanja od nule/ravnotežnog stanja;
- Budžetski deficit (odnosno suficit) od nule;
- Devizni kurs od njegovog ravnotežnog nivoa.

Već na ovom stadijumu istraživanja, jasno je da je platno-bilansna ravnoteža jedan od osnovnih ciljeva makroekonomske politike i čini centralnu oblast istraživanja teoretičara širom svijeta. Održavanje platno-bilansne ravnoteže, najveći broj ekonomista poput Ćirovića (1980) i Kovača (1994), kao i gorenavedeni autori, svrstavaju u kategoriju kratkoročnih ekonomskih ciljeva. Međutim, ta tvrdnja ne može u potpunosti biti istinita, imajući u vidu da determinante koje čine podkategorije platnog bilansa (poput stope stranih direktnih investicija, zatim nivoa portfolio investicija, odnos kategorija “izvoz-uvoz”, itd.) čine dugoročne ekonomske ciljeve zemlje. Stoga, iako pojavno platno-bilansna ravnoteža djeluje kao kratkoročno dostižan cilj ekonomske politike, ona je suštinski mnogo kompleksniji fenomen i postiže se pojedinačnim osnaživanjem svake od determinanti koje je čine, a koje su u nastavku predstavljene formulom platnog bilansa.

Dimitrijević, Fabris, Vladušić, Radović i Jandrić (2016) na sistematičan način razlažu ciljeve ekonomske politike po kategorijama, sumirajući kratkoročne i dugoročne, ali i naglašavajući kako je izuzetno zahtjevno identifikovati neki od ciljeva ekonomske politike koji je nezavisan i djelovanjem na koji bi bilo moguće izbjeći da se neki drugi dio ekonomskog sistema dovede van ravnoteže.

S tim u vezi, ciljeve ekonomske politike moguće je svrstati u tri kategorije:

- Nezavisni,
- Komplementarni,
- Konfliktni ciljevi.

Oprečna su mišljenja na temu postojanja kategorije ciljeva ekonomske politke koji su nezavisni uopšte. Argumentacija za navedenu tezu može biti činjenica da je ekonomski sistem umnogome nalik na tjelesni sistem čovjeka, odnosno podsjeća na sistem spojenih sudova, koji je zatvoren i međusobno zavistan. Praktično je nemoguće pronaći element ekonomskog sistema (a to je najmanje slučaj sa navedenim, najznačajnijim ciljevima ekonomske politike) koji može da se ponaša potpuno nezavisno od ostatka ekonomskog “organizma”, odnosno cjeline kojoj pripada. U prilog ovoj tvrdnji stoji mnogo naučnih radova koji se sve češće publikuju, a koji za centralnu ispitivačku tezu imaju tzv. “*spill-over*” efekte, odnosno efekte preliivanja. Polazeći od prethodnog nabrojanja kategorija ekonomskih ciljeva, eliminišući ono za šta autor ovog rada smatra da je jako teško dokazivo u ekonomskoj praksi, dolazi se na osnovnu podjelu ciljeva i to na:

- Komplementarni,
- Konfliktni ciljevi.

Komplementarni ekonomski ciljevi predstavljaju ciljeve gdje ostvarivanje jednog od ciljeva, pomaže ostvarivanje i onog drugog. Nasuprot tome, konfliktni ciljevi su takvi da, ostvarivanje jednog od ciljeva, onemogućava ili usporava ostvarivanje drugog cilja. Mnogo je praktičnih primjera komplementarnih ciljeva ali neki od najrasprostranjenijih su: osnaživanje realnog sektora ekonomske scene povećava konkurentnost ekonomije na globalnom, kompetitivnom tržištu. Takođe, takvim ciljevima može se smatrati postizanje ravnoteže na tekućem računu platnog bilansa sa ravnotežom samog platnog bilansa, na način što smanjenje disbalansa jednog direktno utiče na lakše dovođenje u ravnotežu drugog. Ovo nijesu jedini primjeri komplementarnih ekonomskih ciljeva, već ih je u realnom ekonomskom svijetu

veliki broj. Ništa manje nema ni konfliktnih ekonomskih ciljeva, poput, kako navedeni autori ističu, ubrzavanja privrednog razvoja i platnobilansne ravnoteže.

Suština razaznavanja toga da li su ciljevi ekonomske politike koji se nalaze pred donosiocima ekonomskih odluka, komplementarni ili konfliktni, jeste u tome da se blagovremeno anticipiraju posljedice koje će po ekonomiju te zemlje imati djelovanje na jedan ili više njih. Ovakvo ekonomsko rezonovanje nije novo za svijet ekonomske misli, već čini derivaciju jednog od osnovnih ekonomskih postulata koje je u svom kapitalnom djelu ponudio Gregory Mankiw (2005) da "ljudi reaguju na podsticaje". Direktnim djelovanjem na jedan od ekonomskih ciljeva, mijenja se struktura ekonomskog sistema i, kao što u prirodi važi Njutnov Treći zakon kretanja (za svaku akciju, postoji jednaka, kontra-reakcija), tako u ekonomiji važi da se u promijenjenom ekonomskom sistemu ljudi suočavaju sa izmijenjenim podsticajima za svoje aktivnosti, a racionalan ekonomski akter na iste djeluje drugačijim obrascima ponašanja. Na taj način, posredno, mijenja se sami sistem, direktnim djelovanjem njegovih aktera.

Kako navedeni autor ističe, nakon što su utvrdili konfliktnost odnosno komplementarnost ekonomskih ciljeva, na donosiocima odluka je da odrede prioritete koje najčešće determinišu "trenutna ekonomska situacija u zemlji, odnos političkih snaga, raspoloživi resursi, međunarodno okruženje, skala društvenih vrijednosti i slično." Važno je u takvoj situaciji kreirati i kontingencijske planove za slučaj da neki od efekata djelovanja ekonomskih ciljeva nije predviđen ili njegov uticaj nije u adekvatnoj mjeri stavljen u ravnotežu sa ostalima.

Važno je načiniti diferencijaciju između ciljeva i instrumenata ekonomske politike, iako su ova dva pojma, kako svojim značenjem, tako i suštinski, usko povezana. Prema Dimitrijeviću, Fabrisu, Vladušiću, Radoviću i Jandriću (2016) moguće je definisati instrumente ekonomske politike kao „ekonomske varijable putem kojih kreatori ekonomske politike nastoje da ostvare određene ciljeve.“ Oni ističu kako je takođe, značajno, praviti razliku između mjera i instrumenata ekonomske politike, gdje mjere ekonomske politike oni definišu kao „promjenu, ukidanje ili uvođenje novog instrumenta ekonomske politike.“

Broj instrumenata ekonomske politike je značajan, a sa razvojem broja ekonomskih kriza u svijetu i regionu, rasla je i potreba za inoviranjem instrumenata, osmišljavanjem novih ili ponovnim testiranjem klasičnih, a sve u svrhu iznalaženja načina za postizanje ekvilibrijuma na što efikasniji i efektivniji način. Dakle, u ekonomskoj istoriji, kao najznačajniji izdvojili su se sljedeći instrumenti ekonomske politike:

a) Fiskalna politika:

- Porezi,
- Doprinosi,
- Carine,
- Zajmovi,
- Takse,
- Uloga deficita i suficita itd.

b) Monetarna politika:

- Emisija novca;
- Operacije na otvorenom tržištu;
- Kamatne stope.

c) Spoljnotrgovinska politika:

- Carine,
- Takse,
- Kontigenti,
- Kvote,
- Zabrane,
- Dozvole,
- Devizni kurs.

d) Politika dohodaka:

- Transferi,

- Socijalna pomoć itd.

Kako autori Dimitrijević, Fabris, Vladušić, Radović i Jandrić (2016) sumiraju, postoje različite podjele instrumenata ekonomske politike i to na:

- Instrumente koji utiču na sve ekonomske subjekte ili na samo neke ekonomske subjekte;
- Obavezujuće i indikativne instrumente;
- Instrumente koji utiču na spoljnotrgovinske tokove i instrumente koji utiču na unutrašnje tokove;
- Linearne i selektivne instrumente;
- Direktne i indirektne instrumente.

Prema načinima djelovanja, instrumenti ekonomske politike mogu se razvrstati na kategorije:

- Ugrađene stabilizatore;
- Instrumente povezane sa pravilima;
- Diskrecione instrumente;
- Instrumente koji se donose u formi zakona.

Imajući u vidu sve navedeno, jasan je značaj holističkog pristupa u sagledavanju cjelokupne situacije prilikom rješavanja svakog pojedinačnog ekonomskog izazova sa kojim se kreatori ekonomske politike susrijeću. Bez svijesti o integrisanosti sistema i isključivim fokusom na jedan određeni dio sistema, moguće je dovesti u opasnost ravnotežu cjelokupnog sistema, koju je kasnije, teško, skupo, dugo ili nemoguće vratiti.

Na kraju, kako je se ova oblast rada tiče jednog od ključnih ciljeva ekonomske politike, u narednom odjeljku date su neophodne definicije potrebne za dalje istraživanje teme platnog bilansa, njegove ravnoteže, ali i njegovih determinanti, odnosno podračuna.

2.3 Deficit tekućeg računa platnog bilansa i platni bilans

Uporedo sa davanjem osnovnih teorijskih postavki dva pojma koji se nalaze u podnaslovu 2.1.1, odnosno, paralelno sa teorijskim definisanjem deficita tekućeg računa kao i platnog bilansa, važno je prezentovati njihove formule, a zatim definisati navedene pojmove kroz sumiranje definicija eminentnih institucija, ekonomskih eksperata i stručnjaka u navedenoj oblasti.

Za potrebe razumijevanja najčešće upotrebljavane definicije platnog bilansa koju je dao Međunarodni monetarni fond, u nastavku je predstavljena formula platnog bilansa kroz nabranje tri tipa međunarodnih transakcija koje se evidentiraju u platnom bilansu.

Krugman i Obstfeld (2009) identifikuju tri tipa međunarodnih transakcija koje se evidentiraju u platnom bilansu:

1. Transakcije koje proizilaze iz izvoza ili uvoza roba i usluga i stoga se knjiže direktno na tekući račun. Primjer koji pomenuti autori navode objašnjava dvostranu prirodu svake međunarodne transakcije, pa tako kažemo da ukoliko crnogorski kupac uveze američki odjevni predmet (recimo košulju), takva transakcija će se knjižiti u američkom platnom bilansu kao potraživanje na tekućem računu platnog bilansa. Ono što autor nije naveo, a što upravo svjedoči o dvostranoj prirodi međunarodnih transakcija, jeste da je ista transakcija knjižena kao dugovanje na tekućem računu platnog bilansa Crne Gore.

Dakle, svaka međunarodna uvozna transakcija, u kojoj zemlja X uvozi dobro/uslugu zemlje Y, biće knjižena na dugovnoj strani tekućeg računa platnog bilansa zemlje X, a na potražnoj strani tekućeg računa platnog bilansa zemlje Y. Odatle engleski termini za zemlje koje imaju komparativnu prednost na međunarodnom tržištu, pa mahom izvoze dobra i usluge, da su te zemlje neto kreditori/neto povjerioci (eng. *Net Creditor*) ostatka svijeta; dok su zemlje kojima je trgovinski balans u deficitu, odnosno zemlje koje mahom uvoze dobra i/ili usluge, neto debitori/neto dužnici (eng. *Net Debtors*) ostatku svijeta.

U zemljama koje su neto povjerioci ostatku svijeta, izraženija je štednja u odnosu na stopu investicija. Te zemlje, na način što ostatku svijeta ustupaju svoje resurse, očekuju povrat na iste u budućnosti. Sa druge strane, u zemljama koje su neto dužnici ostatku svijeta, izraženija je stopa investicija negoli štednja. Te su zemlje obično manje razvijene, koriste, odnosno, pozajmljuju resurse od razvijenih ili

razvijenijih zemalja da bi zadovoljile svoje interne potrebe za potrošnjom i investicijama.

2. Transakcije koje proizilaze iz kupovine ili prodaje finansijskih instrumenata. Prema definiciji navedenih autora „finansijski instrument je bilo koji oblik u kojem može da se posjeduje bogatstvo, kao što su novac, akcije, fabrike ili čak državni dug”. Sve međunarodne kupovine ili prodaje finansijske aktive se evidentiraju na finansijskom računu. Analogno sa prethodnim primjerom kupovine košulje, kada se dogodi da američka firma kupi crnogorsku fabriku za pravljenje košulja, takva transakcija se u finansijskom dijelu platnog bilansa Amerike knjiži kao zaduživanje. Kako objašnjavaju autori, razlog negativnog predznaka ove transakcije jeste što u navedenom slučaju, amerika „uvozi” odnosno kupuje finansijsku aktivu, dok bi crnogorski finansijski račun platnog bilansa imao predznak „+”, pošto prodajom fabrike, ova zemlja „izvozi” finansijsku aktivu.

Svaka „izvozna” transakcija nekog od podračuna platnog bilansa ima pozitivan predznak (+), dok svaka „uvozna” transakcija nekog od podračuna platnog bilansa ima negativan predznak (-).

Razlika između uvoza i izvoza, poput onog u primjeru sa kupovinom/prodajom fabrike, finansijske aktive naziva se saldo, odnosno bilans finansijskog računa bilansa plaćanja.

3. Podračun bilansa plaćanja koji evidentira transakcije transfera bogatstva između zemalja naziva se račun kapitala bilansa plaćanja. Prema autorima (Krugman & Obstfeld, 2009) koji su analizirali američki platni bilans, međunarodna kretanja za američki platni bilans su veoma mala. U nastavku je data struktura najskorijeg crnogorskog platnog bilansa i identifikovan udio ovog podračuna u platnom bilansu Crne Gore. Ova plaćanja se u najvećoj mjeri odnose na netržišne aktivnosti ili predstavljaju sticanje ili prodaju neproizvedene, nefinansijske i eventualno neopredmećene finansijske stavke (poput autorskih prava i zaštitnih znakova). Autori navode primjer „opraštanja“ duga jedne vlade vladi druge zemlje, gdje se bogatstvo prve zemlje smanjuje za iznos oproštenog duga, a zaduživanje u istom iznosu se evidentira na kapitalnom računu te iste zemlje. Dakle, ponovljeno je pravilo društvenog računovodstva koje je analogno odgovarajućem pravilu računovodstva na nivou preduzeća da se u međunarodnoj trgovini, odnosno transferima, svaka aktivnost dvostrano knjiži, tj. evidentira.

Shodno definiciji MMF-a (2018)², može se reći kako platni bilans predstavlja „statistički iskaz u kojem su sumirane transakcije između rezidenata i nerezidenata tokom određenog perioda“. Sastoji se od računa proizvoda i usluga (eng. *Goods And Services Account*), računa primarnog dohotka (eng. *Primary Income Account*), računa sekundarnog dohotka (eng. *Secondary Income Account*), kapitalnog računa (eng. *Capital Account*) i finansijskog računa (eng. *Financial Account*).

Priručnik IMF-a o Platnom bilansu (2018) dokazuje značaj platnog bilansa i omogućava viši stepen razumijevanja signala koji se dobijaju posmatranjem i analizom promjena na istom. „Bilans plaćanja“, kako se u tom dokumentu govori, „kao međunarodnu investicionu poziciju, čine najvažniji elementi za formulaciju nacionalnih i međunarodnih politika“. Prema ovom izvoru, eksterni aspekti (poput disbalansa platnog bilansa kao i disbalansa u poziciji stranih investicija), igraju ključnu ulogu u donošenju ekonomskih i drugih politika u sve više međuzavisnoj svjetskoj ekonomiji. Iz tog razloga se sve više naučnih objava bavi pitanjima balansiranja bilansa plaćanja, ali i mjerama koje je moguće i potrebno preduzeti ne bi li se zemlja dovela u stanje ekonomskog balansa i blagostanja.

Prema navodima iz istog izvora, IMF-a (2018) za tokove koji se ogledaju u balansu platnog bilansa može se smatrati da su od „suštinskog značaja za sveukupnu ekonomsku aktivnost koja je u vezi sa proizvodnjom, potrošnjom, generisanjem i distribucijom dohotka, kao i sa aktivnostima koje se tiču akumulacije“.

Kada govori o međuzavisnosti i otvorenosti globalnog tržišta i kada nacionalni dohodak stavlja u odnos sa njim, Mankiw (2010) objašnjava kako identitet nacionalnog računa u svojoj suštini dokazuje kako su međunarodni novčani tokovi koji služe finansiranju akumulacije kapitala i međunarodni tokovi dobara i usluga dvije strane istog novčića. Uz adekvatno razumijevanje i interpretaciju ove Mankiwove definicije nije isuviše kompleksno prodrijeti u suštinu same formule koja proističe iz definicije platnog bilansa.

Jedna od najtemeljnijih definicija platnog bilansa potiče iz ekonomskog, odnosno organizaciono-poslovnog leksikona Kukoleče (1990). Platni bilans, Kukoleča definiše kao uporedni (bilansni) pregled svih međunarodnih primanja i plaćanja jedne zemlje u određenom vremenskom periodu (godini). On prema Kukoleči obuhvata:

„1. *Tekuće međunarodne transakcije* u koje spadaju:

² Posjećeno dana 21/10/2018

- a) finansijske transakcije u vezi s *međunarodnim robnim prometom (trgovinski bilans)*, koji je, po pravilu, najvažnija stavka platnog bilansa;
- b) finansijske transakcije u vezi s *međunarodnim prometom usluga*: transportnih, ptt i usluga osiguranja, turističkih usluga, usluga špedicije i slično;
- c) transakcije u vezi s *nevidljivim međunarodnim prometom* (nerobni međunarodni promet: investicije, kamate, penzije, rente, iseljeničke doznake, nemonetarno zlato, itd.).

2. *Međunarodne finansijske obračune*, u koje spadaju razne vrste međunarodnog finansiranja: dugoročni i kratkoročni zajmovi, ekonomske pomoći, reparacije, pokloni, prelazna potraživanja i zaduženja, zaduživanja kao razlika u klirinškim plaćanjima itd. Platni bilans može biti *pozitivan* – kada se izravnavava raznim oblicima međunarodnog finansiranja ili kupovinom monetarnog zlata, ili *negativan* pri čemu se izravnavava inostranim zajmovima, kreditima ili prodajom monetarnog zlata“.

Isti autor daje definiciju trgovinskog bilansa, govoreći kako je to odnos između vrijednosti izvoza i uvoza robe i robnih usluga jedne zemlje u određenom periodu, recimo, u jednoj godini. On je „*noseći dio* platnog bilansa jedne zemlje sa inostranstvom. Može biti *aktivan trgovinski bilans*, kada je vrijednosti izvoza u posmatranom periodu veća od vrijednosti uvoza, odnosno, *pasivan trgovinski bilans*, kada je vrijednost izvoza u posmatranom periodu manja od vrijednosti uvoza te zemlje“ Kukoleča (1990).

Prema Kilibardi (2011) sve transakcije (osim onih u finansijskim stavkama) koje se odnose na ekonomske vrijednosti i koje se odvijaju između rezidentnih i nerezidentnih tijela su obuhvaćene tekućim računom. Radi se o transakcijama poslovnih subjekata kojima se stvaraju vrijednosti i kao takve ulaze u obračun bruto domaćeg proizvoda. Za razliku od njih, transakcije koje se bilježe na kapitalno-finansijskom računu predstavljaju prenos dijela već stvorenog dohotka u obliku štednje iz jedne zemlje u drugu. Tekuće transakcije povećavaju obim svjetskog dohotka, dok kapitalno-finansijske transakcije samo evidentiraju preraspodjelu njegovog dijela. U platnom bilansu, kao tekuće transakcije evidentiraju se sve transakcije robom, uslugama, faktorski dohoci, kao i jednostrani transferi.

Shodno uvidima istog autora, saldo tekućeg računa platnog bilansa ne predstavlja varijablu ekonomske politike, kao što je npr. količina novca u opticaju, već predstavlja cilj ekonomske politike poput stope inflacije ili nivoa BDP-a, odnosno pokazatelj koji oslikava uspješnost vođenja ekonomske politike kroz kontrolu i

ispitivanje dobijenih rezultata. Utoliko je značajnije imati adekvatan sistem razumijevanja i analize promjena koje evidentira ovaj saldo, pošto to predstavlja signalizator „dubljih“ dešavanja ekonomskog života jedne zemlje. Može se stoga tvrditi kako je zajednički zaključak mnogih autora da su promjene i kretanja na tekućem računu platnog bilansa jedne zemlje, signifikantan izvor informacija, te da su najprije od koristi kreatorima monetarnih politika te iste zemlje. Pomenuti saldo, prema Kilibardi, govori o prilivima, odnosno odlivima po osnovu razmjene roba, usluga, dohodaka i tekućih transfera između rezidenata i nerezidenata, ali takođe i o nastajanju obaveza prema inostranstvu ili potraživanja od inostranstva po osnovu navedenih transakcija. Kilibarda u svom radu citira Mankiwa (2005) koji kaže kako „trgovinski deficit sam po sebi ne predstavlja problem, ali ponekad može biti simptom problema“, što je tvrdnja koja svoje uporište nalazi i kada govorimo o deficitu tekućeg računa platnog bilansa.

Dakle, objašnjena uska povezanost platnog bilansa sa jednim od svojih činilaca, tj. saldonom tekućeg računa jedne zemlje, navodi na zaključak kako je za razumijevanje samog platnog bilansa potrebno bliže ispitati saldo tekućeg računa, odnosno odrediti determinante koje na njega imaju uticaj. Sve ovo, zbog važnosti koja se ogleda u mogućnosti praktične primjene teorijskog znanja na empiriju, potrebno je i biće ispitano na primjeru Crne Gore.

Kao što je navedeno na zvaničnoj internet stranici Centralne banke Crne Gore, Platni bilans Crne Gore je statistički izvještaj koji sistematski objedinjava, za određeni vremenski period, ekonomske transakcije između rezidenata i nerezidenata. Prema Zakonu o Centralnoj banci Crne Gore („Sl. list CG” br. 40/10, 46/10 i 6/13), Zakonu o zvaničnoj statistici i statističkom sistemu („Sl. list CG” br. 18/12) i Zakonu o tekućim i kapitalnim poslovima sa inostranstvom („Sl. list RCG” br. 45/05 i „Sl. list CG” br. 62/08, 40/11, 62/13), Centralna banka izrađuje statistiku platnog bilansa Crne Gore. Na osnovu navedenih zakona, odluke o statističkim podacima koji se dostavljaju Centralnoj banci za potrebe sastavljanja platnog bilansa Crne Gore („Sl. List CG” br. 61/12) i Odluke o vođenju posebne evidencije o tekućim i kapitalnim poslovima sa inostranstvom i dostavljanju podataka o tim poslovima („Sl. List CG” br. 8/17), vrši se prikupljanje i kompilacija podataka neophodnih za izradu platnog bilansa. Podaci se objavljuju kvartalno u eurima. Platni bilans Crne Gore se kompilira u skladu sa novom metodologijom Međunarodnog monetarnog fonda koju propisuje šesto izdanje Priručnika za sastavljanje platnog bilansa BPM6 (2009) i regulativama EU u oblasti platnog bilansa.

Pošto je Platni bilans Crne Gore javno dostupan dokument, njegova struktura je data u narednim redovima.

Tabela 1, Platni bilans Crne Gore u 000 eura, 2010-2017.

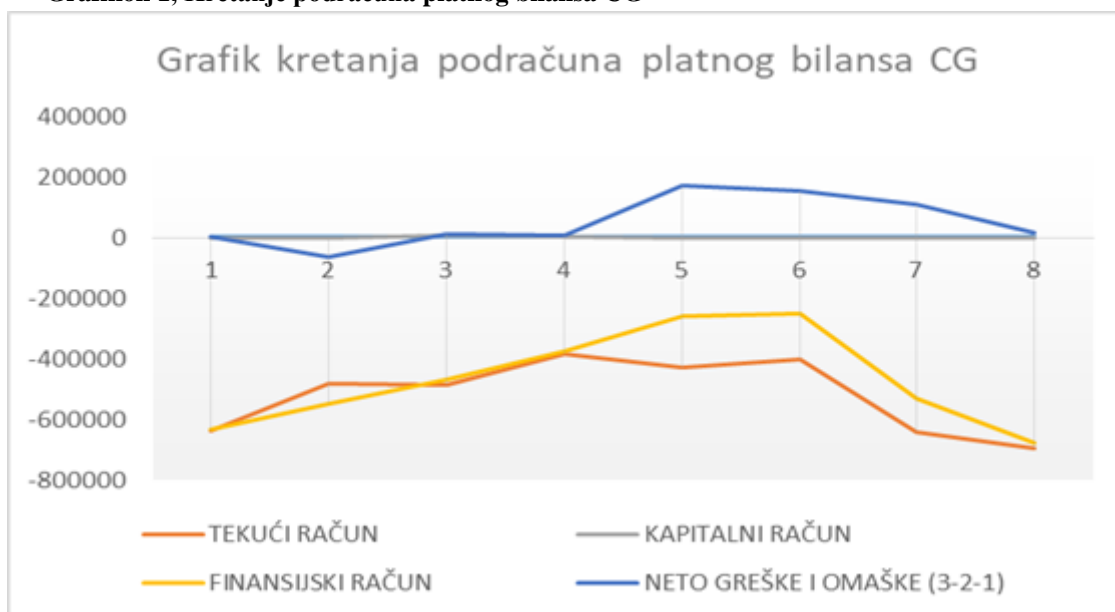
R.br.	Naziv stavke	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	Tekući račun	-634,715	-482,430	-486,140	-383,014	-429,129	-401,675	-641,975	-691,698
1.A	Saldo roba i usluga	-793,830	-708,127	-771,365	-675,395	-686,059	-674,859	-888,575	-1,007,904
1.A.a	Robe**	-1,272,120	-1,302,612	-1,384,192	-1,328,624	-1,376,404	-1,463,731	-1,657,656	-1,860,064
1.A.a.1	Izvoz, f.o.b.	339,647	470,452	387,527	395,712	357,496	330,345	350,833	382,449
1.A.a.2	Uvoz, f.o.b.	1,611,767	1,773,064	1,771,719	1,724,335	1,733,900	1,794,076	2,008,488	2,242,513
1.A.b	Usluge	478,290	594,485	612,827	653,229	690,345	788,871	769,081	852,160
1.A.b.1	Izvoz	806,048	903,802	950,550	994,418	1,030,642	1,214,284	1,254,603	1,382,551
1.A.b.2	Uvoz	327,758	309,317	337,723	341,189	340,297	425,413	485,522	530,391
1.B	Primarni dohodak	-21,738	26,269	53,827	65,544	45,901	80,047	34,567	87,768
1.B.1	Prihodi	165,802	192,822	206,220	212,668	226,093	247,699	257,828	273,915
1.B.2	Rashodi	187,540	166,553	152,393	147,124	180,192	167,652	223,261	186,148
1.C	Sekundarni dohodak	180,853	199,428	231,398	226,836	211,028	193,138	212,034	228,438
1.C.1	Prihodi	225,999	250,691	287,885	291,430	280,709	266,242	281,083	303,822
1.C.2	Rashodi	45,146	51,263	56,487	64,593	69,681	73,104	69,050	75,384
2	Kapitalni račun	-498	-2,968	7,424	2,566	-6	-150	782	0
2.A	Prihodi	57	435	8,512	2,771	0	0	825	0
2.B	Rashodi	555	3,403	1,088	205	6	150	43	0
	Saldo tekućeg i kapitalnog računa	-635,213	-485,398	-478,716	-380,448	-429,136	-401,825	-641,192	-691,698
3	Finansijski račun, neto (=aktiva-obaveze)****	-632,823	-547,931	-465,850	-372,860	-256,326	-249,337	-529,611	-676,013
3.A	Neto povećanje finansijske aktive	120,191	3,865	192,915	77,534	252,824	476,384	-92,089	215,592
3.B	Neto povećanje finansijskih obaveza	753,015	551,796	658,765	450,394	509,150	725,720	437,521	891,605
3.1	Direktne investicije, neto (=aktiva-obaveze)	-552,107	-389,104	-461,591	-323,879	-353,940	-619,274	-371,568	-484,332
3.1.1	Neto povećanje finansijske aktive	22,060	12,334	20,760	13,047	20,662	11,064	-167,024	10,115
3.1.2	Neto povećanje finansijskih obaveza	574,167	401,438	482,350	336,926	374,602	630,338	204,543	494,448
3.2	Portfolio investicije, neto (=aktiva-obaveze)	-191,307	-148,635	24,697	-41,992	-84,386	-116,275	4,439	-26,208
3.2.1	Neto povećanje finansijske aktive	3,087	14,245	20,108	37,851	66,573	-13,689	54,287	-9,710
3.2.2	Neto povećanje finansijskih obaveza	194,394	162,880	-4,589	79,842	150,959	102,586	49,847	16,498
3.3	Finansijski derivati, neto (=aktiva-obaveze)	0	0	0	0	0	0	0	0
3.3.1	Neto povećanje finansijske aktive	0	0	0	0	0	0	0	0
3.3.2	Neto povećanje finansijskih obaveza	0	0	0	0	0	0	0	0
3.4	Ostale investicije, neto (=aktiva-obaveze)	94,007	104,132	-73,577	-84,378	63,609	360,542	-323,060	-263,364
3.4.1	Neto povećanje finansijske aktive	78,460	91,610	107,426	-50,753	47,198	353,338	-139,929	117,296
3.4.2	Neto povećanje finansijskih obaveza	-15,547	-12,522	181,003	33,626	-16,411	-7,204	183,131	380,660
3.5	Rezerve cbcg	16,585	-114,323	44,621	77,389	118,391	125,670	160,578	97,891
4	Neto greške i omaške (3-2-1)	2,389	-62,533	12,866	7,588	172,810	152,488	111,582	15,685

Izvor: CBCG

Tabela br. 1 daje sublimaciju informacija o platnom bilansu Crne Gore u prethodnih sedam godina. Iz nje je moguće izvesti mnogo zaključaka o stabilnosti i stepenu ekonomskog razvoja, te posljedično o sveukupnom stanju u zemlji.

Na osnovu tabele 1 kreiran je grafik 1 koji prikazuje kretanje podračuna platnog bilansa Crne Gore.

Grafikon 1, Kretanje podračuna platnog bilansa CG



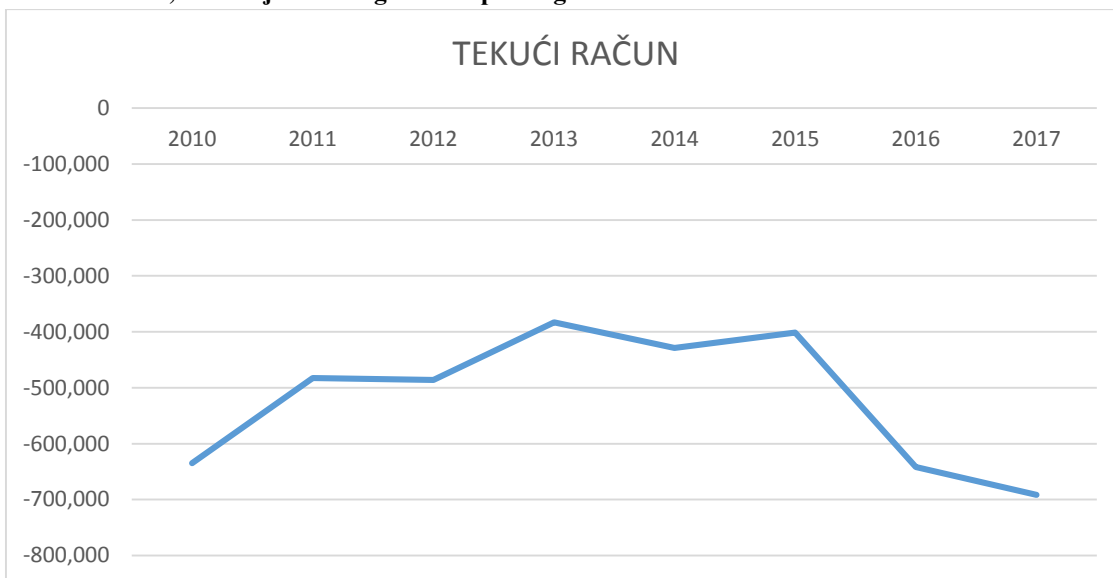
Izvor: Kalkulacija autorke

Kategorije, odnosno podračune platnog bilansa Crne Gore, i njihovo kretanje teško je nominalno determinisati sa grafikona 1, pošto su međusobna odstupanja od prosječnih vrijednosti velika, pa izgleda kao da kapitalni račun oscilira oko nule. Stoga je svaka od kategorija prikazana po godinama, u vidu grafičkih prikaza broj 2, 3, 4, 5 i 6.

Na grafikonima 3 i 4 dat je uvid u kretanje kapitalnog i finansijskog kretanja bilansa plaćanja za period 2010. do 2017. godine.

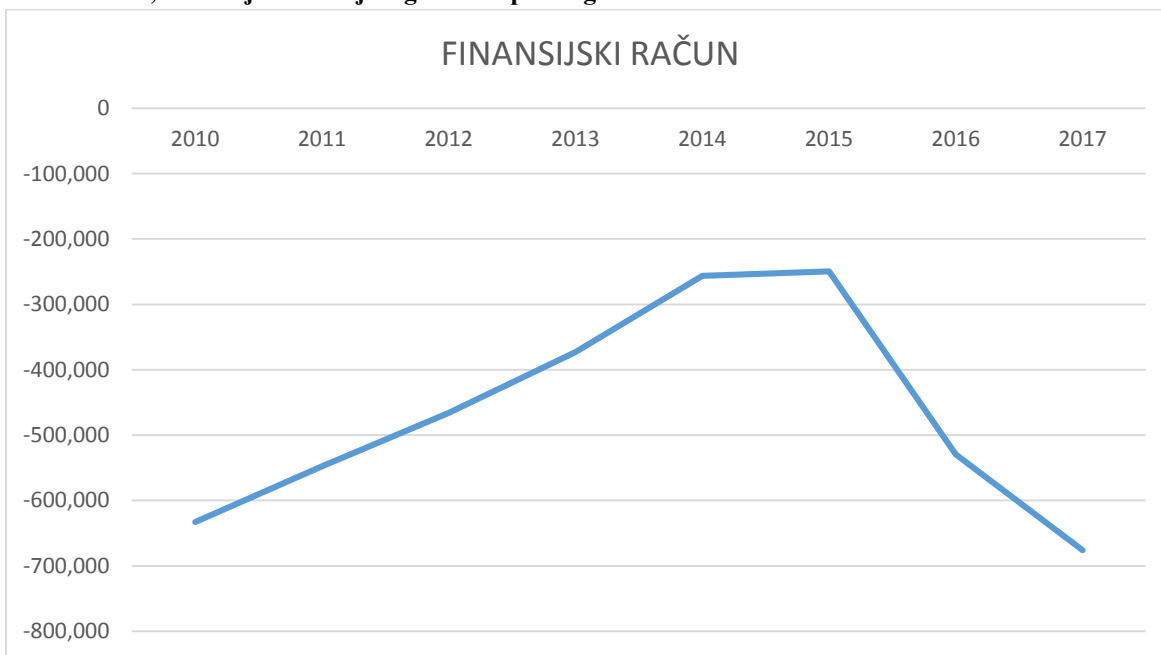
Grafikon broj 3 daje prikaz kretanja na finansijskom računu platnog bilansa Crne Gore i uvid u snižavanje njegovog deficita u periodu između 2014. i 2015. godine. Razlog ovog snižavanja može se naći u emisiji državnih obveznica koje su emitovane 27.02.2014 (Serija: GB1-2014) u iznosu od €100 miliona. Obveznice su, kao nestandardni vid štednje aktera privrede potpomogle stanju deficita na finansijskom računu platnog bilansa Crne Gore.

Grafikon 2, Kretanje Tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore



Izvor: Kalkulacija autorke

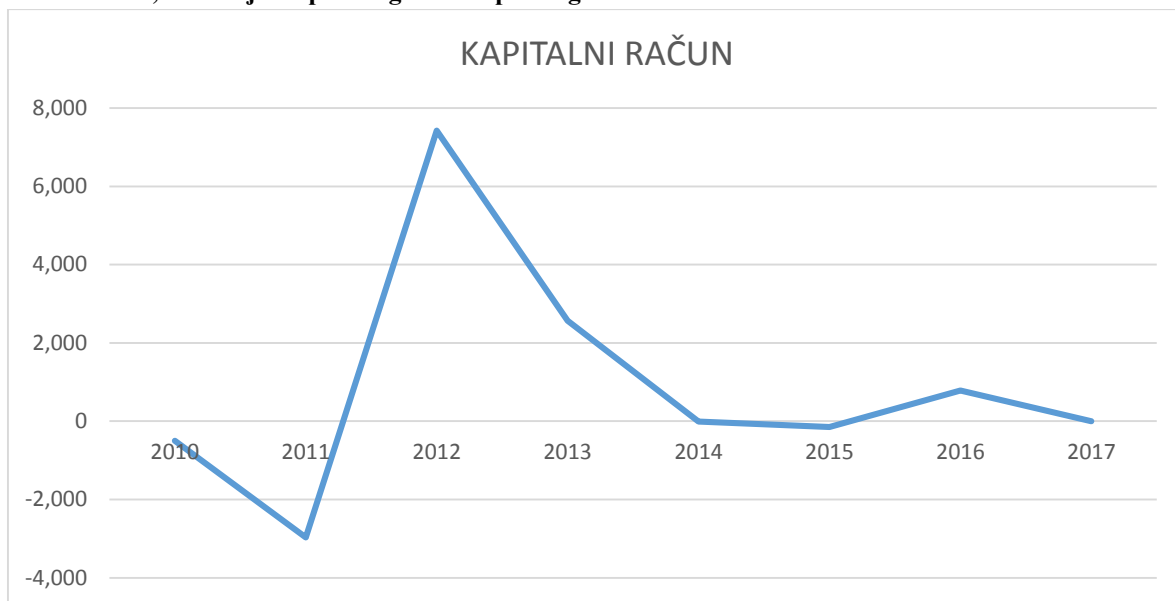
Grafikon 3, Kretanje Finansijskog računa platnog bilansa Crne Gore



Izvor: Kalkulacija autorke

Ono što je takođe doprinijelo skoku iz 2014. pored navedenog razloga jeste činjenica da, kako se navodi na zvaničnoj internet stranici CBCG, od juna 2014. podaci platnog bilansa Crne Gore kompiliraju se u skladu sa inoviranom metodologijom MMF-a BPM6.

Grafikon 4, Kretanje Kapitalnog računa platnog bilansa Crne Gore



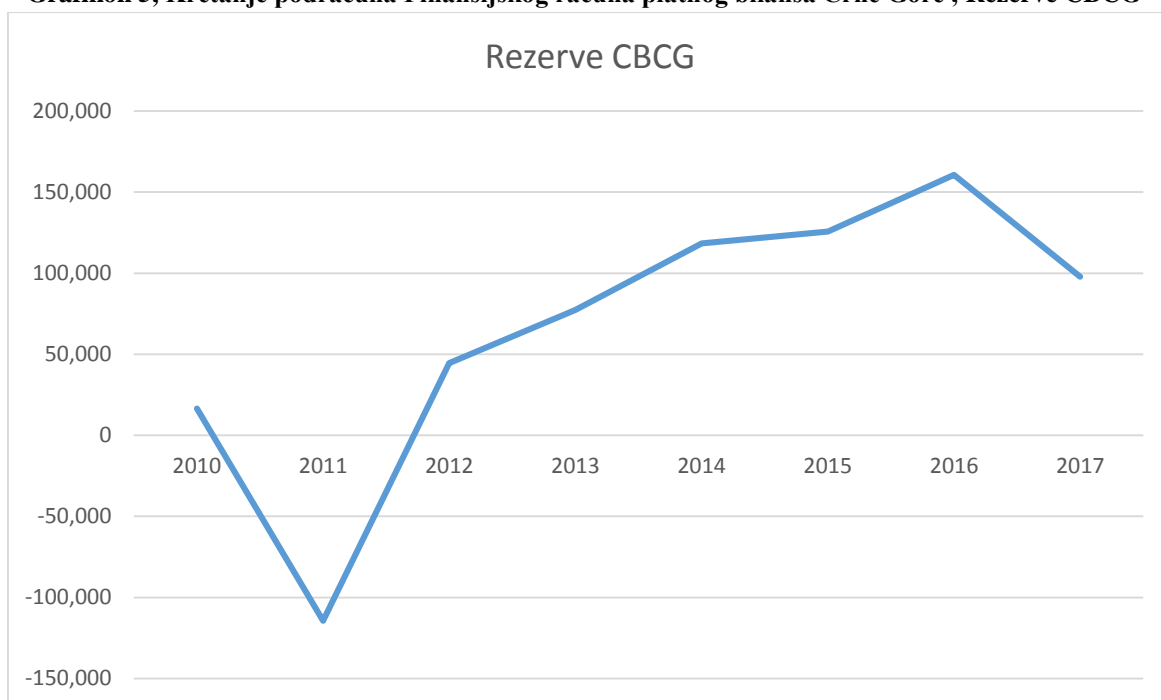
Izvor: Kalkulacija autorke

Na grafikonu broj 4 vidljiv je skok u kretanju salda kapitalnog računa platnog bilansa Crne Gore u periodu oporavka od ekonomske recesije, koji se dogodio u periodu od sredine 2011. do prve polovine 2013. godine.

Analizom svakog od podračuna bilansa plaćanja na primjeru Crne Gore, evidentno je kako vrijednost nijednog od njih nije blizu nule. Tekući račun ove zemlje je u posmatranom periodu (2010. – 2017.) varirao od minus €383 miliona do minus €692 miliona. Najvišu vrijednost (najmanju negativnu vrijednost) saldo je na ovom računu imao 2012. godine, što odgovara periodu oporavka od ekonomske krize, koja je Crnu Goru zadesila sa izvjesnim kašnjenjem u odnosu na ostatak svijeta i, kako direktno, tako i posredno i to u značajnijoj mjeri kroz efekte preliivanja (*“spill-over”*) na međunarodnoj ekonomskoj sceni. Objašnjenje ovakvog trenda kretanja je dosežno, i moguće ga je iznaći u sljedećem: pošto je sa oporavkom ekonomije od udara koji je na nju imala pomenuta ekonomska kriza, crnogorski faktori proizvodnje (radna snaga, kapital) su počeli da se oporavljaju po pitanju cijene, postižući na taj način opet izvjestan, prethodno oboren nivo konkurentnosti na tržištu rada, i zemlja je, u odnosu na prethodni period, u određenoj mjeri, povećala izvoz u odnosu na uvoz. Viši stepen rasta izvoza u odnosu na uvoz, bio je u domenu usluga, od kojih je najviši rast imao turistički sektor, odnosno usluge koje se odnose na turizam.

Kretanja na kapitalnom i finansijskom računu komplementarna su sa smjerom kretanja (ali ne i njihovim predznakom) na tekućem računu, pošto, sumarno, tekući na jednoj, a kapitalni i finansijski račun na drugoj strani, treba da teže balansu.

Grafikon 5, Kretanje podračuna Finansijskog računa platnog bilansa Crne Gore , Rezerve CBCG



Izvor: Kalkulacija autorke

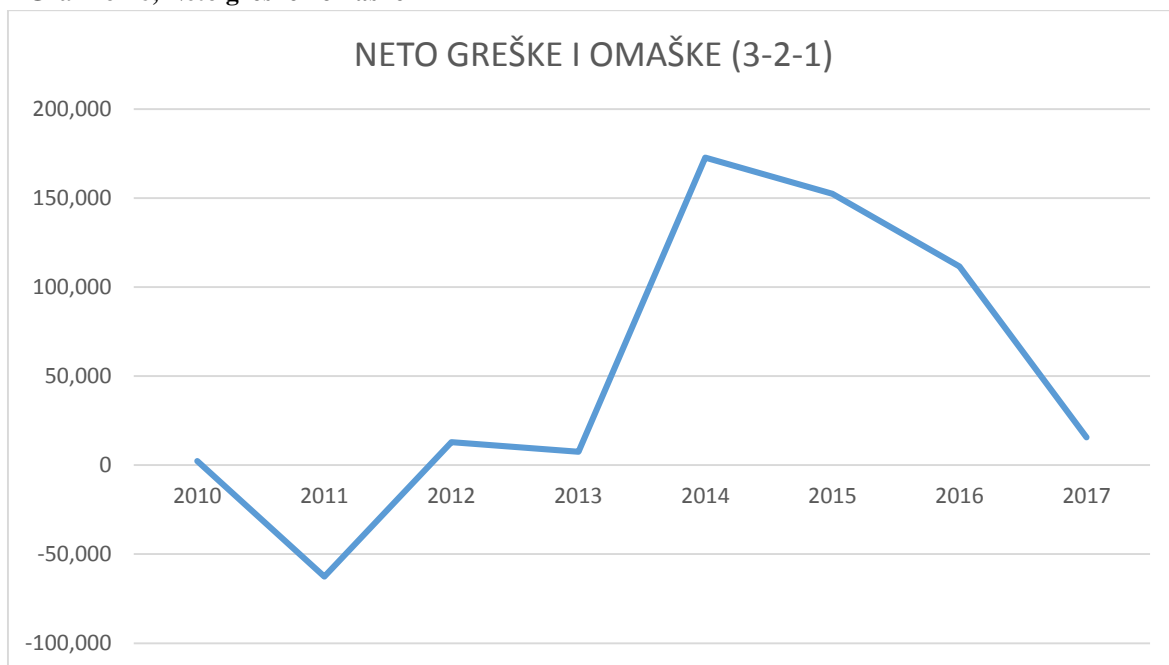
Shodno Zakonu o Centralnoj banci Crne Gore, “rezerve Centralne banke se sastoje iz opštih, specijalnih i revalorizacionih rezervi. Opšte rezerve se koriste za pokriće gubitaka u poslovanju Centralne banke i povećanje osnovnog kapitala Centralne banke. Centralna banka može, nakon konsultacija sa Vladom, formirati specijalne rezerve koje se koriste za pokriće određenih konkretnih troškova u poslovanju. Centralna banka uspostavlja i vodi račun revalorizacionih rezervi za pokriće nerealizovanih rashoda po osnovu valuta koje nijesu euro, zlata, hartija od vrijednosti i drugih sredstava.”

Razlog smanjenja stope obaveznih rezervi (jednog od osnovnih instrumenata centralnih banaka, a svakako i najvažnijeg za Centralnu banku Crne Gore) koji je primjetan u 2010. godini na grafiku 5, je u stimulišućoj politici Centralne banke Crne Gore prema komercijalnim bankama u zemlji, a koju je CBCG tada preduzela sa ciljem oporavka bankarskog sistema. Naime, Centralna banka Crne Gore je snižavanjem stope obaveznih rezervi, željela da podigne ukupnu bankarsku aktivnost na viši nivo i na taj način, u određenoj mjeri sanira efekte finansijske krize, postižući multiplikativni efekat na srednji i duži rok.

U jednoj od izjava zvaničnika CBCG rečeno je sljedeće:”U tekućim uslovima, kada je jedan od ključnih izazova kako ponovo pokrenuti kreditnu aktivnost, mnogo je povoljnija situacija da banke povećavaju pozajmice iz inostranstva, nego da iznose depozite iz Crne Gore i da ih plasiraju u inostranstvo. CBCG će svakako pomno

pratiti situaciju i ukoliko pozajmljivanje iz inostranstva postane preobimno i da može uticati na obim kredita, preduzećemo korektivne mjere.”

Grafikon 6, Neto greške i omaške



Izvor: Kalkulacija autorke

U pogledu kategorije platnog bilansa pod nazivom „neto greške i omaške” (eng. *Net Errors And Omissions*), crnogorski platni bilans izuzetno je specifičan. Po autorima Žugić, Ozer i Tomas-Miskin (2018), platnobilansna kategorija „neto greške i omaške” podrazumijeva sve transakcije koje iz nekog razloga ili nijesu ušle u kalkulaciju ili su bile neprimjereno, odnosno, nepravilno izmjerene. U slučaju platnog bilansa Crne Gore kategorija „neto greške i omaške” obuhvata značajan broj transakcija i stoga ima veliku vrijednost u tumačenju finalnog rezultata obračuna platnog bilansa. Kako su objasnili pomenuti autori, navedeni fenomen se djelimično može objasniti sljedećim:

- Ne postoje precizne informacije o tome koja je količina novca u opticaju (*MO*) u Crnoj Gori, s obzirom na to da CBCG nema funkciju štampanja sopstvene valute, već „uvozi“ euro. Ono što je dostupno jeste aproksimacija valute u opticaju koja je urađena uz ekspertsku pomoć stručnog kadra Međunarodnog Monetarnog Fonda. Posljednja dostupna precizna informacija o „*MO*“ datira iz vremena konvertovanja privrede iz upotrebe dinara na upotrebu tadašnje nove valute (njemačke marke), što se vezuje za početak XXI vijeka. Od tada je pitanje egzaktne količine novca u opticaju (*MO*) u Crnoj Gori, otvoreno. Centralna banka Crne Gore koristi, za svoje

potrebe, aproksimaciju nivoa „*MO*“, što utiče na nivo platnobilansne kategorije „neto greške i omaške“;

- Kao što je iz tabela i prikaza ovog poglavlja moguće primijetiti, podračun „usluga” u kojem dominiraju turističke, jedini je podračun tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore sa suficitom, iz godine u godinu za čitav posmatrani period (2005-2017). To opravdava izjavu da je turizam, istorijski posmatrano, jedan od najvažnijih i svakako najveći generator razvoja crnogorske privrede i rasta crnogorskog BDP-a. Ipak, zemlja se suočava sa poteškoćama u pogledu mjerenja prihoda nastalog od turističkog sektora. Razlozi su, kako nekompletne ili zastarjele informacije, tako i izbjegavanje prijavljivanja broja turista i broja noćenja (koja nastaju zbog izbjegavanja plaćanja poreskih obaveza nastalih po tom osnovu). Podaci na kojima se baziraju informacije o prihodima nastalim po osnovu turizma („izvoza turističkih usluga”) su estimacije koje mogu da se dalje analiziraju i/ili izmijene. Kao rezultat, i ova kategorija ima značajan uticaj na prikazani nivo „neto greški i omaški”, i analogno tome, posljedično i na sveukupni platni bilans.
- Pretpostavlja se, takođe, da se dio transakcija koje u suštini čine strane direktne investicije u dobra, statistički računava kao uvoz;
- Postoje i drugi razlozi za zastarjele ili nedostajuće podatke koje su autori Žugić, Ozer i Tomas-Miskin (2018) pomenuti gore označili kao “ostali razlozi”.

Sumarno, ono što visok nivo „neto greški i omaški“ govori, jeste da deficit na tekućem računu, u ekonomskoj realnosti i nije toliko visok kolikim se on to „na papiru“ čini, što nam potencijalno otvara opcije za uravnotežavanje platnog bilansa, ne samo kroz aktivnosti na kapitalnom i finansijskom računu, već i intenzivniji rad na što preciznijem i realnijem prikazivanju svakog od podračuna tekućeg računa platnog bilansa, ali i dodatan rad na suzbijanju sive zone ekonomske aktivnosti u zemlji, ne bi li se što realnije prikazao deficit tekućeg računa, koji je, dakle, u stvarnosti manji nego što djeluje kad se analiziraju javno dostupni podaci o platnom bilansu Crne Gore.

To bi ujedno bila i jedna od preporuka rada, od potencijalnog značaja za strategiju zaduživanja zemlje kod internih ili eksternih izvora. Naime, od značaja je iznalaženje što boljih alatki i metodologija za prikazivanje realnog stanja ekonomije (čiji je jedan od elementarnih mjernih parametara upravo suficit, odnosno deficit tekućeg računa platnog bilansa) i to iz više razloga, od kojih su samo neki sistematski nabrojani:

Omogućavanje svim zainteresovanim stranama:

- Realniju, informativnu sliku o stanju crnogorske privrede;
- Informaciju o stepenu konkurentnosti realne ekonomije (što je trenutno jedna od najvećih ranjivosti crnogorske privrede);
- Snižavanje deficita (prema sadašnjim pretpostavkama) tekućeg računa platnog bilansa;
- Smanjivanje iznosa neophodnog za „pokrivanje“ deficita tekućeg računa platnog bilansa, te smanjivanje apsolutnog iznosa na kapitalnom i finansijskom računu;
- Uz smanjen iznos koji je potrebno pozajmiti da bi se „uravnotežio“ platni bilans, sama cijena zaduživanja bi se smanjila;
- Omogućavanje uvođenje većeg dijela privrede iz sive zone u realne ekonomske tokove, što posljedično vodi povećavanju oporezive zone privrede i samim tim, uz pretpostavku neizmijenjenih poreskih stopa za različite djelove privrede, povećanje u nivou naplaćenih poreskih prihoda i osnaživanje godišnjeg državnog budžeta.

Pored ključnih navedenih, brojne su i druge potencijalne pozitivne reperkusije detaljne analize kategorije „neto greške i omaške“ i realnijeg prikazivanja svih podračuna tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Stoga je to potencijalno plodonosna tema budućih istraživanja iz navedene oblasti, za ekonomiju Crne Gore.

2.3.1 Determinante deficita tekućeg računa - teorijska podloga

Po definiciji IMF-a (2018³), tekući račun kao dio platnog bilansa prikazuje tokove dobara i usluga, primarnog dohotka i sekundarnog dohotka među rezidentima i nerezidentima.

Prema drugim autorima, poput Borisa Kilibarde (2011) deficiti tekućeg računa kumulirani tokom dužeg niza godina zahtijevaju konstantne izvore finansiranja kroz neto prilive stranih direktnih investicija, portfolio investicija, zatim kroz kreditne transakcije ili na račun smanjivanja deviznih rezervi zemlje.

Prethodna teza, posljedično, može značiti da se za zemlje koje duži vremenski period svoje deficite tekućeg računa platnog bilansa finansiraju pretežno oslanjajući se na prilive po osnovu stranih direktnih investicija, može sa sigurnošću tvrditi da njihove ekonomije podliježu značajnom stepenu zavisnosti o strane direktne investicije, što dovodi u pitanje stabilnost i održivost ekonomskog rasta koji je proistekao iz stranih direktnih investicija tih zemalja.

Kako ističu Dragaš i Nicović (1986), deficit tekućeg računa platnog bilansa može da se ponavlja samo do momenta do kog je njegovo finansiranje moguće, što služi kao potvrda prethodno istaknute tvrdnje. Inostrani kapital ne bi, po ekonomski održivoj logici, trebalo da služi isključivo u svrhu finansiranja deficita tekućeg računa, već za razvijanje stabilnog i samoodrživog sistema i jačanja svih njegovih elemenata. Pitanje koje logično proističe iz ovih tvrdnji jeste: da li su zemlje koje se suočavaju sa deficitom tekućeg računa na pragu da podlegnu, odnosno da li već podliježu ekonomskim krizama? U istraživanju koje je Kilibarda (2011) sproveo odgovor na to pitanje je negativan jer mnoge od zemalja koje već izvjestan niz godina bilježe deficite na tekućim računima, i to iznad 5% BDP-a, pokazuju visok stepen ekonomske stabilnosti, održivosti i solidne procenat godišnjeg ekonomskog rasta. To su zemlje poput Španije, Turske, SAD-a, Estonije, Slovačke, Rumunije, Bugarske i slično. Oslanjajući se na slična istraživanja jasno je kako „platnobilansna kriza“ predstavlja termin koji suštinski nije od ekonomske, već prije od političke važnosti. Argument koji služi kao potpora ovakvoj tvrdnji jeste upravo stepen stabilnosti i zavidan stepen razvijenosti kakvu imaju prethodno nabrojane zemlje. Kilibarda ističe kako treba, međutim, uzeti u obzir da za razliku od ovog tipa deficita, budžetski deficit sa svojom pojavom nosi visok stepen rizika da zemlja nije u mogućnosti izmirivanja obaveza (države) prema inostranstvu i da se upravo u tome ogleda prava platnobilansna kriza. Istraživanje i rezultati istraživanja, koji slijede nakon sumiranja definicija koje se odnose na budžetski deficit i njegovu

³ Visited on 21/10/2018

povezanost sa deficitom tekućeg računa platnog bilansa, iznijeti su u nastavku rada, u poglavlju broj tri koje se tiče metodološkog osnova analize teorijske koncepcije o blizanačkom deficitu.

Šta je to što uzrokuje deficit tekućeg računa platnog bilansa? Kako se može i očekivati, odgovor nije ni najmanje jednostavan. Na primjeru SAD-a to je dokazao Mankiw u sprovedenoj sudiji slučaja (Mankiw, 2010) o uzrocima deficita tekućeg računa SAD-a pod nazivom „Šta je izazvalo trgovinski deficit u SAD-u“ (eng. *What Caused Usa Trade Deficit*). Mankiw na postavljeno pitanje ne nalazi jedinstven odgovor.

Deficit na tekućem računu platnog bilansa balansira se kapitalnim i finansijskim računima. Naime, kapitalni račun uključuje sve nezvanične tokove finansijskih sredstava. Kapitalni primici se bilježe na potražnoj strani, kapital (ili novac) ulazi u zemlju, dok se iz zemlje „izvoze“ finansijska sredstva (tako što se ili povećavaju obaveze ka inostranstvu ili snižava nivo sredstava prethodno dobijenih iz inostranstva). Kapitalni izdaci se bilježe na dugovnoj strani – kapital (ili novac) napušta zemlju, a zemlja „uvozi“ finansijsku aktivu tako što povećava sredstva zemlje koja su kupljena u inostranstvu ili tako što snižava svoje obaveze prema inostranstvu (Wright.edu, 2018).

Kako kaže Kilibarda (2011) transakcije koje se bilježe na kapitalno-finansijskom računu predstavljaju prenos dijela već stvorenog dohotka u obliku štednje iz jedne zemlje u drugu. Tekuće transakcije povećavaju obim svjetskog dohotka, dok kapitalno-finansijske transakcije samo evidentiraju preraspodjelu njegovog dijela. U platnom bilansu, kao tekuće transakcije, evidentiraju se sve transakcije robom, uslugama, faktorski dohoci, kao i jednostrani transferi.

Isti autor ističe kako deficiti tekućeg računa kumulirani tokom dužeg niza godina zahtijevaju konstantne izvore finansiranja kroz neto prilive stranih direktnih investicija, portfolio investicija, zatim kroz kreditne transakcije ili na račun smanjivanja deviznih rezervi zemlje.

Što se tiče finansijskog računa platnog bilansa Crne Gore, on se sastoji od sljedećih podračuna prikazanih na tabeli broj 2 u nastavku.

Finansijski račun platnog bilansa Crne Gore, suštinski pokazuje izvore finansiranja deficita na tekućem računu platnog bilansa ove zemlje.

Tabela 2, Finansijski račun platnog bilansa Crne Gore

FINANSIJSKI RAČUN, neto (=aktiva-obaveze)****	
A	Neto Povećanje Finansijske Aktive
B	Neto Povećanje Finansijskih Obaveza
3.1	Direktne investicije, neto (=aktiva-obaveze)
3.1.1	Neto povećanje finansijske aktive
3.1.2	Neto povećanje finansijskih obaveza
3.2	Portfolio investicije, neto (=aktiva-obaveze)
3.2.1	Neto povećanje finansijske aktive
3.2.2	Neto povećanje finansijskih obaveza
3.3	Finansijski derivati, neto (=aktiva-obaveze)
3.3.1	Neto povećanje finansijske aktive
3.3.2	Neto povećanje finansijskih obaveza
3.4	Ostale investicije, neto (=aktiva-obaveze)
3.4.1	Neto povećanje finansijske aktive
3.4.2	Neto povećanje finansijskih obaveza
3.5	Rezerve CBCG

Izvor : CBCG

Direktne investicije, prema Wright-edu elektronskoj enciklopediji (2018) predstavljaju međunarodne tokove kapitala između jedinica kompanije lociranih u različitim državama. Ukoliko investitor nema menadžment kontrolu, međunarodne investicije u akcije i obveznice se obično zovu i portfolio investicije. Međunarodni zajmovi i depoziti u bankama su ostali kapitalni tokovi koji su uključeni u kapitalni račun platnog bilansa.

Važan segment platnog bilansa svake zemlje, pa i Crne Gore čine zvanične međunarodne rezerve. Monetarni autoritet zemlje (Centralna Banka Crne Gore u slučaju Crne Gore) ima nadležnost nad ovim transakcijama.

Na zvaničnom sajtu Centralne banke Crne Gore (2019) objavljeno je da međunarodne rezerve predstavljaju „sva potraživanja od nerezidenata koja su na raspolaganju Centralnoj banci Crne Gore“. Donijetim podzakonskim aktima obezbjeđuje se da Centralna banka upravlja međunarodnim rezervama na način koji je usklađen sa monetarnom politikom i kojim se obezbjeđuje nesmetano ispunjenje obaveza Crne Gore prema inostranstvu, uz rukovođenje načelima likvidnosti i sigurnosti ulaganja.

Ovim aktima utvrđena je investiciona strategija za upravljanje međunarodnim rezervama, oblici i načela upravljanja međunarodnim rezervama, pri čemu je zauzet oprezniji pristup za upravljanje međunarodnim rezervama od okvira utvrđenog Zakonom o Centralnoj banci Crne Gore. Utvrđen je i okvir za ograničavanje izloženosti rizicima pri upravljanju međunarodnim rezervama, i to: kreditnom riziku, riziku likvidnosti, riziku kamatne stope, valutnom riziku i operativnom riziku.

Donijetim podzakonskim aktima (dana 28. 03. 2011. godine) određeno je da Centralna banka, pri upravljanju međunarodnim rezervama, može otvarati račune kod stranih centralnih banaka, međunarodnih finansijskih institucija ili kod stranih (komercijalnih) banaka i kod njih plasirati sredstva, kupovati i/ili prodavati sredstva plaćanja koja nisu euro na tržištu valuta (FX tržištu), kupovati i prodavati zlato, kupovati i prodavati hartije od vrijednosti, kao i kupovati i prodavati novčanice i kovani novac.

U vezi sa načinom upravljanja međunarodnim rezervama, uređena je i podjela ovlašćenja i odgovornosti pri upravljanju međunarodnim rezervama, što je i preporuka međunarodnih finansijskih institucija i standard prihvaćen u praksi centralnih banaka zemalja članica Evropske unije i većine drugih centralnih banka. S tim u vezi, ovim aktima je određeno da se, radi obezbjeđivanja integriteta, ograničavanja rizika i efikasne kontrole pri upravljanju međunarodnim rezervama, u Centralnoj banci uspostavlja određena hijerarhijska organizaciona struktura, sa tačno utvrđenim nadležnostima (Savjet Centralne banke, guverner, Investicioni komitet i zaposleni ovlašćeni za upravljanje međunarodnim rezervama).

U Izvještaju o stabilnosti finansijskog sistema za 2017. godinu, koji je 2018. godine publikovala CBCG, na temu kretanja deficita tekućeg računa i njegovom finansiranju rečeno je sljedeće: Saldo tekućeg računa u 2017. godini iznosio je - 799,3 miliona eura, odnosno 18,9% BDP-a, što je porast u odnosu na 715 miliona eura, odnosno 18,1% BDP-a iz 2016. U strukturi, ovaj deficit generisan je negativnim saldonom na računima roba koji je iznosio 1,86 milijardi eura (naspram 1,66 milijardi eura iz 2016), čije produbljanje pozitivna salda na drugim podračunima tekućeg računa nijesu uspjela da nadomjeste. Porast deficita računa roba dominantno je ostvaren usljed porasta robnog uvoza sa dvije na 2,24 milijarde eura, što predstavlja donekle očekivani rast robnog deficita imajući u vidu realizaciju značajnih infrastrukturnih projekata. Kao i u prethodnim godinama, deficit je primarno finansiran stranim direktnim investicijama, čiji je neto priliv u 2017. godini iznosio 474,3 miliona eura, odnosno 11,2% BDP-a. Pored toga, istorijski gledano, permanentan deficit tekućeg računa finansirao se i kroz strane portfolio investicije i ostale strane investicije, koje imaju izrazito dužnički karakter. Takođe, i dio direktnih stranih investicija čine dužnički instrumenti (interkompanijski dug), tako da je „druga strana“ deficita tekućeg računa zapravo akumulacija spoljnog duga Crne Gore i to svih rezidentnih sektora, ne samo državnog, iako je državni spoljni dug najkarakterističniji.

2.4 Tekući račun i determinante tekućeg računa Crne Gore

2.4.1. Teorijsko određivanje determinanti tekućeg računa Crne Gore

Kako navode Fabris i Kilibarda (2008), karakteristike zemalja centralne i istočne Evrope, koje uobičajeno važe za zemlje sa manje razvijenijim ekonomijama u poređenju sa zemljama zapadne Evrope, su: „visok nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa kao i visok nivo stranih direktnih investicija“. Takav je i slučaj Crne Gore.

U postojećim teorijskim pregledima literatura, dakle, donekle postoji saglasje o tome kako je jedna od pojava u manje razvijenim odnosno nerazvijenim zemljama – postojanje eksterne neravnoteže, koja se najbolje ogleda upravo u deficitu tekućeg računa platnog bilansa. Međutim, važno je napomenuti, nadovezujući se na prethodnu tvrdnju, kako je ovo najčešće slučaj sa zemljama koje imaju otvorenu privredu za razmjenu sa inostranstvom, odnosno globalnim tržištem.

Pregled sa poređenjem liste od 198 zemalja svijeta koji je načinio „Index mundi“ na svojoj zvaničnoj internet stranici, svrstava Crnu Goru, po pitanju balansa tekućeg računa platnog bilansa na 124. mjesto. Interesantan je i nalaz kako su Sjedinjene Američke Države, na posljednjem mjestu na ovoj listi. SAD nije jedina razvijena zemlja koja je na navedenoj listi „loše“, to jest, nisko rangirana, tu su još i: Ujedinjeno Kraljevstvo (pretposljednja zemlja na listi), zatim Kanada, Turska, Francuska, Australija, što je vidljivo na slikama 1, 2 i 3. Ovakav nalaz, mora biti uzet u obzir prilikom zaključivanja sljedećeg:

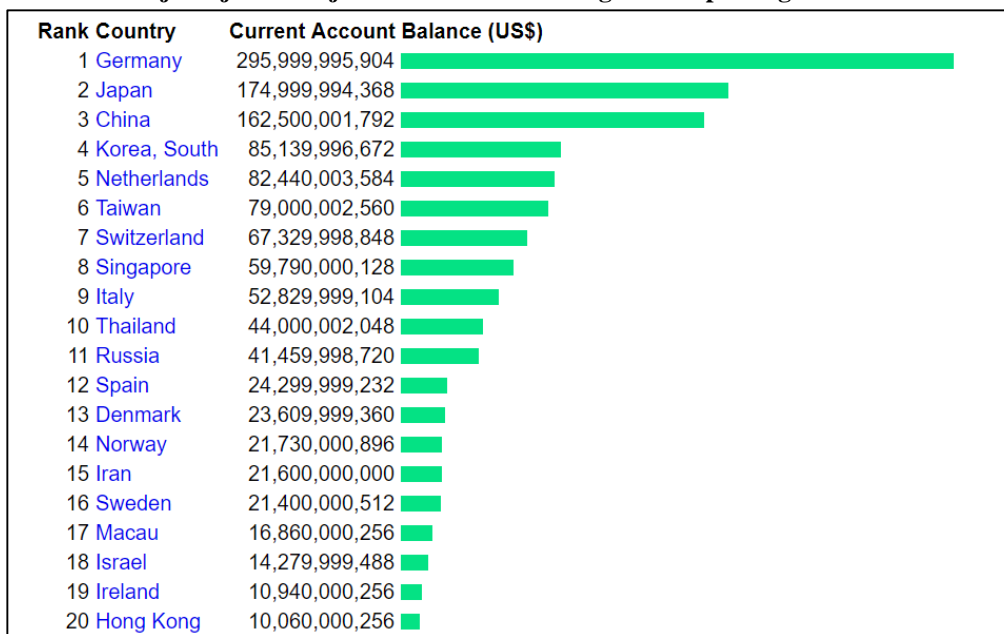
- Nijesu eksterne neravnoteže odrednica isključivo nerazvijenih zemalja;
- Nijesu sve nerazvijene zemlje u stadijumu eksterne neravnoteže.

Prvi od dva navedena zaključka izveden je iz navedene pozicije snažnih ekonomskih sistema (slika 1) koje imaju rekordno visoke deficite na tekućim računim platnih bilansa, dok je drugi zaključak povezan sa pretpostavkom da postojanje ili nepostojanje eksterne neravnoteže zavisi od toga da li zemlja jeste ili nije otvorena za trgovinsku komunikaciju sa inostranstvom, pošto je tradicionalno, za sve posmatrane zemlje, najznačajniji element disbalansa na tekućem računu značajno veliki jaz između uvoza i izvoza.

U nastavku teksta slijede pomenute slike koje sadrže dio liste zemalja koje su rangirane po veličini disbalansa (u američkim dolarima). Spisak koji je u nastavku, a

koji čini samo dio liste koja se, kompletirana, nalazi u dodatku rada, sadrži dvadeset najbolje rangiranih zemalja, poziciju Crne Gore, kao i dvadeset najgore rangiranih zemalja prema objašnjenom kriterijumu.

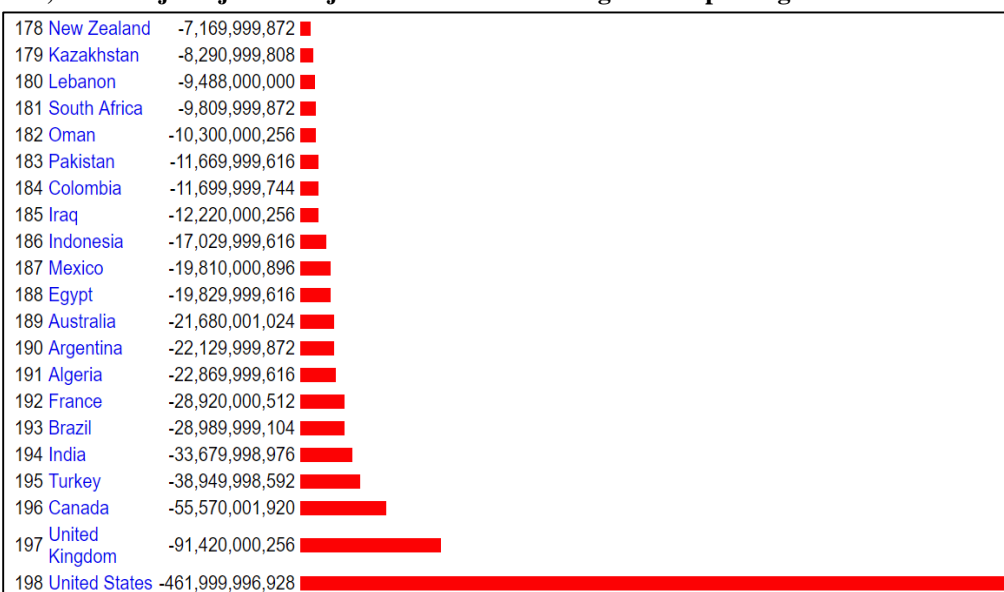
Slika 1: 20 zemalja svijeta sa najvećim suficitom tekućeg računa platnog bilansa



Izvor: Index mundi; podaci preuzeti sa: CIA World Factbook (od 1. januara 2018)

Slika broj 1 kako je u nazivu navedeno, daje spisak 20 zemalja svijeta sa najvećim suficitom tekućeg računa platnog bilansa, dok naredna prikazuje „najgore“ pozicionirane zemlje, to jest 20 zemalja svijeta sa najvećim deficitom tekućeg računa platnog bilansa

Slika 2, 20 zemalja svijeta sa najvećim deficitom tekućeg računa platnog bilansa



Izvor: Index mundi; podaci preuzeti sa: CIA World Factbook (od 1. januara 2018)

Slika broj 3 daje poziciju Crne Gore (zaokruženu) na navedenoj listi:

Slika 3, Crnogorska pozicija među zemalja svijeta u pogledu nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa

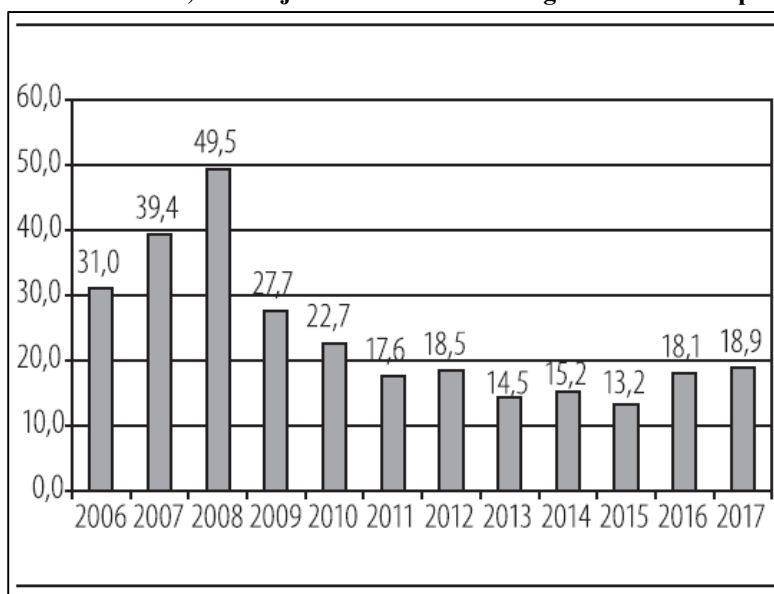
115	Kosovo	-738,000,000	|
116	Lithuania	-747,000,000	|
117	Bosnia and Herzegovina	-752,000,000	|
118	Maldives	-779,000,000	|
119	Equatorial Guinea	-806,000,000	|
120	Kyrgyzstan	-817,000,000	|
121	Senegal	-817,000,000	|
122	Sierra Leone	-822,000,000	|
123	Benin	-822,000,000	|
124	Montenegro	-889,000,000	|
125	Rwanda	-905,000,000	|
126	Honduras	-917,000,000	|
127	Zambia	-918,000,000	|
128	Namibia	-921,000,000	|
129	Burkina Faso	-947,000,000	|
130	Venezuela	-947,000,000	|
131	Mali	-1,045,000,000	|
132	Cameroon	-1,095,000,064	|
133	Nicaragua	-1,154,000,000	|
134	Cote d'Ivoire	-1,160,999,936	|
135	Dominican Republic	-1,192,000,000	|
136	Albania	-1,200,999,936	|

Izvor: Index mundi; podaci preuzeti sa: CIA World Factbook (od 1. januara 2018)

Prilikom komentarisanja gore prikazanog rangiranja zemalja treba biti oprezan i uvažiti činjenicu da su podaci prikazani u apsolutnim iznosima, a ne kao procenat od BDP-a. Stoga, ne bi bilo validno poređenje pozicije Crne Gore u odnosu na ostale zemlje sa Balkana koje imaju približno sličan nivo razvoja privrede, makar u odnosu na ostale zemlje, niti konstatacija da je pozicija Crne Gore unekoliko bolja u odnosu na pozicije Srbije i Albanije, dok je u nepovoljnijoj poziciji u odnosu na Hrvatsku (32. na spisku), Makedoniju (91. na spisku), Kosovo (115. na spisku) ili Bosnu i Hercegovinu (117. na spisku). Ono što je pak moguće ustvrditi do sada, jeste da ekonomski snažnije privrede prirodno imaju veći apsolutni nivo deficita u USD.

Najbolji sumarni prikaz kretanja deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore dat je u radu Žugić, Ozer-a i Tomas-Miskin (2018) u kome su analizirani uzroci kretanja i nivoa deficita tekućeg računa zemlje, sa prikaza ispod teksta, za period od 2006. do 2017. godine.

Grafikon 7, Kretanje nivoa deficita tekućeg računa bilansa plaćanja



Izvor: CBCG

U radu naučnika Žugić, Ozer-a i Tomas-Miskin (2018) dat je sumaran prikaz i objašnjenja kretanja sa grafikona broj 7. Posmatrani period, je, kao što je sa grafika moguće zaključiti, period od 2006. do 2017. godine. U tom vremenskom okviru analizirano je kretanje deficita na tekućem računu uz prateća objašnjenja, koja se uglavnom baziraju na identifikaciji uzorka nivoa deficita u određenom periodu.

Naime, prvo je potrebno objasniti da je za posmatranje uzet navedeni period, pošto je za crnogorsku ekonomiju, bez ekstrapolacije podataka (kojom se, autorka ovog istraživanja nije služila, pošto bi to umnogome narušilo naučni značaj rezultata i kredibilnost samih podataka zbog izuzetno visokog stepena aproksimacije koji bi morao biti korišćen) moguće dobiti egzaktne podatke samo za period nakon zvaničnog proglašenja nezavisnosti Crne Gore od Srbije, odnosno za period od 2006.⁴ godine nadalje. Mnogo događaja, koji bi se mogli protumačiti kao ekonomski pozitivni, desilo se u periodu nakon proglašenja nezavisnosti, i to u od velikog značaja za ekonomski sistem zemlje.

U periodu od 2006-2007. godine došlo je do rasta pariteta kupovne moći stanovnika Crne Gore. Uslijedio je i rast stranih direktnih investicija, zatim je država počela da generiše dvocifreni procentualni rast prihoda od turizma, itd. Sve ove aktivnosti pozitivno su se odrazile na platni bilans zemlje, što se iz grafika iznad vidi kroz rast u 2007. i 2008. godini.

⁴ Zvaničan Dan nezavisnosti Crne Gore je 21. maj 2006. godine

Kako kažu Fabris, Vukajlović-Grba, Radunović i Janković (2004): “potreba za dobrima koja je prirodno proistekla iz rasta pariteta kupovne moći stanovnika Crne Gore, kao i iz povećanja prihoda koji je uslijedio nakon povećanog nivoa stranih direktnih investicija, takođe je porasla. Porast je bio izražen u tolikoj mjeri, da crnogorska industrija više nije bila u mogućnosti da zadovolji apetite (tražnju za dobrima) svog stanovništva, što je posljedično uticalo na visok stepen rasta uvoza dobara, dok je nivo izvoza dobara iz Crne Gore, ostao na gotovo istom nivou. Na taj način produbljen je jaz između uvoza i izvoza“. Po Fabrisu i Pejoviću (2012) takođe se dogodilo i sljedeće: “nivo poljoprivredne proizvodnje bio je neadekvatan da nadomjesti lokalne potrebe, a potreba za prehrambenim proizvodima dodatno se povećala usljed povećanog broja turista u zemlji. “

Pored povećanja izvoza u naznačenom periodu došlo je i do povećanja onog podračuna u platnom bilansu koji je mjerio povećanje prihoda po osnovu turizma, a koji je takođe bio uzrokovan povećanim nivoom stranih direktnih investicija u zemlju, zatim prihoda po osnovu transporta i drugih usluga. Ovaj period, sveukupno, označava fazu akceleracije ekonomske aktivnosti zemlje, koja je rezultirala povećanim nivoom deficita tekućeg računa platnog bilansa (što je na grafikonu broj 7 moguće sasvim jasno uočiti, pošto je u periodu od 2006. do 2008. godine došlo do procentualne promjene od čak 18,5% povećanja nivoa deficita u odnosu na BDP zemlje). Zemlja je promovisana ne samo kao turistička destinacija, već i kao destinacija u koju je pogodno i lukrativno investirati. U pogledu pravaca investiranja, kao pravac sa najboljom perspektivom pokazao se pravac investiranja u, između ostalog, infrastrukturu.

Ovo je jedan od najboljih dokaza kako povišen nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa ne mora da bude „loš“ signal o privredi u kojoj je izmjeren. Naime, za crnogorski sistem, važno je obratno. Onog trenutka kada je stanovništvo dobilo „ekonomsku snagu“ u vidu povišenja pariteta kupovne moći, a bez razvijenije i konkurentnije privrede i industrije koja bi zadovoljila potrebe koje gotovo simultano rastu sa povišenjem standarda života i pariteta kupovne moći stanovništva, a imajući u vidu činjenicu da je zemlja otvorena za međunarodnu razmjenu i u tom smislu vodi liberalnu makroekonomsku politiku, povećanje uvoza nepobitno je slijedilo. Međutim, to je djelimično nadomješteno povećanjem izvoza usluga (gdje se u prvom redu misli na turističke usluge), ali i većim nivoom investicija u zemlju. Dakle, multiplikatorni efekat koji je zemlja tada doživjela, još je i sada moguće osjetiti. Ono što je zemlja tada imala na raspolaganju u vidu ekonomskih instrumenata jeste:

- Da ograniči ili obeshrabri uvoz, uvođenjem carina ili dažbina na uvoz;

- Da utiče na razvoj realne ekonomije, da bi, na dugi rok, njena privreda postigla veći stepen međunarodne konkurentnosti, ne samo da bi se smanjio uvoz, već prvenstveno da bi se privreda ojačala u određenim segmentima/oblastima, koje bi uticale na povećanje izvoza i samim tim dovela u ravan, ili makar veći stepen balansa, postojeći deficit tekućeg računa.

Crna Gora je, u ovoj ekonomskoj dilemi, ostala pri svom opredjeljenju za neoliberalnu, otvorenu ekonomiju. Odmah nakon sticanja nezavisnosti država je brojnim aktima, među kojima su najvažnije nacionalne strategije za razvoj, koje je počev od 2007. donosila Vlada Crne Gore, počela da se orjentiše ka Evropskoj uniji, te identifikovala sfere ekonomskog razvoja na čijem je unapređenju insistirano u svakoj od instanci procesa. Te oblasti, mahom su iste i danas: sektor turizma, energetike, građevinarstva, poljoprivrede, finansijski sektor, i tako dalje. Za svaki od navedenih sektora Vlada Crne Gore pripremila je strategiju razvoja za period od 10 godina ili manje.

Crnogorska ekonomija, se umjesto za prvu, opredijelila za drugu moguću opciju, i efekti te odluke biće evidentni u budućnosti. Na kratak rok, ovakvim opredjeljenjem, nije riješeno pitanje deficita tekućeg računa platnog bilansa, ali su stvorene pretpostavke da se deficit uravnoteži, na duži rok, kao i da se obezbijedi visok životni standard stanovnicima, te da im se omoguće svi oni izbori koje imaju aktivni participanti globalnog tržišta.

Drugim riječima, crnogorska ekonomija se, umjesto da na vještački način štiti lokalnu privredu, nauštrb domaće privrede i lokalnih privrednika, opredijelila da građanima otvori opcije komunikacije (realne i ekonomske) sa globalnim tržištem i na taj način uzela aktivno učešće u samom procesu globalizacije. To je još jedan od značajnih zaključaka ovog istraživanja. Bilo bi zanimljivo posmatrati efekte odluke koju je Crna Gora donijela u periodu 2006. do 2007. godine, na duži rok, i to je jedna od preporuka ovog istraživanja za buduće istraživače ove ekonomske tematike. To je moguće uraditi nakon što vremenski period bude dovoljno dugačak da se pokažu kratkoročni, ali i srednjoročni i dugoročni efekti te odluke.

Nakon gore navedenih razjašnjenja dešavanja u crnogorskoj privredi u periodu od 2006. do 2008. godine, može se zaključiti da je sve navedeno vodilo akceleraciji troškova koji se tiču pružanja usluga. U pogledu prihoda od faktora proizvodnje kao i trenutnih transfera, desio se (kao što je detaljno objašnjeno u daljem tekstu) priliv po osnovu doznaka koje su se odnosile na prihod od dijaspore, ali je takođe došlo do odliva po osnovu kamatnih stopa za pozajmice. Sveukupno, to je, uz trend jačanja ekonomije i ekonomske aktivnosti, vodilo snižavanju priliva po osnovu finansijske pomoći.

Kako se navodi u originalnom radu koji komentariše ova kretanja koji su napisali Žugić, Ozer i Tomas-Miskin (2018), između 2003. i 2007. godine, deficit tekućeg računa platnog bilansa nastavio je da raste. Na kraju posmatranog perioda, odnosno 2007. godine, deficit je bio na nivou od 44,2% BDP-a odnosno 1.007,5 miliona EUR. U prethodnoj godini deficit tekućeg računa platnog bilansa je bio na nivou od 39,4% BDP-a, a godinu prije toga na nivou od 31% BDP-a. Rast sa 31% u odnosu na BDP na skoro 50% u odnosu na BDP je bio veliki “udar” na ekonomiju zemlje. To je bila situacija koja nije lako rješiva, a u ekonomskoj teoriji poznato je da perzistentan nivo deficita na tekućem računu bilansa plaćanja samo otvara više mogućnosti za nastavak postojanja istog.

U periodu prije ekonomske krize nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa je bio na istorijskom maksimumu za Crnu Goru, odnosno na rekordno visokom nivou, a onda je u periodu krize počeo da opada, da bi se takav trend nastavio i nakon krize.

Nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa, ipak, nije nastavio trend pada i nakon 2013-2014. godine, pošto je Crna Gora ušla u projekat izgradnje auto-puta koji je rezultirao velikim iznosima koji su se bilježili na uvoznim podračunima platnog bilansa. Izgradnja auto-puta je značila ogromne količine uvezenog građevinskog materijala i mašina, tako da u periodu od 2015-2016. godine nivo uvoza opet raste. Sve su indicije da će deficit polako početi da se vraća na nivo iz 2013-2014. godine (najniži u cjelokupnom posmatranom periodu) nakon završetka izgradnje autoputa, što zbog smanjenog nivoa uvoza građevinskog materijala i mašina, tako i zbog generisanja prvih prihoda po tom osnovu.

Ovakva predviđanja u pogledu budućeg kretanja deficita tekućeg računa platnog bilansa, značajna su pošto je visok nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa prepoznat kao rizik za stabilnost i održivost cjelokupnog sistema, posebno finansijskog sistema kako objašnjavaju autori Žugić i Fabris (2014).

Nikola Fabris i Boris Kilibarda (2008) daju teorijske zaključke (koji će u ovom radu biti ekonometrijski provjereni), odnosno spisak pet najuticajnijih faktora uticaja koji imaju efekat na deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Po navedenim autorima to su:

1. Nizak nivo izvoza;
2. Izuzetno visok nivo uvoza;
3. Visok nivo agregatne tražnje;

4. Prilivi po osnovu SDI;
5. Visok nivo cijena poljoprivrednih proizvoda i proizvoda energije.

Pored pet osnovnih generatora deficita tekućeg računa platnog bilansa navedeni autori ne zaboravljaju da napomenu kako će deficit tekućeg računa platnog bilansa biti na „udaru“ onog trenutka kada se Crna Gora i zvanično pridruži Evropskoj Uniji, postajući njena članica. Rezultat ovog procesa, kako predviđaju, biće dodatno uklanjanje barijera ne samo za obavljanje ekonomske aktivnosti kakva je trgovina, već i značajan uticaj na izmještanje radne snage. Međutim, negativni efekti (rast uvoza i odliv radne snage) ne bi trebalo da umnogome utiču na deficit tekućeg računa platnog bilansa, imajući u vidu da crnogorska ekonomija već ima zavidan stepen otvorenosti prema globalnom tržištu. Rečeno je da je „deficit tekućeg računa platnog bilansa moguće posmatrati kao balansirani odgovor ekonomskog sistema na ogromni priliv stranog privatnog kapitala i visokog stepena rasta kreditne aktivnosti. Zajedno sa snižavanjem nivoa priliva kapitala, značajan dio deficita bi imao samokorigujući efekat“ kako zaključuju Nikola Fabris i Boris Kilibarda (2008). Prethodnom rečenicom je na najbolji način sumirano opredjeljenje crnogorske ekonomije u pogledu vođenja politike deficita tekućeg računa platnog bilansa.

U postojećim objavama i istraživanjima bilo je moguće odrediti koji su to pokretači eksterne neravnoteže, međutim, to, na primjeru Crne Gore do sada nije učinjeno empirijski, odnosno uz pomoć ekonometrijskih metoda. U nastavku poglavlja pružen je uvid u dio ekonometrijskog istraživanja koje je rezultiralo pionirskim podacima (za ekonomiju Crne Gore) u navedenoj oblasti.

2.4.2. Empirijsko određivanje determinanti tekućeg računa Crne Gore (ekonometrijsko istraživanje)

Pored teorijskog pristupa određivanju determinanti tekućeg računa platnog bilansa uopšte, pa i Crne Gore, ovo pitanje je analizirano i ekonometrijski.

Naime, sprovedena je ekonometrijska studija u kojoj se problematici određivanja determinanti tekućeg računa pristupa primjenjujući ARDL (eng. *Autoregressive Distributed Lag*) metod modeliranja, za period od prvog kvartala (Q1) 2011. godine do drugog kvartala (Q2) 2018. godine, što čini period za koji su, za neophodne varijable, dostupni podaci za ekonomiju Crne Gore. U nastavku se nalazi tabela broj 3 sa izvornim numeričkim podacima korišćenim u modelu koji slijedi, sa kolonama u žutoj boji koje označavaju vremenske serije koje su upotrijebljene u modelu.

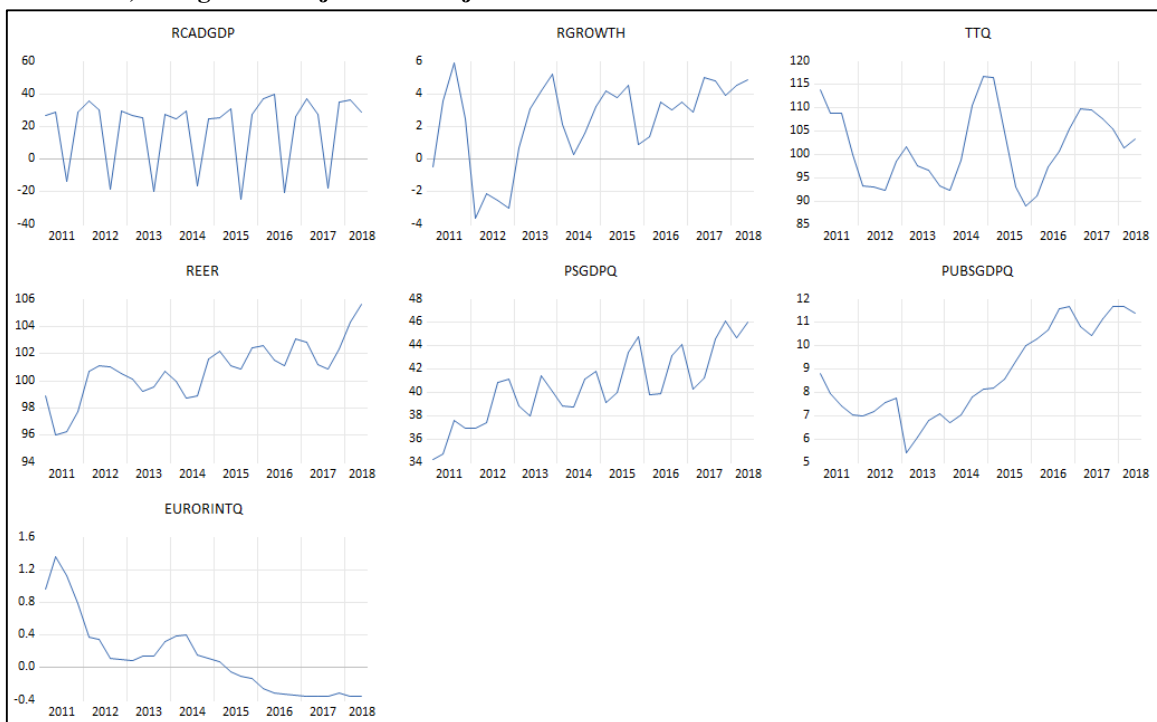
Tabela 3, Vremenske serije varijabli uključenih u model

Godina	FDIMNEN	CAFINN	CADMINEN	FINPORTN	NGDP	RGDP	NGROWTH	RGROWTH	IOGROWT H	RCADGDP	REER	TTQ	EURORINT Q	PSGDPQ	PUBSGDPQ
2011-Q1	116.1061	128.2495	-167.1770	-0.8767	624,378	623,111	-0.3	-0.5	-0.5	26.77	98.8737	113.80	0.97	34.28	8.80
2011-Q2	67.4794	156.9069	-222.4412	161.5208	773,548	751,925	6.6	3.6	3.6	28.76	96.0033	108.73	1.36	34.71	7.94
2011-Q3	87.6458	4.3522	142.4523	-4.7853	1,056,753	1,020,639	9.7	5.9	5.9	-13.48	96.2243	108.90	1.13	37.63	7.41
2011-Q4	117.8731	261.3902	-235.2638	-7.2241	810,103	830,307	0.02	2.5	2.5	29.04	97.7482	99.97	0.79	36.93	7.04
2012-Q1	66.9675	148.9830	-212.5460	-2.6941	601,355	602,198	-3.7	-3.6	-3.6	35.34	100.6741	93.37	0.38	36.90	6.97
2012-Q2	86.3172	128.7069	-227.8329	1.8385	755,589	757,246	-2.3	-2.1	-2.1	30.15	101.1108	93.07	0.35	37.39	7.20
2012-Q3	170.0227	-36.6180	188.6798	-1.9318	1,035,808	1,030,333	-2.0	-2.5	-2.5	-18.22	101.0219	92.33	0.11	40.88	7.57
2012-Q4	138.2832	217.3543	-234.4411	-21.9093	788,726	786,077	-2.6	-3.0	-3	29.72	100.5020	98.60	0.10	41.17	7.77
2013-Q1	65.5345	149.2476	-172.2468	-8.3492	637,774	605,788	6.1	0.7	0.7	27.01	100.1107	101.70	0.09	38.80	5.41
2013-Q2	89.6246	113.4925	-197.8665	1.5069	788,140	779,112	4.3	3.1	3.1	25.11	99.2029	97.60	0.14	37.94	6.08
2013-Q3	120.4594	-97.7717	215.8066	-20.2467	1,101,898	1,079,546	6.4	4.2	4.2	-19.58	99.5784	96.67	0.14	41.42	6.78
2013-Q4	48.2601	205.3256	-228.7074	69.0805	834,668	829,940	5.8	5.2	5.2	27.40	100.6761	93.23	0.32	40.09	7.11
2014-Q1	78.9191	110.1726	-162.1171	-0.5539	663,637	651,052	4.1	2.1	2.1	24.43	99.9553	92.37	0.39	38.81	6.68
2014-Q2	76.7748	71.4616	-237.9898	145.3542	800,422	790,484	1.6	0.3	0.3	29.73	98.7154	98.90	0.39	38.71	7.06
2014-Q3	105.4543	-99.2453	187.1317	-34.7384	1,125,016	1,119,136	2.1	1.6	1.6	-16.63	98.8932	110.63	0.16	41.14	7.78
2014-Q4	92.7920	173.9438	-216.1542	-25.6759	868,847	861,785	4.1	3.2	3.2	24.88	101.5980	116.80	0.12	41.81	8.16
2015-Q1	84.8530	110.1132	-172.0858	405.5218	686,296	691,743	3.4	4.2	4.2	25.07	102.1878	116.53	0.07	39.13	8.20
2015-Q2	98.9809	85.3767	-266.6081	-64.3537	859,338	831,149	7.4	3.8	3.8	31.02	101.0798	104.70	-0.06	40.04	8.57
2015-Q3	340.7041	-115.2398	292.0183	-145.8933	1,189,223	1,176,015	5.7	4.5	4.5	-24.56	100.8623	93.13	-0.11	43.41	9.33
2015-Q4	94.7363	169.2366	-254.9991	-78.9997	919,654	876,253	5.8	0.9	0.9	27.73	102.4242	89.00	-0.13	44.80	10.02
2016-Q1	69.9586	112.8524	-270.0461	213.1306	732,008	696,171	6.7	1.4	1.4	36.89	102.5758	91.20	-0.25	39.84	10.28
2016-Q2	85.3456	193.4539	-368.1090	-171.7847	921,711	889,385	7.3	3.5	3.5	39.94	101.4973	97.40	-0.32	39.88	10.69
2016-Q3	126.5864	-78.0858	262.8549	-29.2449	1,290,226	1,224,493	8.5	3.0	3	-20.37	101.1493	100.67	-0.33	43.19	11.58
2016-Q4	89.6770	300.6080	-266.6744	-16.5401	1,010,267	952,245	9.9	3.5	3.5	26.40	103.0480	105.43	-0.33	44.16	11.68
2017-Q1	101.8506	246.7281	-290.4438	1.3639	777,329	753,518	6.2	2.9	2.9	37.36	102.8721	109.77	-0.35	40.25	10.84
2017-Q2	118.7077	186.6753	-276.0089	9.0505	992,611	967,693	7.7	5.0	5	27.81	101.2076	109.67	-0.35	41.19	10.42
2017-Q3	91.0633	-133.2923	251.2438	3.2098	1,391,739	1,352,616	7.9	4.8	4.8	-18.05	100.8507	107.57	-0.35	44.62	11.15
2017-Q4	172.7108	375.9019	-376.4889	12.5835	1,074,844	1,049,422	6.4	3.9	3.9	35.03	102.3732	105.60	-0.31	46.15	11.69
2018-Q1	50.7902	151.0998	-304.8534	5.3438	832,652	812,586	7.1	4.5	4.5	36.54	104.3121	101.53	-0.35	44.70	11.67
2018-Q2	102.8321	261.8322	-309.2788	111.9795	1,077,984	1,041,682	8.6	4.9	4.9	28.61	105.6031	103.30	-0.36	46.03	11.39

Izvor: Monstat, Ministarstvo finansija Crne Gore, CBCG, World Data Bank

Na kraju, a prije postavljanja i tumačenja modela dat je i prikaz deskriptivne statistike (tabela 4) i grafika (grafik 8) kategoričkih vrijednosti varijabli uključenih u model.

Grafikon 8, Kategoričke vrijednosti varijabli



Izvor: Kalkulacija autorke

Tabela broj 4 daje inicijalni pregled i proračun deskriptivne statistike varijabli koje se kasnije modelski dalje determinišu.

Tabela 4, Deskriptivna statistika

	RCADGDP	RGROWTH	TTQ	REER	PSGDPQ	PUBSGDPQ	EURORINTQ
Mean	18.66147	2.383333	101.7389	100.7644	40.53336	8.775611	0.113867
Median	27.56437	3.150000	101.1000	100.9421	40.16779	8.180695	0.090667
Maximum	39.93757	5.900000	116.8000	105.6031	46.14572	11.68854	1.362667
Minimum	-24.55539	-3.600000	89.00000	96.00326	34.28170	5.408487	-0.355333
Std. Dev.	21.39267	2.580308	7.871380	2.091447	3.124498	1.935125	0.463214
Skewness	-1.153566	-0.943819	0.247742	-0.226865	0.029027	0.221509	1.094381
Kurtosis	2.565862	2.905660	2.030692	3.460761	2.388648	1.697341	3.613977
Jarque-Bera	6.889165	4.465097	1.481328	0.522714	0.471402	2.366481	6.459558
Probability	0.031918	0.107255	0.476797	0.770006	0.790017	0.306285	0.039566
Sum	559.8441	71.50000	3052.167	3022.932	1216.001	263.2683	3.416000
Sum Sq. Dev.	13271.75	193.0817	1796.800	126.8504	283.1121	108.5966	6.222455
Observations	30	30	30	30	30	30	30

Izvor: Kalkulacija autorke

Broj opservacija koji je bio uključen u ovaj ekonometrijski proračun (nakon prilagođavanja dvije opservacije) je 30.

ARDL metodologija ne zahtijeva da sve varijable budu stacionarne na I nivou odnosno da budu I (1) poput JF (eng. *Johansen framework*) metodologije.

Na osnovu ARDL modela, koristeći EURO referentnu kamatnu stopu kao egzogenu varijablu, dokazan je signifikantan uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Varijable koje su korišćene u modelu definisane su i označene na sljedeći način:

- RCADGDP: Racio (odnos) deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore i BDP-a Crne Gore (eng. *Current Account GDP ratio*)
- RGROWTH: Realni rast BDP-a (eng. *Real GDP growth*)
- TTQ: Uslovi trgovanja (eng. *Terms of Trade*)
- REER: Realni efektivni devizni kurs (eng. *Real Effective Exchange Rate*)
- PUBSGDPQ: Racio (odnos) javne štednje i BDP-a Crne Gore (eng. *Public Saving GDP Ratio*)
- PSGDPQ: Racio (odnos) privatne štednje i BDP-a Crne Gore (eng. *Private Saving GDP Ratio*)
- EURORINTQ: EURO kamatna stopa (eng. *Euro Interest Rate*)

Zavisna varijabla modela koji je prezentovan je RCADGDP, odnosno racio deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore i BDP-a Crne Gore.

Nezavisne varijable modela, čiji se uticaj mjeri i može eventualno utvrditi su RGROWTH: Realni rast BDP-a; TTQ: Uslovi trgovanja; REER: Realni efektivni devizni kurs; PUBSGDPQ: Racio javne štednje i BDP-a Crne Gore; PSGDPQ: Racio privatne štednje i BDP-a Crne Gore i EURORINTQ: EURO kamatna stopa, što čini jednačinu modela.

Kao što je moguće vidjeti, dinamički regresori modela su: RGROWTH: Realni rast BDP-a; TTQ: Uslovi trgovanja; REER: Realni efektivni devizni kurs; PUBSGDPQ: Racio javne štednje i BDP-a Crne Gore; PSGDPQ: Racio privatne štednje i BDP-a Crne Gore, dok je fiksni regresor EURORINTQ: EURO kamatna stopa.

U modelu je prvo neophodno ustvrditi poredak integrisanosti varijabli i stoga je i korišćen ARDL model, zbog mnogobrojnih prednosti u odnosu na druge modele posebno u pogledu prisustva $I(0)$ ili $I(1)$ varijabli, gdje proizvodi veoma konzistentne rezultate na malom uzorku i ne „pati“ od problema endogenosti.

Važno je istaknuti kako je po mišljenju autorke rada, korišćenje ARDL modela od velike važnosti u ekonometrijskom ispitivanju nekih odnosa u ekonomijama poput one koju ima Crna Gora. Razlog za takav zaključak je sljedeći: vremenske serije koje je moguće obezbijediti za ekonomiju Crne Gore su prilično kratke pošto neka, ali ne i sva zvanična statistička mjerenja na državnom nivou, potiču od perioda sticanja nezavisnosti (21. maj 2006), do najskorijeg mogućeg dostupnog podatka (2018. godina i to ne za sve varijable i vremenske serije), što sve potencijalne vremenske serije koje je moguće uzeti u obzir prilikom kreiranja modela čini dugim najviše 12 godina. Imajući u vidu da je jedno od opšteprihvaćenih pravila kvantitativnih ekonomskih nauka da je uzorak sastavljen od minimum 30 opservacija, kako bi bio dovoljno veliki da je njegovom analizom i korišćenjem moguće doći do statistički značajnih zaključaka, jasno je kako će, makar u narednih nekoliko godina, u slučaju analize crnogorske ekonomije svaki naučnik naići na problem u obradi, ali i sakupljanju podataka. Iz tog razloga, preporuka je autorke, da za što je više moguće modela i proračuna bila ona ekonometrijska, statistička ili druga, bude korišćen ARDL model.

Važno je, takođe, istaći kako je za veliki broj naučnih radova objavljenih u prethodnom periodu sa ciljem istraživanja ponašanja i odnosa određenih varijabli ekonomije Crne Gore, korišćen metod ekstrapolacije podataka i izvlačenja podataka iz baza podataka koje su postojale za tadašnju ekonomiju Srbije i Crne Gore. Ovim naučnim radom nijedan model nije rađen oslanjajući se na takve varijable, zbog ocijenjenog velikog stepena greške koja bi mogla da se pojavi kao rezultat analize protistekle iz modela. S jedne strane, ekstrapolacija podataka na prethodno objašnjeni način dovela bi do povećanja broja jedinica uzorka i veći broj modela bio bi primjenjiv za objašnjavanje ranije pomenutih ponašanja i odnosa nekih varijabli ekonomije Crne Gore. S druge strane, rezultati dobijeni iz takvih modela, prema mišljenju autorke, imali bi diskutabilne rezultate koje je potrebno tumačiti uz veliku dozu opreza i uz mnogo pratećih objašnjenja i otvorenih pitanja.

Stoga, sva modeliranja i objašnjenja proistekla iz rada, rađena su na osnovu zvanično dostupnih podataka za ekonomiju Crne Gore od 2006. godine naovamo, a da bi se „izborili“ sa kratkim vremenskim serijama korišćen je ARDL model (koji sve veću primjenu i značaj dobija upravo u poslednje dvije do tri decenije) kao izvrstan izbor koji nudi najbolje dostupno rješenje za navedeni statistički problem.

Prije određivanja samog modela i postavljanja hipoteza, potrebno je odrediti nivo integracije svih varijabli koje su uključene u model.

Nakon određivanja nivoa integrisanosti varijabli, ARDL model se koristi za određivanje kratkoročnih i dugoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Potrebno je napomenuti da se zbog izmijenjenog pristupa ekonometrijskom istraživanju u odnosu na postojeće naučne objave u oblasti istraživanja na primjeru ekonomije Crne Gore, rezultati koji proističu iz ovog istraživanja razlikuju od postojećih istraživanja ove oblasti na primjeru Crne Gore.

Tabularni rezultat iz E-viewsa 1, Determinante deficita tekućeg računa

Dependent Variable: RCADGDP Method: ARDL Date: 12/17/18 Time: 12:33 Sample (adjusted): 2011Q3 2018Q2 Included observations: 28 after adjustments Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection) Model selection method: Akaike info criterion (AIC) Dynamic regressors (2 lags, automatic): RGROWTH TTQ REER PUBSGDPQ PSGDPQ Fixed regressors: EURORINTQ C Number of models evaluated: 486 Selected Model: ARDL(1, 2, 2, 0, 2, 2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RCADGDP(-1)	0.839913	0.088158	-9.527377	0.0000
RGROWTH	1.801176	0.893248	-2.016435	0.0667
RGROWTH(-1)	3.701405	1.098483	-3.369560	0.0056
RGROWTH(-2)	2.330991	0.838233	2.780839	0.0166
TTQ	0.969370	0.488692	-1.983604	0.0707
TTQ(-1)	1.569920	0.773259	2.030264	0.0651
TTQ(-2)	0.535669	0.496152	-1.079648	0.3015
REER	2.966279	1.608395	1.844248	0.0900
PUBSGDPQ	1.971161	2.834698	0.695369	0.5001
PUBSGDPQ(-1)	0.554788	3.259807	-0.170190	0.8677
PUBSGDPQ(-2)	3.629366	2.609853	1.390640	0.1896
PSGDPQ	4.085949	1.064885	-3.836986	0.0024
PSGDPQ(-1)	-	1.156180	-0.624805	0.5438

	0.722387			
PSGDPQ(-2)	9.052072	1.293833	6.996322	0.0000
EURORINTQ	44.22724	11.87400	3.724714	0.0029
	-			
C	477.3732	129.3839	-3.689586	0.0031
<hr/>				
R-squared	0.967119	Mean dependent var	18.01118	
Adjusted R-squared	0.926018	S.D. dependent var	22.02035	
S.E. of regression	5.989473	Akaike info criterion	6.713443	
Sum squared resid	430.4854	Schwarz criterion	7.474703	
	-			
Log likelihood	77.98820	Hannan-Quinn criter.	6.946168	
F-statistic	23.53008	Durbin-Watson stat	2.066925	
Prob(F-statistic)	0.000001			
<hr/>				
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

Izvor: Kalkulacija autorke

Kratkoročne determinante deficita tekućeg računa

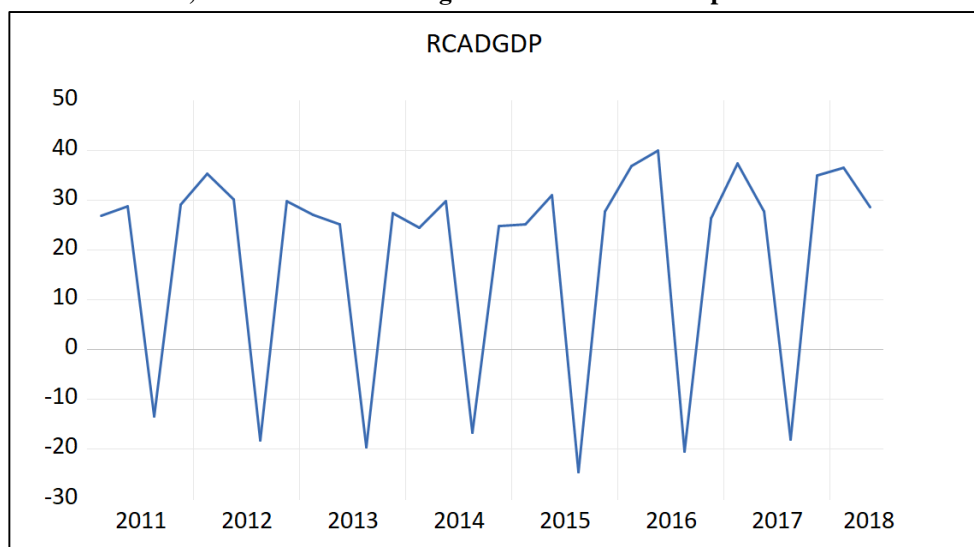
Naime, na osnovu ARDL modela dokazano je da su kratkoročne determinante deficita tekućeg računa na primjeru ekonomije Crne Gore sljedeće:

- **Stopa rasta;**
- **Uslovi trgovanja;**
- **Racio štednje privatnog sektora i BDP-a;**
- **Kamatna stopa EUR-a.**

Uzorak koji je korišćen za izvođenje dolje prezentovanih elemenata modela datira od prvog kvartala 2011. godine do drugog kartala 2018.

Zavisna varijabla u modelu je RCADGDP, odnosno racio deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore i BDP-a Crne Gore. Grafik ove varijable dobijen u ekonometrijskom programu E-views nalazi se u nastavku, u vidu grafikona broj 9.

Grafikon 9, Racio deficita tekućeg računa i BDP-a CG u periodu 2011-2018.



Izvor: Kalkulacija autorke

Da bi se ispitaio uticaj sljedećih varijabli:

- RGROWTH: Realni rast BDP-a (eng. *Real GDP Growth*)
- TTQ: Uslovi trgovanja (eng. *Terms Of Trade*)
- REER: Realni efektivni devizni kurs (eng. *Real Effective Exchange Rate*)
- PUBSGDPQ: Racio (odnos) javne štednje i BDP-a Crne Gore (eng. *Public Saving GDP Ratio*)
- PSGDPQ: Racio (odnos) privatne štednje i BDP-a Crne Gore (eng. *Private Saving GDP Ratio*)
- EURORINTQ: EURO kamatna stopa (eng. *Euro Interest Rate*)

na varijablu RCADGDP: Racio (odnos) deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore i BDP-a Crne Gore (eng. *Current Account GDP Ratio*), odnosno na deficit tekućeg računa platnog bilansa, modelska jednačina je postavljena na sledeći način:

$$(1) RCADGDP_t = \beta_0 + \beta_1 RGROWTH_t + \beta_2 TTQ_t + \beta_3 REER_t + \beta_4 PUBSGDPQ_t + \beta_5 PSGDPQ_t + \beta_6 EURORINTQ_t + u_t$$

Jednačina broj (1) ne može biti adekvatno ocijenjena korišćenjem metoda običnih najmanjih kvadrata zbog mogućnosti dobijanja pogrešnih rezultata ukoliko su varijable nestacionarne.

Stoga je korišćen ARDL bounds testing pristup i ARDL jednačina može biti preformulisana i napisana na sljedeći način:

$$(2) \Delta \text{RCADGDP}_t = \alpha_0 + \theta_i \Delta \text{RGROWTH}_{t-i} + \delta_1 \text{RGROWTH}_{t-1} + \delta_2 \text{TTQ}_{t-1} + \delta_3 \text{REER}_{t-1} + \delta_4 \text{PUBSGDPQ}_{t-1} + \delta_5 \text{PSGDPQ}_{t-1} + \delta_6 \text{EURORINTQ}_t + \delta_7 \text{RCADGDP}_{t-1} + u_t$$

Da bi se odredilo postojanje kako kratkoročne, tako i dugoročne međuzavisnosti između navedenih varijabli, jednačina broj (2) se estimira korišćenjem metoda najmanjih kvadrata (OLS) a onda se sprovodi F-test za određivanje zajedničkih signifikantnosti koeficijenata nivoa varijabli sa docnjom.

Nulta hipoteza stoga glasi da nema kointegracije u jednačini broj dva, odnosno, to se može zapisati na sljedeći način:

$$H_0: \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0,$$

Alternativna hipoteza glasi da postoji kointegracija u jednačini broj dva, odnosno to se može zapisati na sljedeći način:

$$H_1: \delta_1 \neq \delta_2 \neq \delta_3 \neq \delta_4 \neq \delta_5 \neq \delta_6 \neq \delta_7 \neq 0,$$

Uz korišćenje ARDL metoda modeliranja možemo odrediti kratkoročne, ali i dugoročne dinamične odnose među varijablama modela.

U modelu posmatramo tzv „error correction term“, odnosno član korekcije greške koji mora biti negativan i statistički značajan. On pokazuje brzinu adaptacije privrede na eksterne impulse i vraćanja te privrede u stadijum dugoročnog ekvilibrijuma nakon kratkoročnih šokova.

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 2, Determinante deficita tekućeg računa, kratkoročne

ARDL Long Run Form and Bounds Test Dependent Variable: D(RCADGDP) Selected Model: ARDL(1, 2, 2, 0, 2, 2) Case 2: Restricted Constant and No Trend Date: 12/17/18 Time: 12:32 Sample: 2011Q1 2018Q2 Included observations: 28
Conditional Error Correction Regression

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-477.3732	129.3839	-3.689586	0.0031
RCADGDP(-1)*	-1.839913	0.088158	-20.87066	0.0000
RGROWTH(-1)	-3.171591	1.249514	-2.538260	0.0260
TTQ(-1)	0.064881	0.292303	0.221965	0.8281
REER**	2.966279	1.608395	1.844248	0.0900
PUBSGDPQ(-1)	5.045739	1.498037	3.368235	0.0056
PSGDPQ(-1)	4.243736	1.890727	2.244500	0.0444
D(RGROWTH)	-1.801176	0.893248	-2.016435	0.0667
D(RGROWTH(-1))	-2.330991	0.838233	-2.780839	0.0166
D(TTQ)	-0.969370	0.488692	-1.983604	0.0707
D(TTQ(-1))	0.535669	0.496152	1.079648	0.3015
D(PUBSGDPQ)	1.971161	2.834698	0.695369	0.5001
D(PUBSGDPQ(-1))	-3.629366	2.609853	-1.390640	0.1896
D(PSGDPQ)	-4.085949	1.064885	-3.836986	0.0024
D(PSGDPQ(-1))	-9.052072	1.293833	-6.996322	0.0000
EURORINTQ	44.22724	11.87400	3.724714	0.0029

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

** Variable interpreted as $Z = Z(-1) + D(Z)$.

Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RGROWTH	-1.723772	0.678387	-2.540987	0.0259
TTQ	0.035263	0.158762	0.222112	0.8280
REER	1.612184	0.876622	1.839086	0.0908
PUBSGDPQ	2.742379	0.805292	3.405446	0.0052
PSGDPQ	2.306487	1.042309	2.212864	0.0470
C	-259.4542	71.62332	-3.622482	0.0035

$$EC = RCADGDP - (-1.7238*RGROWTH + 0.0353*TTQ + 1.6122*REER + 2.7424*PUBSGDPQ + 2.3065*PSGDPQ - 259.4542)$$

F-Bounds Test

Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic k	67.60418 5	10%	2.08	3
		5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

Asymptotic:
n=1000

Actual Sample Size	28	Finite Sample: n=35		
		10%	2.331	3.417
		5%	2.804	4.013
		1%	3.9	5.419
		Finite Sample: n=30		
		10%	2.407	3.517
		5%	2.91	4.193
		1%	4.134	5.761

Izvor: Kalkulacija autorke

Rezultat F-test-a u tabeli iznad svjedoči o tome kako moramo odbaciti nultu hipotezu u kojoj nema kointegracije među varijablama u modelu pošto je izračunata vrijednost F statistike uz signifikantnost od 10% umnogome veća od I (1) vrijednosti. Stoga zaključujemo da su varijable u modelu kointegrirane, što znači da na dugi i kratki rok posmatrane varijable utiču na zavisnu varijablu – deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Prihvatanjem alternativne hipoteze možemo zaključiti kako je deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore itekako podložan uticaju sljedećih varijabli:

- Stope rasta;
- Uslova trgovanja;
- Racija štednje privatnog sektora i BDP-a;
- Kamatne stopa EUR.

Nulta hipoteza glasi da među varijablama nema međuzavisnosti.

Nulta hipoteza se odbacuje i utvrđuje se da postoji uticaj nekih od ispitivanih varijabli modela na zavisnu varijablu. Kao što je prethodno objašnjeno, na deficit tekućeg računa platnog bilansa utiču sljedeće varijable: stopa rasta realnog BDP-a, uslovi trgovanja, racio privatne štednje i BDP-a, te euro kamatna stopa.

Važno je istaći kako je uz signifikantnost od 10%, prisutan kratkoročni uticaj stopa rasta realnog BDP-a iz prethodnog perioda, ali i racija privatne štednje i BDP-a, takođe iz prethodnog perioda. Nakon što su utvrđene kratkoročne determinante

uticaja na ratio deficita tekućeg računa i BDP-a, važno je utvrditi kakav je koeficijent uticaja i da li je on statistički značajan.

- **Stopa rasta realnog BDP-a ima negativan (i statistički značajan) uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.**

Objašnjenje: Uz signifikantnost od 10%, koeficijent uticaja stope rasta realnog BDP-a na deficit tekućeg računa je -1.73.

Od značaja je dobijanje ovakvih rezultata za crnogorsku ekonomiju, zato što je ekonomski opravdano da se na kratak rok očekuje (uzevši u obzir sva prethodna temeljna teorijska razjašnjenja i obezbijedenu teorijsku podlogu na temu stepena trenutnog razvoja Crne Gore i odnosa stepena razvoja zemlje sa uticajem stope rasta BDP-a na deficit tekućeg računa zemlje) da u aktuelnim ekonomskih uslovima Crne Gore, rast njenog BDP-a negativno utiče na deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Tumačenjem dobijenih koeficijenata može se reći da ekonomski rast od 1% (mjereno realnim rastom BDP-a) vodi produblivanju deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u iznosu od 1,76%.

Važno je takođe i napomenuti kako je ovaj koeficijent izuzetno visok, što govori o tijesnoj kratkoročnoj povezanosti ove dvije varijable na kratak rok, iako obrnuto proporcionalnoj.

Finalno, zaključujemo kako je za trenutni stepen razvoja crnogorske ekonomije, realno očekivati da njen kratkoročni ekonomski rast bude „finansiran“ uvećanjem deficita tekućeg računa njenog platnog bilansa.

- **Uslovi trgovanja imaju pozitivan (i statistički značajan) uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.**

Objašnjenje: Moguće je reći da je za jednu otvorenu ekonomiju očekivano da uslovi trgovanja imaju pozitivan uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Koeficijent uticaja uslova trgovanja na deficit tekućeg računa je +0,035. U prevodu, sa poboljšanjem uslova trgovanja od 1%, smanjiće se deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u iznosu od 0,035%.

Uslovi trgovanja čine (logaritamski) ratio uvoznih (eksportnih) u odnosu na izvozne (importne) cijene jedne zemlje. Pod poboljšanjem uslova trgovanja podrazumijeva se situacija u kojoj se npr. cijena izvoza povećava i zemlji postaje isplativije da

poveća izvoz, što ima pozitivne reperkusije na deficit tekućeg računa, na način da se isti smanjuje.

Ovaj koeficijent, za razliku od prethodnog, nije pretjerano visok, što govori o tome da (makar kratkoročno) nema prevelikog uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore iako isti svakako postoji.

- **Racio štednje privatnog sektora i BDP-a ima pozitivan** (i statistički značajan) **uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.**

Objašnjenje: Uopšteno, dobijeni rezultat podržava i podražava zaključke ekonomskih teoretičara koji su ovaj uticaj ispitivali na drugim, najčešće velikim tržištima (zavisno od autora, to su bila tržišta Sjedinjenih Američkih Država, Turske i slično). Dakle, kao što je bilo riječi u teorijskim postavkama prethodnih modela koji su se bavili ovom tematikom, zemlje koje imaju štednju koja je viša od nivoa investicija smatraju se neto kreditorima ostatka svijeta i njihov tekući račun platnog bilansa je ili u suficitu (jer oni svoju štednju preusmjeravaju ka zemljama koje moraju investicijama da finansiraju svoj privredni rast) ili u manjem deficitu od zemalja kojima je stopa investicije viša od stope štednje. Stoga ne čudi zaključak da racio štednje privatnog sektora i BDP-a ima pozitivan uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Koeficijent uticaja uslova trgovanja na deficit tekućeg računa je +2,31. To znači da će se sa rastom štednje privatnog sektora u Crnoj Gori od 1%, na kratak rok njen deficit tekućeg računa platnog bilansa poboljšati za 2,31%.

Iz prezentovanog zaključka može se reći da je stanovništvu, sa rastom podsticaja za štednju, isplativije da novac štedi, snižavajući uvoz i investicije, što ima pozitivne implikacije na deficit tekućeg računa, doduše, na kratak rok.

Međutim, kao što će uskoro postati jasno iz analize dugoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa, ova konstatacija ima smisla u slučaju ekonomije Crne Gore čak i na dugi rok.

- **Kamatna stopa EUR-a ima pozitivan** (i statistički značajan) **uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.**

Objašnjenje: Kao što je bilo objašnjeno u teorijskim postavkama prethodnih modela koji su se bavili ovom tematikom – što je kamatna stopa EUR veća (pošto je to optičajna valuta u Crnoj Gori) na kratak rok, postaje profitabilnije da zemlja izvozi svoja dobra i usluge u zemlje koje koriste drugu valutu, što za posljedicu ima snižavanje deficita tekućeg računa te zemlje.

Sa ovim se zaključuje determinisanje kratkoročnih efekata posmatranih ekonomskih varijabli na racio deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore i njenog BDP-a.

Dugoročne determinante deficita tekućeg računa

Na osnovu modela iz narednog dijela poglavlja, dokazano je i da postoje dugoročne determinante od uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Naime, na osnovu modela dokazano je da su dugoročne determinante deficita tekućeg računa ekonomije Crne Gore sljedeće:

- **Stopa rasta;**
- **Realni devizni kurs;**
- **Racio štednje privatnog sektora i BDP-a;**
- **Racio štednje javnog sektora i BDP-a**

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 3, Determinante deficita tekućeg računa, dugoročne

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(RCADGDP)				
Selected Model: ARDL(1, 2, 2, 0, 2, 2)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 12/17/18 Time: 12:32				
Sample: 2011Q1 2018Q2				
Included observations: 28				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-477.3732	129.3839	-3.689586	0.0031
RCADGDP(-1)*	-1.839913	0.088158	-20.87066	0.0000
RGROWTH(-1)	-3.171591	1.249514	-2.538260	0.0260
TTQ(-1)	0.064881	0.292303	0.221965	0.8281
REER**	2.966279	1.608395	1.844248	0.0900
PUBSGDPQ(-1)	5.045739	1.498037	3.368235	0.0056
PSGDPQ(-1)	4.243736	1.890727	2.244500	0.0444
D(RGROWTH)	-1.801176	0.893248	-2.016435	0.0667
D(RGROWTH(-1))	-2.330991	0.838233	-2.780839	0.0166
D(TTQ)	-0.969370	0.488692	-1.983604	0.0707
D(TTQ(-1))	0.535669	0.496152	1.079648	0.3015
D(PUBSGDPQ)	1.971161	2.834698	0.695369	0.5001
D(PUBSGDPQ(-1))	-3.629366	2.609853	-1.390640	0.1896
D(PSGDPQ)	-4.085949	1.064885	-3.836986	0.0024

D(PSGDPQ(-1))	-9.052072	1.293833	-6.996322	0.0000
EURORINTQ	44.22724	11.87400	3.724714	0.0029
* p-value incompatible with t-Bounds distribution. ** Variable interpreted as $Z = Z(-1) + D(Z)$.				
Levels Equation Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RGROWTH	-1.723772	0.678387	-2.540987	0.0259
TTQ	0.035263	0.158762	0.222112	0.8280
REER	1.612184	0.876622	1.839086	0.0908
PUBSGDPQ	2.742379	0.805292	3.405446	0.0052
PSGDPQ	2.306487	1.042309	2.212864	0.0470
C	-259.4542	71.62332	-3.622482	0.0035
EC = RCADGDP - (-1.7238*RGROWTH + 0.0353*TTQ + 1.6122*REER + 2.7424*PUBSGDPQ + 2.3065*PSGDPQ -259.4542)				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic k	67.60418 5	10%	2.08	3
		5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15
Actual Sample Size	28	10%	2.331	3.417
		5%	2.804	4.013
		1%	3.9	5.419
		10%	2.407	3.517
		5%	2.91	4.193
		1%	4.134	5.761

Izvor: Kalkulacija autorke

Error correction model: (model korekcije greški)

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 4, ARDL ECM Regresija

ARDL Error Correction Regression Dependent Variable: D(RCADGDP) Selected Model: ARDL(1, 2, 2, 2, 0) Case 2: Restricted Constant and No Trend Date: 02/11/19 Time: 13:20 Sample: 2011Q1 2018Q2 Included observations: 28				
ECM Regression Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RGROWTH)	-1.801176	0.524246	-3.435748	0.0049
D(RGROWTH(-1))	-2.330991	0.532901	-4.374156	0.0009
D(PSGDPQ)	-4.085949	0.543904	-7.512254	0.0000
D(PSGDPQ(-1))	-9.052072	0.783936	-11.54695	0.0000
D(PUBSGDPQ)	1.971161	1.720085	1.145967	0.2741
D(PUBSGDPQ(-1))	-3.629366	1.838397	-1.974202	0.0718
D(TTQ)	-0.969370	0.235745	-4.111941	0.0014
D(TTQ(-1))	0.535669	0.250214	2.140842	0.0535
EURORINTQ	44.22724	3.455441	12.79930	0.0000
CointEq(-1)*	-1.839913	0.069058	-26.64290	0.0000
R-squared	0.987110	Mean dependent var		0.00534
Adjusted R-squared	0.980664	S.D. dependent var		5
S.E. of regression	4.890384	Akaike info criterion		35.1693
Sum squared resid	430.4854	Schwarz criterion		1
Log likelihood	-77.98820	Hannan-Quinn criter.		6.28487
Durbin-Watson stat	2.066925			2
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	67.60418	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

Izvor: Kalkulacija autorke

- **Stopa rasta realnog BDP-a ima negativan (i statistički značajan) uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore na dugi rok.**

Objašnjenje: Uz statističku signifikantnost od 10%, koeficijent uticaja stope rasta realnog BDP-a u sadašnjem trenutku (T), ali i onog iz prethodnog perioda (T-1) na deficit tekućeg računa je negativan.

Prethodni zaključak ima sljedeće značenje –dugoročno se, u trenutnom stepenu njenog razvoja, Crna Gora u velikoj mjeri oslanja na deficit tekućeg računa. Ovakvu tvrdnju prati nalaz iz rada Žugić, Ozer i Tomas-Miskin (2018) u kojem postoji sličan zaključak. U navedenom radu autori su iznijeli konstataciju da je crnogorska ekonomija u suštini zavisna o uvoz roba (finalnih dobara) i usluga. U radu navedenih naučnika je predloženo da se crnogorska ekonomija oslanja na uvoz sirovina i polu-proizvoda, međutim, autorka ove teze smatra da je takvo stanovište samo djelimično tačno. Razlog je u tome što crnogorska ekonomija prolazi kroz fazu sopstvene razvojne transformacije i za to joj je potrebno da uvozi neophodna sredstva iz inostranstva. Primjer je izgradnja auto-puta za koju je potrebno da se uvoze sva neophodna sredstva, oprema, mašine, proizvodi, polu-proizvodi, sirovine i kapital, koje nije moguće naći u Crnoj Gori, a neophodan je element za ovaj segment razvoja.

Imati u vidu ovaj zaključak za Crnu Goru od velikog je značaja. Naime, ukoliko se kreatori ekonomske politike Crne Gore, slijedeći primjer ostalih zemalja u razvoju, odluče da u narednom periodu, ceteris paribus (dakle ne mijenjajući nijedan od ostalih ekonomskih uslova poslovanja, uz zadržavanje eura i jednakog stepena otvorenosti ekonomije prema trgovini sa globalnim tržištem) za cilj ekonomske politike imaju ekonomski razvoj, deficit tekućeg računa platnog bilansa moraće da se neizbježno produbi.

Ipak, ohrabruje saznanje da je za očekivati da se takva situacija može promijeniti i to onda kada crnogorska ekonomija bude postigla određeni stepen ekonomskog razvoja. U tom slučaju, njena ekonomija postaće dovoljno snažna da generiše dodatnu vrijednost, a onda i da izvozi jer će postati konkurentniji participant globalnog tržišta. Crnogorska ekonomija proizvođaće vrijednost koja će biti izvožena, a deficit tekućeg računa postepeno će se smanjivati, sve dok ne pređe u suficitarno stanje kada će zemlja od neto dužnika moći da pređe u status neto povjerioca drugim zemljama u fazi razvoja ili tranzicije.

- **Realni devizni kurs ima pozitivan** (i statistički značajan) **uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.**

Objašnjenje:

Koeficijent uticaja realnog deviznog kursa na deficit tekućeg računa je +1,61. Sa rastom realnog deviznog kursa od 1%, na dugi rok, njen deficit tekućeg računa platnog bilansa poboljšaće se za 1,61%.

Rast realnog deviznog kursa suštinski podrazumijeva aprecijaciju valute koja se koristi i samim tim i situaciju u kojoj je za zemlju povoljno i profitabilno da izvozi. Na dugi rok, jačanje korišćene valute povećava nivo konkurentnosti crnogorske ekonomije i snižava njen deficit tekućeg računa platnog bilansa.

- **Racio štednje privatnog sektora i BDP-a ima pozitivan** (i statistički značajan) **uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.**

Objašnjenje: Kao što je objašnjeno u gornjem dijelu tumačenja rezultata istraživanja, jasno je da se podsticanjem štednje privatnog (ali i javnog sektora) na dugi rok, može očekivati snižavanje nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa.

- **Racio štednje javnog sektora i BDP-a ima pozitivan** (i statistički značajan) **uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.**

Objašnjenje: Štednja javnog sektora za crnogorsku ekonomiju na dugi rok znači snižavanje nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Ovaj faktor ima značajan uticaj.

Naime, koeficijent uticaja štednje javnog sektora na deficit tekućeg računa je +2,74. U prevodu, sa povećanjem štednje javnog sektora od 1%, na dugi rok, deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore poboljšaće se za 2,74%.

Jasno je iz rezultat a istraživanja sprovedenog i objašnjenog u prethodnim redovima, da se svaka investicija, u sistemu i stepenu razvoja ekonomije Crne Gore mora „platiti“ deficitom tekućeg računa platnog bilansa. Analogno tome je moguće reći da je istu nuspojavu moguće „izbjeći“ ukoliko se Vlada Crne Gore odluči da štedi umjesto da investira. Međutim, jako je važno, povezati ovo sa određenim uticajem ekonomskog rasta na deficit. Naime, ukoliko se Vlada i kreatori ekonomske politike Crne Gore odluče za štednju prije negoli na investiranje, Crna Gora ima veoma malo šanse da iz tranzitne faze ekonomskog rasta i razvoja pređe u razvijenu fazu, i stoga se ta konsekvencija mora prihvatiti.

Drugim riječima, za crnogorsku ekonomiju se u trenutnim okolnostima razvoja može reći da se njeni kreatori ekonomske politike suočavaju sa *trade-off* odlukom: da li će zarad cilja ekonomskog rasta i razvoja da „podnesu“ deficit tekućeg računa (za koji je opet neophodno naći način finansiranja, tj. „pokrivanja“ eksternim zaduživanjem, sponzorstvima ili slično, što je vidljivo na kapitalno-finansijskom računu platnog bilansa Crne Gore) ili će se opredijeliti za štednju, izostanak investiranja, ostanak u fazi tranzicije i slabog ekonomskog razvoja, na račun deficita njenog tekućeg računa platnog bilansa koji će u tom slučaju „mirovati“ ili se čak smanjivati u izvjesnom, nevelikom, procentu.

Dugoročne, ali i kratkoročne determinante deficita tekućeg računa su:

- **Stopa rasta;**
- **Racio štednje privatnog sektora i BDP-a.**

Isključivo dugoročne determinante deficita tekućeg računa su:

- **Realni devizni kurs;**
- **Racio štednje javnog sektora i BDP-a.**

Isključivo kratkoročne determinante deficita tekućeg računa su:

- **Uslovi trgovanja;**
- **Kamatna stopa EUR.**

Koji je značaj ovih zaključaka? Drugim riječima, zašto je od važnosti tačno identifikovati koje su dugoročne i kratkoročne determinante deficita tekućeg računa platnog bilansa, te koje su samo dugoročne, a koje samo kratkoročne determinante deficita tekućeg računa?

Imajući u vidu da su uslovi trgovanja i kamatna stopa eura, u slučaju crnogorske ekonomije, samo kratkoročne determinante deficita tekućeg računa, i to obje sa pozitivnim implikacijama na deficit tekućeg računa, donosioci ekonomskih odluka ne bi trebalo da insistiraju na poboljšanjima uslova trgovanja ili brinu zbog dešavanja sa eurskom kamatnom stopom. Ovo je vrlo jasno i lako dokazivo u praksi. Naime, oba ova uticaja nešto su na šta (posebno crnogorska ekonomija koja ne štampa već „uvozi“ valutu koja je u opticaju u zemlji, euro) donosioci ekonomskih odluka u Crnoj Gori nijesu u mogućnosti da utiču. Stoga se njena ekonomija na dugi rok prilagođava dešavanjima i uticajima ova dva faktora.

Mnogo je značajnije ono što na crnogorski deficit tekućeg računa platnog bilansa utiče na dugi rok, bilo samo na dugi rok ili i kratkoročno i dugoročno.

Stopa rasta BDP-a Crne Gore, baš kao i štednja privatnog sektora utiču na deficit tekućeg računa platnog bilansa i na dugi i na kratki rok. To je upravo *trade-off* sa kojim se sočavaju kreatori ekonomskih odluka u Crnoj Gori o kojem je već bilo riječi. Rast crnogorske ekonomije u aktuelnim ekonomskim uslovima, može se zaključiti, zavisao je o investicije kako na dugi tako i na kratak rok, a razumljivo je da zemlja koja se opredijeli za investicije radije nego za štednju nesporno može za efekat da očekuje produblјivanje deficita tekućeg računa platnog bilansa. Slični rezultati dobijeni su za mnoge zemlje u razvoju. Međutim, svaka od vlada ovakvih zemalja, i pored toga što ima percepciju o ovim implikacijama – investicijama podržanog rasta, ipak na njima insistira, najviše zbog dugoročnih pozitivnih efekata tog istog rasta.

Na kraju, samo dugoročni uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa imaju realni devizni kurs i štednja javnog sektora.

Zanimljivo je primijetiti kako na kratak rok štednja javnog sektora nema uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa. To podržava neke dosad dokazane teorijske postulate kojima se kaže kako je u suštini moguće kratkoročno investirati radije nego štedjeti u pogledu javnog sektora i to neće imati kratkoročni uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa. Međutim, važno je pažljivo i mudro odabrati način na koji te investicije mogu donijeti dodatnu vrijednost na kratak rok, jer postoji njihov dugoročni efekat na deficit tekućeg računa platnog bilansa. Dakle, ne može se očekivati da će investicije javnog sektora doprinijeti poboljšanju stanja deficita tekućeg računa platnog bilansa ukoliko se njima vrši pokrivanje neodržive tekuće potrošnje, a ne investicije u razvojne komponente ekonomije.

Na samom kraju, prezentovano ekonometrijsko istraživanje u globalu pokazuje koeficijentom:

	-			0.
	1.8		-	0
	39	0.06	26.6	0
	91	905	429	0
CointEq(-1)*	3	8	0	0

Kako je CointEq negativan i statistički značajan, to još jednom implicira da postoji dugoročan uticaj posmatranih varijabli na deficit tekućeg računa platnog bilansa. Prema tumačenju ovog koeficijenta, biće potrebno manje od godinu dana da se dostigne ekvilibrijum nakon eksternih šokova koji kreiraju neravnotežu. Ovo znači da je crnogorska ekonomija izuzetno agilna u ponovnom postizanju stanja ekvilibrijuma što je uvijek pozitivan signal o zdravlju ekonomije jedne zemlje.

U isto vrijeme, pošto je vrijednost ovog koeficijenta veća od 1, neravnoteža opet nastaje u okviru jedne godine.

2.5 Uticaj priliva po osnovu doznaka iz inostranstva na balans na tekućem računu države

Finalni element istraživanja iz oblasti platnog bilansa Crne Gore predstavlja uticaj priliva po osnovu sekundarnih dohodaka, u prvom redu doznaka iz inostranstva na platni bilans.

Da bi se mogao analizirati uticaj doznaka iz inostranstva na ravnotežni nivo crnogorskog platnog bilansa, potrebno je prethodno analizirati njegovu strukturu. Drugim riječima, potrebno je definisati pa onda odrediti, među pojedinim djelovima platnog bilansa (prigodni grafici i prikazi koji se tiču kretanja vrijednosti pojedinih djelova crnogorskog bilansa plaćanja se nalaze u poglavlju pod nazivom: „Deficit tekućeg računa i platni bilans”) izdvojeni uticaj koji tekući transferi (među kojima su doznake iz inostranstva) imaju na račun platnog bilansa.

Prilivi po osnovu doznaka iz inostranstva su element platnog bilansa koji čini jednu od kategorija takozvanih tekućih transfera. Transferi, prema definiciji Kilibarde (2011) predstavljaju „vrstu transakcija gdje jedan izvršilac transakcija pruža ekonomsku vrijednost drugom, međutim, ne dobijajući ništa zauzvrat“. Dakle, po istoj definiciji, radi se o unilateralnim transakcijama u kojima postoji isporuka roba ili doznake novčanih sredstava bez obaveze protivčinidbe. Isti autor sugerise kako se u prošlosti dešavalo da su pomenuti tekući transferi vezivani uglavnom za ratne odštete ili pomoći jedne države drugoj, međutim danas je ova platno-bilansna pozicija izuzetno značajna u bilansima zemalja koje imaju veliku dijasporu. Ovakav je slučaj, poput mnogih zemalja regiona, i sa Crnom Gorom.

Kako suficit nastao po osnovu doznaka iz inostranstva čini suficit podračuna „tekući trasferi“, tako isti na pozitivan način doprinosi platnobilansnoj ravnoteži.

Prema staroj metodologiji obračunavanja računa platnog bilansa Crne Gore, tekući transferi su, pod tim nazivom, činili dio tekućeg računa platnog bilansa. Prema izmijenjenoj metodologiji, međutim, ova pozicija čini takođe dio tekućeg računa platnog bilansa, ali pod nazivom sekundarni dohodak. Tabele u nastavku pokazuju kretanje i saldo ovog podračuna u okviru tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Tabela 5, Tekući račun platnog bilansa Crne Gore

U hiljadama €	2005**	2006**	2007**	2008**	2009**
A. Tekući Račun (1+2+3+4)	-301,920.46	-673,534.20	-1,058,699.13	-1,535,245.16	-830,264.72
1. Robe***	-641,909.38	-966,165.75	-1,544,358.76	-2,025,271.82	-1,321,577.61
1.1. Izvoz f.o.b.	369,321.13	461,999.17	483,434.94	450,391.04	296,312.90
1.2. Uvoz f.o.b.	1,011,230.52	1,428,164.92	2,027,793.70	2,475,662.86	1,617,890.52
2. Usluge	173,421.50	166,188.38	395,022.03	371,171.91	400,560.83
Prihodi	329,765.56	418,036.49	672,971.31	776,038.09	731,514.41
Rashodi	156,344.05	251,848.12	277,949.28	404,866.18	330,953.58
2.1. Transport	5,744.70	-23,084.62	-28,319.55	-44,524.02	-2,587.46
2.1.1. Prihodi	63,669.72	56,831.40	72,013.35	92,000.22	99,050.04
2.1.2. Rashodi	57,925.02	79,916.02	100,332.90	136,524.25	101,637.50
2.2. Putovanja - turizam	211,920.33	251,110.69	432,612.29	511,176.56	490,416.28
2.2.1. Prihodi	222,193.10	271,426.70	459,544.25	540,680.60	525,711.61
2.2.2. Rashodi	10,272.77	20,316.01	26,931.96	29,504.04	35,295.33
2.3 Građevinske usluge	-37,271.07	-49,799.62	13,130.44	-14,481.14	-13,748.44
2.3.1 Prihodi	2,468.99	27,130.25	48,966.99	50,624.51	27,695.08
2.3.2 Rashodi	39,740.06	76,929.87	35,836.56	65,105.65	41,443.52
2.4 Ostale poslovne usluge	-2,970.16	-10,039.96	-11,191.79	-54,064.27	-44,628.67
2.4.1 Prihodi	4,973.85	28,414.04	46,574.32	39,935.46	29,077.83
2.4.2 Rashodi	7,944.02	38,454.00	57,766.12	93,999.73	73,706.50
2.5. Ostale usluge	-4,002.29	-1,998.12	-11,209.35	-26,935.22	-28,890.87
2.5.1. Prihodi	36,459.90	34,234.11	45,872.40	52,797.30	49,979.86
2.5.2. Rashodi	40,462.19	36,232.23	57,081.75	79,732.52	78,870.73
3. Dohodak	20,012.14	36,236.46	31,258.41	45,794.95	5,375.13
Prihodi	64,791.49	70,770.58	105,334.65	168,823.87	162,770.20
Rashodi	44,779.35	34,534.12	74,076.25	123,028.92	157,395.07
3.1. Naknade zaposlenima	61,177.19	56,906.61	74,592.16	136,528.20	149,685.02
3.1.1. Prihodi	61,177.19	61,360.31	79,780.83	141,829.41	155,710.93
3.1.2. Rashodi	0.00	4,453.70	5,188.67	5,301.21	6,025.91
3.2. Dohodak od direktnih investicija	-20,136.35	-247.74	-10,225.51	-28,551.96	-63,724.39
3.2.1. Prihodi	0.00	156.55	1,112.00	671.40	1,289.39
3.2.2. Rashodi	20,136.35	404.29	11,337.51	29,223.36	65,013.78
3.3. Dohodak od portfolio investicija	0.00	23559.00	0.00	-371.40	-53.80
3.3.1. Prihodi	0.00	46266.00	0.00	42583.00	41.96
3.3.2. Rashodi	0.00	22647.00	0.00	379.56	95.76
3.4. Dohodak od ostalih investicija	-21,028.69	-20,430.05	-33,108.25	-61,809.89	-80,531.70
3.4.1. Prihodi	3,614.30	9,244.46	24,441.82	26,314.90	5,727.92
3.4.2. Rashodi	24,643.00	29,674.51	57,550.07	88,124.79	86,259.62
4. Tekući transferi	146,555.27	90,206.71	59,379.19	73,059.81	85,376.94
Prihodi	163,454.77	108,555.23	100,760.69	109,308.27	117,681.37
Rashodi	16,899.50	18,348.52	41,381.50	36,248.47	32,304.43
4.1. Država	5,640.63	6,791.08	1,886.59	9,262.47	5,348.27
4.1.1. Prihodi	8,137.03	8,148.15	7,781.48	13,495.64	14,822.20
4.1.2. Rashodi	2,496.40	1,357.07	5,894.89	4,233.17	9,473.93
4.2. Ostali sektori	140,914.64	83,415.63	57,492.60	63,797.34	80,028.67
4.2.1. Prihodi	155,317.74	100,407.08	92,979.21	95,812.63	102,859.17
4.2.2. Rashodi	14,403.10	16,991.45	35,486.61	32,015.29	22,830.50

Izvor: CBCG

U nastavku se nalazi tabela koja prikazuje strukturu tekućeg računa, prema novoj obračunskoj metodologiji MMF-a, ali i novoj nomenklaturi, u kojoj se podračun tekućih transfera naziva sekundarnim dohotkom.

Iz tabele 6, koja se nalazi u nastavku, može se zaključiti da je zvanično izvještavanje institucije koja je nadležna za objavljivanje navedenih podataka, detaljnije nego što je bio slučaj u prethodno posmatranom periodu (2005.-2009.), što omogućava mnogo kompleksniju ekonomsku analizu i detaljniji prikaz strukture svakog od podračuna koji čini tekući račun bilansa plaćanja. Za sada, fokus je na analiziranju doznaka iz inostranstva.

Tabela 6, Tekući račun platnog bilansa Crne Gore u periodu 2010-2017; izvor: CBCG

U hiljadama €	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
1. Tekući Račun (1.A+1.B+1.C)	-634,715	-482,43	-486,14	-383,014	-429,129	-401,675	-641,975	-691,698
1.A Saldo Roba I Usluga	-793,83	-708,127	-771,365	-675,395	-686,059	-674,859	-888,575	-1,007,904
1.A.a Robe**	-1,272,120	-1,302,612	-1,384,192	-1,328,624	-1,376,404	-1,463,731	-1,657,656	-1,860,064
Izvoz	339,647	470,452	387,527	395,712	357,496	330,345	350,833	382,449
Uvoz	1,611,767	1,773,064	1,771,719	1,724,335	1,733,900	1,794,076	2,008,488	2,242,513
1.A.b Usluge	478,29	594,485	612,827	653,229	690,345	788,871	769,081	852,16
Prihodi	806,048	903,802	950,55	994,418	1,030,642	1,214,284	1,254,603	1,382,551
Rashodi	327,758	309,317	337,723	341,189	340,297	425,413	485,522	530,391
1.A.b.3 Transport	20,36	32,094	42,053	42,634	45,583	63,924	48,81	45,932
<i>Prihodi</i>	130,268	151,567	167,505	173,106	176,936	214,639	233,964	260,498
<i>Rashodi</i>	109,908	119,473	125,452	130,472	131,353	150,715	185,154	214,566
1.A.b.4 Putovanja - turizam	517,218	591,357	612,656	629,683	646,776	772,53	775,629	862,391
<i>Prihodi</i>	552,102	619,493	643,184	665,63	682,338	813,332	835,743	921,736
<i>Rashodi</i>	34,884	28,136	30,528	35,946	35,562	40,802	60,114	59,345
1.A.b.5 Građevinske usluge	-17,135	10,793	-1,476	33,02	28,153	-2,809	5,861	1,802
<i>Prihodi</i>	26,783	32,271	34,329	41,358	48,159	45,375	31,615	31,24
<i>Rashodi</i>	43,918	21,479	35,805	8,338	20,005	48,185	25,755	29,438
1.A.b.10 Ostale poslovne usluge	-28,94	-31,15	-25,932	-47,076	-24,617	-40,244	-37,545	-37,696
<i>Prihodi</i>	33,883	36,042	41,82	42,824	48,17	50,822	64,571	75,161
<i>Rashodi</i>	62,823	67,191	67,752	89,9	72,787	91,066	102,116	112,858
Ostale usluge	-13,212	-8,61	-14,474	-5,032	-5,55	-4,529	-23,673	-20,269
<i>Prihodi</i>	63,012	64,429	63,712	71,501	75,039	90,116	88,709	93,915
<i>Rashodi</i>	76,224	73,038	78,186	76,533	80,59	94,645	112,383	114,185
1.B. Primarni dohodak	-21,738	26,269	53,827	65,544	45,901	80,047	34,567	87,768
Prihodi	165,802	192,822	206,22	212,668	226,093	247,699	257,828	273,915
Rashodi	187,54	166,553	152,393	147,124	180,192	167,652	223,261	186,148
1.B.1 Kompenzacije zaposlenih	150,239	168,33	173,777	185,284	193,994	214,378	224,112	233,808
<i>Prihodi</i>	158,914	179,51	186,906	197,949	211,094	229,918	245,989	259,058
<i>Rashodi</i>	8,675	11,181	13,13	12,665	17,099	15,54	21,877	25,25
1.B.2 Dohodak od međunarodnog ulaganja	-171,977	-142,061	-119,95	-119,739	-148,093	-134,331	-189,545	-146,04
<i>Prihodi</i>	6,888	13,311	19,314	14,72	15	17,781	11,839	14,857
<i>Rashodi</i>	178,865	155,372	139,263	134,459	163,092	152,112	201,384	160,897
1.B.2.1 Dohodak od direktnih	-74,053	-29,817	-24,693	-20,913	-51,744	-39,239	-98,02	-59,91

investicija									
	<i>Prihodi</i>	1,707	2,1	669	575	1,338	1,347	4,149	1,1
	<i>Rashodi</i>	75,759	31,916	25,362	21,488	53,083	40,586	102,169	61,01
kapitala i akcija investicionog fonda	1.B.2.1.1 Dohodak od vlasničkog	-74,053	-29,817	-24,693	-20,913	-51,744	-39,239	-98,218	-55,137
	Prihodi	1,707	2,1	669	575	1,338	1,347	2,447	1,019
	Rashodi	75,759	31,916	25,362	21,488	53,083	40,586	100,665	56,156
	1.B.2.1.2 Dohodak od kamata	0	0	0	0	0	0	198	-4,773
	Prihodi	0	0	0	0	0	0	1,702	82
	Rashodi	0	0	0	0	0	0	1,504	4,854
investicija	1.B.2.2 Dohodak od portfolio	0	-14,626	-28,071	-38,218	-40,078	-43,17	-49,382	-42,759
	<i>Prihodi</i>	0	80	1,294	1,293	1,1	6,614	2,679	8,916
	<i>Rashodi</i>	0	14,706	29,365	39,511	41,179	49,784	52,06	51,675
<i>HOV i HOV investicionih fondova</i>	<i>1.B.2.1.1 Dohodak od vlasničkih</i>	0	0	0	0	0	0	1	4
	Prihodi	0	0	0	0	0	0	9	4
	Rashodi	0	0	0	0	0	0	7	0
	<i>1.B.2.1.2 Dohodak od kamata</i>	0	-14,626	-28,071	-38,218	-40,078	-43,17	-49,383	-42,762
	Prihodi	0	80	1,294	1,293	1,1	6,614	2,67	8,913
	Rashodi	0	14,706	29,365	39,511	41,179	49,784	52,053	51,675
	1.B.2.3 Dohodak od ostalih investicija	-97,925	-97,618	-67,185	-60,608	-56,27	-51,922	-42,144	-43,372
	<i>Prihodi</i>	5,181	11,132	17,351	12,851	12,561	9,819	5,011	4,84
	<i>Rashodi</i>	103,106	108,75	84,536	73,46	68,831	61,741	47,155	48,212
<i>kvazi-korporacija</i>	<i>1.B.2.3.1 Povlačenje dobiti iz</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
	<i>Prihodi</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
	<i>Rashodi</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
	<i>1.B.2.3.1 Dohodak od kamata</i>	-97,925	-97,618	-67,185	-60,608	-56,27	-51,922	-42,144	-43,372
	<i>Prihodi</i>	5,181	11,132	17,351	12,851	12,561	9,819	5,011	4,84
	<i>Rashodi</i>	103,106	108,75	84,536	73,46	68,831	61,741	47,155	48,212
1.C. Sekundarni dohodak		180,853	199,428	231,398	226,836	211,028	193,138	212,034	228,438
	Prihodi	225,999	250,691	287,885	291,43	280,709	266,242	281,083	303,822
	Rashodi	45,146	51,263	56,487	64,593	69,681	73,104	69,05	75,384
1.C.1 Država		16,41	5,8	17,786	22,022	23,964	3,881	24,374	20,835

Prihodi	23,855	14,007	23,792	28,863	32,775	17,688	34,945	33,17
Rashodi	7,446	8,207	6,006	6,841	8,811	13,807	10,571	12,335
1.C.2 Finansijske korporacije, nefinansijske korporacije, domaćinstva i NPISHs	164,443	193,628	213,612	204,814	187,064	189,257	187,659	207,603
Prihodi	202,143	236,684	264,093	262,566	247,934	248,553	246,138	270,652
Rashodi	37,7	43,056	50,481	57,752	60,87	59,297	58,479	63,049
Lični transferi	152,427	166,564	180,312	176,901	160,918	160,742	156,227	165,948
Prihodi	169,237	186,591	208,192	212,555	198,247	193,574	188,551	202,666
Rashodi	16,81	20,027	27,879	35,654	37,329	32,832	32,325	36,717
Ostali tekući transferi	12,017	27,064	33,3	27,913	26,146	28,515	31,433	41,655
Prihodi	32,907	50,093	55,901	50,011	49,687	54,979	57,587	67,987
Rashodi	20,89	23,029	22,602	22,098	23,541	26,465	26,154	26,332
<i>od čega: Socijalna primanja</i>	21,068	23,268	24,058	24,421	23,865	25,359	25,424	26,987
Prihodi	28,72	32,669	33,154	34,379	33,664	35,099	35,296	37,149
Rashodi	7,652	9,401	9,096	9,957	9,799	9,74	9,872	10,162

Izvor: CBCG

Izdvojeno, možemo posmatrati samo tekuće transfere u istim periodima:

Tabela 7, Podračun tekućih transfera u okviru Tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u periodu 2005-2009.

U hiljadama €	2005.**	2006.**	2007.**	2008.**	2009.**
A. TEKUĆI RAČUN (1+2+3+4)	-301,920.46	-673,534.20	-1,058,699.13	-1,535,245.16	-830,264.72
4. Tekući transferi	146,555.27	90,206.71	59,379.19	73,059.81	85,376.94
Prihodi	163,454.77	108,555.23	100,760.69	109,308.27	117,681.37
Rashodi	16,899.50	18,348.52	41,381.50	36,248.47	32,304.43
4.1. Država	5,640.63	6,791.08	1,886.59	9,262.47	5,348.27
4.1.1. Prihodi	8,137.03	8,148.15	7,781.48	13,495.64	14,822.20
4.1.2. Rashodi	2,496.40	1,357.07	5,894.89	4,233.17	9,473.93
4.2. Ostali sektori	140,914.64	83,415.63	57,492.60	63,797.34	80,028.67
4.2.1. Prihodi	155,317.74	100,407.08	92,979.21	95,812.63	102,859.17
4.2.2. Rashodi	14,403.10	16,991.45	35,486.61	32,015.29	22,830.50

Izvor: CBCG

Tabela 8, Podračun tekućih transfera u okviru Tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u periodu 2010-2017.

1. Tekući račun	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
	-634,72	-482,43	-486,14	-383,01	-429,13	-401,68	-641,98	-691,70
1.C. Sekundarni dohodak	180,85	199,43	231,40	226,84	211,03	193,14	212,03	228,44
Prihodi	226,00	250,69	287,89	291,43	280,71	266,24	281,08	303,82
Rashodi	45,15	51,26	56,49	64,59	69,68	73,10	69,05	75,38
1.C.1 Država	16,41	5,80	17,79	22,02	23,96	3,88	24,37	20,84
Prihodi	23,86	14,01	23,79	28,86	32,78	17,69	34,95	33,17
Rashodi	7,45	8,21	6,01	6,84	8,81	13,81	10,57	12,34
1.C.2 Fin. i nef. korporacije, domaćinstva i NPISHs	164,44	193,63	213,61	204,81	187,06	189,26	187,66	207,60
Prihodi	202,14	236,68	264,09	262,57	247,93	248,55	246,14	270,65
Rashodi	37,70	43,06	50,48	57,75	60,87	59,30	58,48	63,05
Lični transferi	152,43	166,56	180,31	176,90	160,92	160,74	156,23	165,95
Prihodi	169,24	186,59	208,19	212,56	198,25	193,57	188,55	202,67
Rashodi	16,81	20,03	27,88	35,65	37,33	32,83	32,33	36,72
Ostali tekući transferi	12,02	27,06	33,30	27,91	26,15	28,52	31,43	41,66
Prihodi	32,91	50,09	55,90	50,01	49,69	54,98	57,59	67,99
Rashodi	20,89	23,03	22,60	22,10	23,54	26,47	26,15	26,33
od čega: Socijalna primanja	21,07	23,27	24,06	24,42	23,87	25,36	25,42	26,99
Prihodi	28,72	32,67	33,15	34,38	33,66	35,10	35,30	37,15
Rashodi	7,65	9,40	9,10	9,96	9,80	9,74	9,87	10,16

Izvor: CBCG

Analizirajući strukturu i kretanje činidbenih elemenata podračuna tekućih transfera za period od 2005. do 2009. ali i od 2010. do 2017. godine možemo izvesti sljedeće zaključke:

- Sumarno, u 2007. godini platni bilans Crne Gore karakterisao je „rekordan priliv stranih direktnih investicija, rekordan priliv prihoda po osnovu turizma, visoke stope rasta priliva sredstava iz inostranstva kroz bankarski sistem, rekordan uvoz i rekordni deficit tekućeg računa platnog bilansa.” (CBCG, 2019)
- Podračuni tekućeg računa platnog bilansa koji su za posmatrani period bili u suficitu su sljedeći (iz tabela iznad):

- Podračun „Tekući transferi”;
- Podračun „Dohodak”;
- Podračun „Usluge”.

Analizirajući dobijene rezultate moguće je tvrditi kako su za cijeli izvještajni period, dakle od 2005. do 2017. godine, zaključno sa tom godinom, sva tri nabrojana podračuna u suficitu.

Takođe, moguće je tvrditi, kao što je ranije rečeno, kako suficit podračuna tekućih transfera, odnosno podračuna sekundarnog dohotka, u slučaju Crne Gore, doprinosi kompenzaciji deficita tekućeg računa platnog bilansa.

Jedini podračun tekućeg računa platnog bilansa koji je za posmatrani period bio u deficitu je podračun “Roba”.

Iz navedenog je moguće zaključiti kako je crnogorska ekonomija za posmatrani period bila izuzetno zavisna o uvozu roba, kao i da je nedovoljna komparativna prednost u proizvodnji roba u kombinaciji sa otvorenošću ka globalnom tržištu, koja je omogućila slobodnu trgovinu, u najvećoj mjeri uticala na stvaranje deficita na podračunu roba, koji je posljedično uticao na deficit na tekućem računu platnog bilansa.

Takođe, za navedeni period moguće je reći da je uvoz roba bio i do skoro šest puta veći (u 2009.) u odnosu na uvoz roba. Ovaj raspon kretao se od 2,74 puta većeg uvoza roba od izvoza roba do 5,86 puta većeg uvoza roba od izvoza roba (tabele broj 9 i 10).

Tabela 9, Odnos uvoza roba u odnosu na izvoz, za period 2005-2009.

Godina	2005.**	2006.**	2007.**	2008.**	2009.**
A. TEKUĆI RAČUN (1+2+3+4)	-301,920.46	-673,534.20	-1,058,699.13	-1,535,245.16	-830,264.72
1. Robe***	-641,909.38	-966,165.75	-1,544,358.76	-2,025,271.82	-1,321,577.61
1.1. Izvoz f.o.b.	369,321.13	461,999.17	483,434.94	450,391.04	296,312.90
1.2. Uvoz f.o.b.	1,011,230.52	1,428,164.92	2,027,793.70	2,475,662.86	1,617,890.52
<i>Odnos uvoz/izvoz</i>	<i>2.74</i>	<i>3.09</i>	<i>4.19</i>	<i>5.50</i>	<i>5.46</i>

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor osnovnih podataka za kalkulaciju: CBCG

Procentualno učešće podračuna „tekući transferi” u suficitnoj strani tekućeg računa platnog bilansa je, po godinama, za period 2005. do 2009. godine prikazano u tabeli broj 11.

Tabela 10, Odnos uvoza roba u odnosu na izvoz, za period 2010-2017.

Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
1. Tekući Račun	-634,715	-482,430	-486,140	-383,014	-429,129	-401,675	-641,975	-691,698
1.A Saldo roba i usluga	-793,830	-708,127	-771,365	-675,395	-686,059	-674,859	-888,575	-1,007,904
1.A.a Robe**	-1,272,120	-1,302,612	-1,384,192	-1,328,624	-1,376,404	-1,463,731	-1,657,656	-1,860,064
Izvoz	339,647	470,452	387,527	395,712	357,496	330,345	350,833	382,449
Uvoz	1,611,767	1,773,064	1,771,719	1,724,335	1,733,900	1,794,076	2,008,488	2,242,513
Odnos uvoz/izvoz	4.75	3.77	4.57	4.36	4.85	5.43	5.72	5.86

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor osnovnih podataka za kalkuciju: CBCG

Tabela 11, Procentualno učešće tekućih transfera u suficitnoj strani tekućeg računa BP, za period 2005-2009.

Godina	2005.**	2006.**	2007.**	2008.**	2009.**
Tek. Transferi u okviru Doh str TR PB	43.11%	30.83%	12.23%	14.91%	17.38%

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor osnovnih podataka za kalkuciju: CBCG

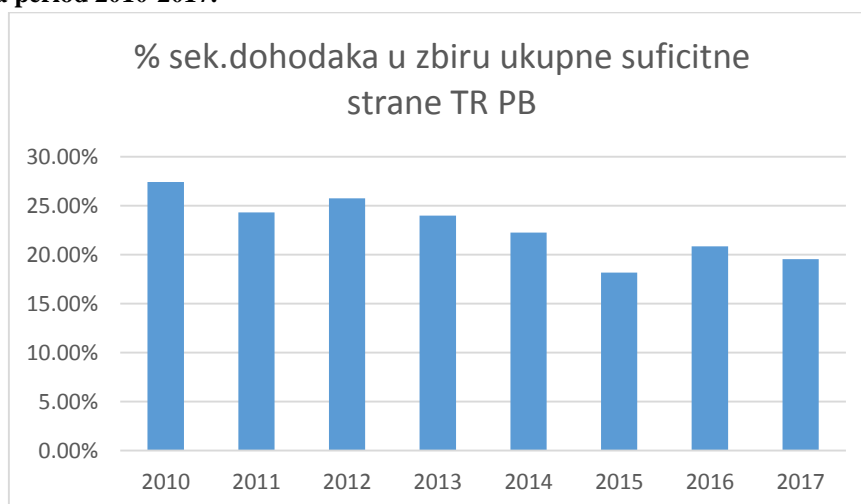
Procentualno učešće podračuna „tekući transferi” u suficitnoj strani tekućeg računa platnog bilansa je, po godinama, za period 2010. do 2017. godine prikazano u tabeli broj 12.

Tabela 12, Procentualno učešće tekućih transfera u suficitnoj strani tekućeg računa BP, za period 2010-2017.

Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Sek.dohodak u okviru Doh str TR PB (u %)	27.44	24.32	25.77	23.99	22.28	18.19	20.88	19.55

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor osnovnih podataka za kalkuciju: CBCG

Procentualno učešće za skoriji posmatrani period (2010-2017) dato je na grafikonu broj 10.

Grafikon 10, Procentualno učešće tekućih transfera u suficitnoj strani tekućeg računa BP, za period 2010-2017.

Izvor: Kalkulacija autorke

Kada je riječ o strukturi računa tekućih transfera u posmatranom periodu, ona je, kao što je moguće vidjeti iz tabele 13, sljedeća: tek je 3% do maksimum 12% (po godinama) bilo tekućih transfera upućenih državi (što bi mogle biti unilaterne pomoći ili državne

subvencije) dok je ostatak, u gotovo svim godinama posmatranog perioda, dakle preko 90% računa tekućih transfera, bilo upućeno stanovništvu.

Tabela 13, Podjela tekućih transfera na one ka državi i one ka stanovništvu, period 2005-2009.

Godina	2005.**	2006.**	2007.**	2008.**	2009.**
Tekući transferi državi	3.85%	7.53%	3.18%	12.68%	6.26%
Tekući transferi stanovništvu	96.15%	92.47%	96.82%	87.32%	93.74%

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor osnovnih podataka za kalkulaciju: CBCG

Podjela tekućih transfera na one ka državi i one ka stanovništvu za period od 2010. do 2017. godine, u procentualnim iznosima, data je u tabeli broj 14.

Tabela 14, Podjela tekućih transfera na one ka državi i one ka stanovništvu, period 2010-2017.

Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Sek. dohodak državi	9.07%	2.91%	7.69%	9.71%	11.36%	2.01%	11.50%	9.12%
Sek.dohodak ka*:	90.93%	97.09%	92.31%	90.29%	88.64%	97.99%	88.50%	90.88%

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor osnovnih podataka za kalkulaciju: CBCG

*Finansijskim i nefinansijskim korporacijama, domaćinstvima i NPISHs

Struktura podračuna sekundarnih dokodaka, za period od 2010. do 2017. godine, vidljiva je na grafikonu broj 11, koji je prezentovan u nastavku.

Grafikon 11, Struktura podračuna sekundarnih dokodaka, za period 2010-2017.



Izvor: Kalkulacija autorke

Na kraju, važno je pomenuti i tzv. pesimistični retroaktivni scenario.

Tabela 15, Stanje tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u pesimističnom retroaktivnom scenariju, da nema priliva i posljedično suficita po osnovnu tekućih transfera, period 2005-2009.

U hiljadama €	2005.**	2006.**	2007.**	2008.**	2009.**
A. TEKUĆI RAČ. (1+2+3+4) SA TT	-301,920.46	-673,534.20	-1,058,699.13	-1,535,245.16	-830,264.72
A. TEKUĆI RAČ. (1+2+3+4) BEZ TT	-448,475.73	-763,740.91	-1,118,078.32	-1,608,304.97	-915,641.66
1. Robe***	-641,909.38	-966,165.75	-1,544,358.76	-2,025,271.82	-1,321,577.61
1.1. Izvoz f.o.b.	369,321.13	461,999.17	483,434.94	450,391.04	296,312.90
1.2. Uvoz f.o.b.	1,011,230.52	1,428,164.92	2,027,793.70	2,475,662.86	1,617,890.52
<i>Odnos uvoza/izvoza</i>	<i>2.74</i>	<i>3.09</i>	<i>4.19</i>	<i>5.50</i>	<i>5.46</i>
2. Usluge	173,421.50	166,188.38	395,022.03	371,171.91	400,560.83
Prihodi	329,765.56	418,036.49	672,971.31	776,038.09	731,514.41
Rashodi	156,344.05	251,848.12	277,949.28	404,866.18	330,953.58
2.1. Transport	5,744.70	-23,084.62	-28,319.55	-44,524.02	-2,587.46
2.1.1. Prihodi	63,669.72	56,831.40	72,013.35	92,000.22	99,050.04
2.1.2. Rashodi	57,925.02	79,916.02	100,332.90	136,524.25	101,637.50
2.2. Putovanja - turizam	211,920.33	251,110.69	432,612.29	511,176.56	490,416.28
2.2.1. Prihodi	222,193.10	271,426.70	459,544.25	540,680.60	525,711.61
2.2.2. Rashodi	10,272.77	20,316.01	26,931.96	29,504.04	35,295.33
2.3. Građevinske usluge	-37,271.07	-49,799.62	13,130.44	-14,481.14	-13,748.44
2.3.1. Prihodi	2,468.99	27,130.25	48,966.99	50,624.51	27,695.08
2.3.2. Rashodi	39,740.06	76,929.87	35,836.56	65,105.65	41,443.52
2.4. Ostale poslovne usluge	-2,970.16	-10,039.96	-11,191.79	-54,064.27	-44,628.67
2.4.1. Prihodi	4,973.85	28,414.04	46,574.32	39,935.46	29,077.83
2.4.2. Rashodi	7,944.02	38,454.00	57,766.12	93,999.73	73,706.50
2.5. Ostale usluge	-4,002.29	-1,998.12	-11,209.35	-26,935.22	-28,890.87
2.5.1. Prihodi	36,459.90	34,234.11	45,872.40	52,797.30	49,979.86
2.5.2. Rashodi	40,462.19	36,232.23	57,081.75	79,732.52	78,870.73
3. Dohodak	20,012.14	36,236.46	31,258.41	45,794.95	5,375.13
Prihodi	64,791.49	70,770.58	105,334.65	168,823.87	162,770.20
Rashodi	44,779.35	34,534.12	74,076.25	123,028.92	157,395.07
3.1. Naknade zaposlenima	61,177.19	56,906.61	74,592.16	136,528.20	149,685.02
3.1.1. Prihodi	61,177.19	61,360.31	79,780.83	141,829.41	155,710.93
3.1.2. Rashodi	0.00	4,453.70	5,188.67	5,301.21	6,025.91
3.2. Dohodak od direktnih investicija	-20,136.35	-247.74	-10,225.51	-28,551.96	-63,724.39
3.2.1. Prihodi	0.00	156.55	1,112.00	671.40	1,289.39
3.2.2. Rashodi	20,136.35	404.29	11,337.51	29,223.36	65,013.78
3.3. Dohodak od portfolio investicija	0.00	7.64	0.00	-371.40	-53.80
3.3.1. Prihodi	0.00	9.26	0.00	8.16	41.96
3.3.2. Rashodi	0.00	1.62	0.00	379.56	95.76
3.4. Dohodak od ostalih investicija	-21,028.69	-20,430.05	-33,108.25	-61,809.89	-80,531.70
3.4.1. Prihodi	3,614.30	9,244.46	24,441.82	26,314.90	5,727.92
3.4.2. Rashodi	24,643.00	29,674.51	57,550.07	88,124.79	86,259.62
4. Tekući transferi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Prihodi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Rashodi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4.1. Država	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4.1.1. Prihodi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4.1.2. Rashodi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4.2. Ostali sektori	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4.2.1. Prihodi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4.2.2. Rashodi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor osnovnih podataka za kalkulaciju: CBCG

To je moguće učiniti analiziranjem potencijalnog deficita koji bi postojao na tekućem računu bilansa plaćanja Crne Gore, da ne postoji injekcija suficita sa podračuna tekućih transfera. Taj se slučaj može analizirati posmatranjem elemenata tabele broj 15 i 16.

Tabela broj 15 označava stanje tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u pesimističnom retroaktivnom scenariju, da nema priliva i posljedično suficita po osnovnu tekućih transfera, period od 2005. do 2009. godine.

Naredna, tabela broj 16 daje slične podatke (stanje tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u pesimističnom retroaktivnom scenariju, da nema priliva i posljedično suficita po osnovnu tekućih transfera) za drugi period - od 2010. do 2017. godine.

U tabeli 16 vidljivo je (red koji je potrebno posmatrati je u narandžastoj boji) u kojoj mjeri suficit na podračunu tekućih transfera pozitivno utiče na snižavanje deficita tekućeg računa platnog bilansa, i posljedično snižava potrebu države da na finansijskom i kapitalnom računu platnog bilansa iznalazi načine za dovođenje platnog bilansa u ravnotežno stanje.

Tabela 16, Stanje tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u pesimističnom retroaktivnom scenariju*, period 2010-2017.

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
TR sa sekundarnim dohotkom	-634,715	-482,430	-486,140	-383,014	-429,129	-401,675	-641,975	-691,698
TR bez sekundarnog dohotka	-815,568	-681,858	-717,538	-609,850	-640,157	-594,812	-854,008	-920,136
1.A SALDO ROBA I USLUGA	-793,830	-708,127	-771,365	-675,395	-686,059	-674,859	-888,575	-1,007,904
1.A.a Robe**	-1,272,120	-1,302,612	-1,384,192	-1,328,624	-1,376,404	-1,463,731	-1,657,656	-1,860,064
Izvoz	339,647	470,452	387,527	395,712	357,496	330,345	350,833	382,449
Uvoz	1,611,767	1,773,064	1,771,719	1,724,335	1,733,900	1,794,076	2,008,488	2,242,513
Odnos uvoz/izvoz	4.75	3.77	4.57	4.36	4.85	5.43	5.72	5.86
1.A.b Usluge	478,290	594,485	612,827	653,229	690,345	788,871	769,081	852,160
Prihodi	806,048	903,802	950,550	994,418	1,030,642	1,214,284	1,254,603	1,382,551
Rashodi	327,758	309,317	337,723	341,189	340,297	425,413	485,522	530,391
1.A.b.3 Transport	20,360	32,094	42,053	42,634	45,583	63,924	48,810	45,932
Prihodi	130,268	151,567	167,505	173,106	176,936	214,639	233,964	260,498
Rashodi	109,908	119,473	125,452	130,472	131,353	150,715	185,154	214,566
1.A.b.4 Putovanja - turizam	517,218	591,357	612,656	629,683	646,776	772,530	775,629	862,391
Prihodi	552,102	619,493	643,184	665,630	682,338	813,332	835,743	921,736
Rashodi	34,884	28,136	30,528	35,946	35,562	40,802	60,114	59,345
1.A.b.5 Građevinske usluge	-17,135	10,793	-1,476	33,020	28,153	-2,809	5,861	1,802
Prihodi	26,783	32,271	34,329	41,358	48,159	45,375	31,615	31,240
Rashodi	43,918	21,479	35,805	8,338	20,005	48,185	25,755	29,438
1.A.b.10 Ostale poslovne usluge	-28,940	-31,150	-25,932	-47,076	-24,617	-40,244	-37,545	-37,696
Prihodi	33,883	36,042	41,820	42,824	48,170	50,822	64,571	75,161
Rashodi	62,823	67,191	67,752	89,900	72,787	91,066	102,116	112,858
Ostale usluge	-13,212	-8,610	-14,474	-5,032	-5,550	-4,529	-23,673	-20,269
Prihodi	63,012	64,429	63,712	71,501	75,039	90,116	88,709	93,915
Rashodi	76,224	73,038	78,186	76,533	80,590	94,645	112,383	114,185
1.B. Primarni dohodak	-21,738	26,269	53,827	65,544	45,901	80,047	34,567	87,768
Prihodi	165,802	192,822	206,220	212,668	226,093	247,699	257,828	273,915
Rashodi	187,540	166,553	152,393	147,124	180,192	167,652	223,261	186,148
1.B.1 Kompenzacije zaposlenih	150,239	168,330	173,777	185,284	193,994	214,378	224,112	233,808
Prihodi	158,914	179,510	186,906	197,949	211,094	229,918	245,989	259,058
Rashodi	8,675	11,181	13,130	12,665	17,099	15,540	21,877	25,250
1.B.2 Dohodak od međunarodnog ulaganja	-171,977	-142,061	-119,950	-119,739	-148,093	-134,331	-189,545	-146,040
Prihodi	6,888	13,311	19,314	14,720	15,000	17,781	11,839	14,857
Rashodi	178,865	155,372	139,263	134,459	163,092	152,112	201,384	160,897
1.B.2.1 Dohodak od direktnih investicija	-74,053	-29,817	-24,693	-20,913	-51,744	-39,239	-98,020	-59,910
Prihodi	1,707	2,100	669	575	1,338	1,347	4,149	1,100
Rashodi	75,759	31,916	25,362	21,488	53,083	40,586	102,169	61,010
1.B.2.1.1 Dohodak od vlas. kapitala i akcija IF-a	-74,053	-29,817	-24,693	-20,913	-51,744	-39,239	-98,218	-55,137
Prihodi	1,707	2,100	669	575	1,338	1,347	2,447	1,019

Rashodi	75,759	31,916	25,362	21,488	53,083	40,586	100,665	56,156
1.B.2.1.2 Dohodak od kamata	0	0	0	0	0	0	198	-4,773
Prihodi	0	0	0	0	0	0	1,702	82
Rashodi	0	0	0	0	0	0	1,504	4,854
1.B.2.2 Dohodak od portfolio investicija	0	-14,626	-28,071	-38,218	-40,078	-43,170	-49,382	-42,759
Prihodi	0	80	1,294	1,293	1,100	6,614	2,679	8,916
Rashodi	0	14,706	29,365	39,511	41,179	49,784	52,060	51,675
1.B.2.1.1 Dohodak od vlasničkih HOV i HOV IF-a	0	0	0	0	0	0	1	4
Prihodi	0	0	0	0	0	0	9	4
Rashodi	0	0	0	0	0	0	7	0
1.B.2.1.2 Dohodak od kamata	0	-14,626	-28,071	-38,218	-40,078	-43,170	-49,383	-42,762
Prihodi	0	80	1,294	1,293	1,100	6,614	2,670	8,913
Rashodi	0	14,706	29,365	39,511	41,179	49,784	52,053	51,675
1.B.2.3 Dohodak od ostalih investicija	-97,925	-97,618	-67,185	-60,608	-56,270	-51,922	-42,144	-43,372
Prihodi	5,181	11,132	17,351	12,851	12,561	9,819	5,011	4,840
Rashodi	103,106	108,750	84,536	73,460	68,831	61,741	47,155	48,212
1.B.2.3.1 Povlačenje dobiti iz kvazi-korporacija	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Rashodi	0	0	0	0	0	0	0	0
1.B.2.3.1 Dohodak od kamata	-97,925	-97,618	-67,185	-60,608	-56,270	-51,922	-42,144	-43,372
Prihodi	5,181	11,132	17,351	12,851	12,561	9,819	5,011	4,840
Rashodi	103,106	108,750	84,536	73,460	68,831	61,741	47,155	48,212
1.C. Sekundarni dohodak	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Rashodi	0	0	0	0	0	0	0	0
1.C.1 Država	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Rashodi	0	0	0	0	0	0	0	0
1.C.2 Finansijske korporacije, nefinansijske korporacije, domaćinstva i NPISHs	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Rashodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Lični transferi	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Rashodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostali tekući transferi	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Rashodi	0	0	0	0	0	0	0	0
od čega: Socijalna primanja	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Rashodi	0	0	0	0	0	0	0	0

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor osnovnih podataka za kalkulaciju: CBCG

*da nema priliva i posljedično suficita po osnovnu tekućih transfera

Tabela 17, Stanje tekućeg računa sa i bez tekućih transfera za period 2005-2009.

U hiljadama €	2005.**	2006.**	2007.**	2008.**	2009.**
TR sa tekućim transferima	-301,920.46	-673,534.20	-1,058,699.13	-1,535,245.16	-830,264.72
TR bez tekućih transfera	-448,475.73	-763,740.91	-1,118,078.32	-1,608,304.97	-915,641.66
Razlika, %	-48.54%	-13.39%	-5.61%	-4.76%	-10.28%

Izvor: Kalkulacija autorke

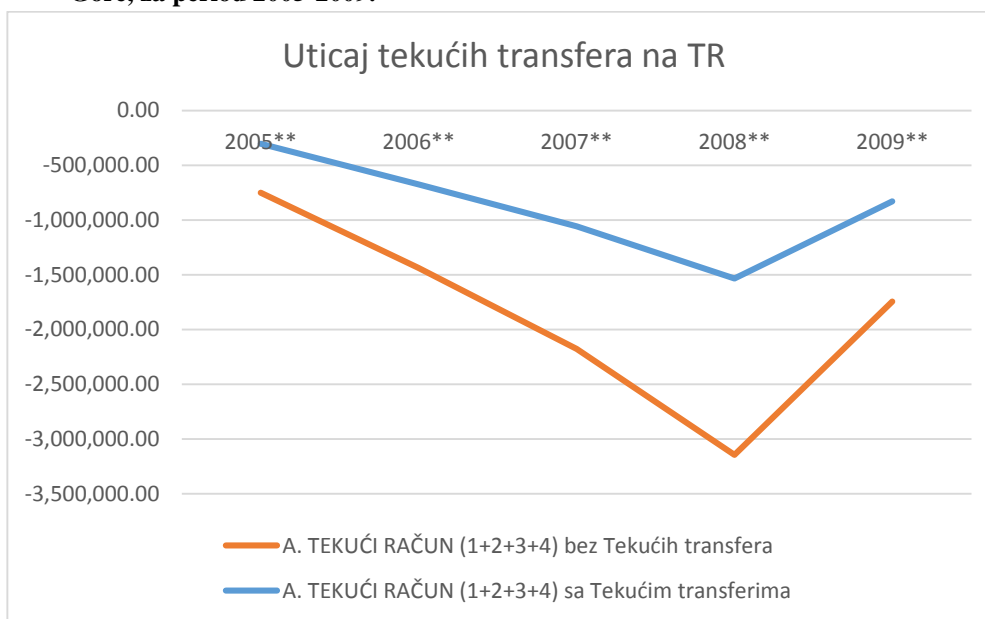
Tabela 18, Stanje tekućeg računa sa i bez tekućih transfera za period 2010-2017.

U hiljadama €	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
TR sa sek. dohotkom	-634,715	-482,430	-486,140	-383,014	-429,129	-401,675	-641,975	-691,698
TR bez sek. dohotka	-815,568	-681,858	-717,538	-609,850	-640,157	-594,812	-854,008	-920,136
Razlika, %	-28.49%	-41.34%	-47.60%	-59.22%	-49.18%	-48.08%	-33.03%	-33.03%

Izvor: Kalkulacija autorke

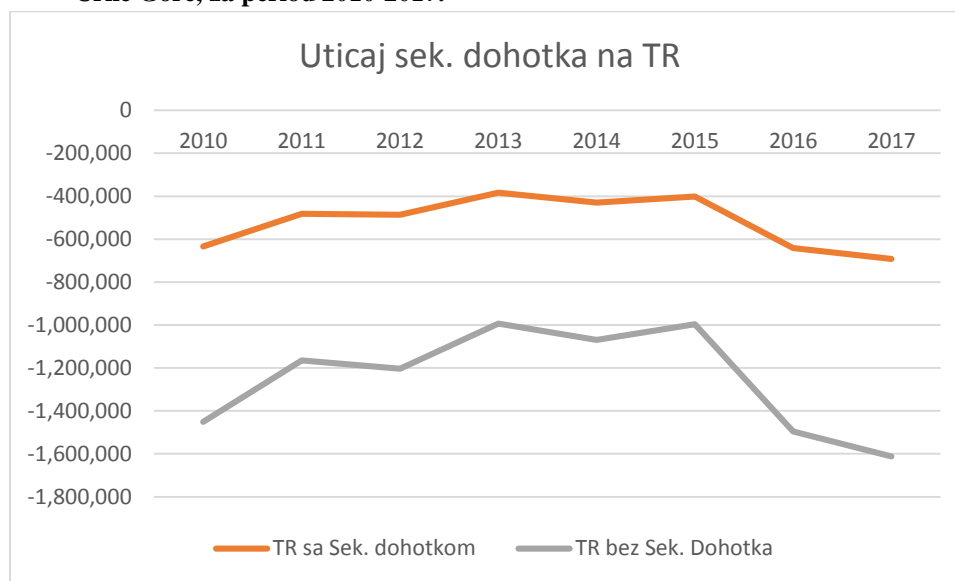
Za posmatrani period, iz tabela 17 i 18, u redu pod nazivom „razlika, %“ nalazi se procentualna vrijednost potencijalnog uvećavanja deficita (snižavanja vrijednosti) na tekućem računu platnog bilansa, da u navedenim godinama nije bilo injekcije suficita od tekućih transfera. Taj uticaj, radi lakšeg razumijevanja, grafički je prezentovan na graficima 12 i 13.

Grafikon 12, uticaj tekućih transfera na tekući račun platnog bilansa Crne Gore, za period 2005-2009.



Izvor: Kalkulacija autorke

Grafikon 13, uticaj tekućih transfera na tekući račun platnog bilansa Crne Gore, za period 2010-2017.



Izvor: Kalkulacija autorke

Strane direktne investicije po mnogima predstavljaju pokretač privrednog razvoja Crne Gore što su kao centralnu tezu rada iznijeli Fabris, Kilibard, Kalezić, Radunović i Rakočević (2008). Navedeni naučnici su još 2008. godine, prije nego što su u Crnu Goru počele da se ulivaju najveće investicije i otvaraju investitorske kompanije, iznijeli zaljučak kako je Crna Gora lider u regionu po broju stranih direktnih investicija, koje su u to vrijeme dolazile iz čak 107 zemalja (što je na neki način umnogome snizilo zavisnost crnogorske ekonomije o investicije iz jedne zemlje ili jednog područja). Godinama unazad Crna Gora se nalazi u vrhu evropskih privreda u tranziciji. Kako odrediti uticaj stranih direktnih investicija na platni bilans Crne Gore? Na finansijskom računu platnog bilansa se bilježe transakcije kao što su strane direktne i portfolio investicije u Crnu Goru. Kao što je poznato iz ovog poglavlja, crnogorska ekonomija se kontinuirano susrijeće sa problemom deficita njenog platnog bilansa. Kako je to objašnjeno od strane MMF-a, a navedeno u radu Fabrisa i Kilibarde (2008), „deficit tekućeg računa može se smatrati i ravnotežnim odgovorom sistema na veliki priliv stranog privatnog kapitala i visoku stopu rasta kredita“.

U istom radu je navedeno kako deficit tekućeg računa (kao što je slučaj sa Crnom Gorom) kumuliran tokom dužeg vremenskog perioda zahtijeva konstantne izvore finansiranja kao što su neto prilivi stranih direktnih investicija, portfolio investicija, kreditne transakcije ili smanjivanje deviznih rezervi zemlje. Po Fabrisu i Kilibardi (2008), smisao priliva kapitala iz inostranstva nije samo u pokrivanju deficita tekućeg računa već i u „stvaranju dobre klime za produktivna ulaganja i rast domaće štednje, ali i investicija“.

Kao što je u ovom naučnom radu već izneseno, u kontekstu pisanja o zavisnosti platnog bilansa o investicije u zemlju, značajno je ponoviti kako je deficit tekućeg računa održiv u onoj mjeri i iznosu u kojem ga je moguće finansirati.

Crnogorski deficit tekućeg računa dominantno je određen jazom između uvoza i izvoza. Uvoz je uglavnom uzrokovan uvozom roba široke potrošnje i uvozom nastalim kao odgovor na tekuće infrastrukture investicije, kao i druge oblike investicija, naročito u oblasti turizma.

Postavlja se pitanje na koji se način ovaj deficit finansira? Odgovor je upravo preko kapitalno-finansijskog računa. Ekonomsku definiciju ovih računa koja najbolje opisuje njihovu strukturu dali su Fabris i Kilibarda (2008) definišući ove podračune na sljedeći način: „Kapitalni i finansijski račun se sastoji od dvije glavne komponente – kapitalnog računa i finansijskog računa, koji su u skladu sa tim istim računima u sistemu nacionalnih računa. Glavne komponente kapitalnog računa su kapitalni transferi i nabavka/prodaja neproizvodne, nefinansijske aktive. Kapitalni transferi se sastoje od onih transfera koji se tiču transfera vlasništva fiksne aktive; transfera finansijskih sredstava koji su povezani sa, ili su uslovljeni, nabavkom ili prodajom fiksne aktive; ili poništenje, bez dobijanja ikakvih pandana zauzvrat, dugovanja od strane kreditora. U okviru finansijskog računa obuhvaćene su sve finansijske kategorije klasifikovane u skladu sa vrstom ulaganja ili funkcionalnom podjelom (direktno ulaganje, portfolio ulaganje, ostalo ulaganje, rezervna aktiva).“

Isti autori, Fabris i Kilibarda (2008), daju temeljne definicije stranih direktnih i ostalih investicija navodeći sljedeće: „Direktno ulaganje je kategorija međunarodnog ulaganja koja prikazuje nastojanje rezidentnog tijela u jednoj ekonomiji da ostvari trajni interes u preduzeću koje je rezident druge ekonomije. Trajni interes podrazumijeva postojanje dugoročnog odnosa između direktnog ulagača i preduzeća, te značajan stepen uticaja investitora na rukovodstvo preduzeća. Direktno ulaganje ne čini samo početna transakcija kojom se ostvaruje odnos između ulagača i preduzeća, već i sve sljedeće transakcije između njih, kao i između podružnih preduzeća.“ Prema definiciji Međunarodnog monetarnog fonda (IMF, 2018), strano direktno ulaganje događa se kada „nerezident dođe u posjed 10% ili više vlasničkog udjela u određenom preduzeću rezidenta“. Taj je prag arbitrarno određen da bi se statistički lakše mogla pratiti ova kretanja. Prema ročnosti, strane direktne investicije klasifikuju se kao dugoročne, što znači da je minimizirana mogućnost naglog gubitka kapitala po toj osnovi.

Već od 2006. godine Crna Gora svjedoči snažnom rastu stranih direktnih investicija. Kako tabela u nastavku svjedoči, najveći nivo stranih direktnih investicija dogodio se paralelno sa realizacijom najznačajnijih i najvećih investicionih projekata u zemlji (u pretkriznom periodu 2007, 2008. pa čak i 2009. godine), da bi u periodu

ekonomske recesije značajno opao i opet iskazao trend rasta u postkriznom periodu, nakon 2013-2014. godine. Za crnogorsku ekonomiju može se reći da rast stranih direktnih investicija (pogotovo investicija u infrastrukturu) za sobom „vuče“ i povećanje uvoza pošto je za proces samog investiranja, kako navode autori, potreban materijal, građevinska oprema i mašine koje Crna Gora nema ili ne proizvodi. „Pošto gro materijala neophodnog za proces investiranja crnogorska ekonomija nije proizvodila, strani investitori su uvozili sve što im je za to bilo potrebno: građevinske mašine i drugu opremu, sirovine, enterijer, građevinski materijal“ Fabris i Kilibarda (2008). Isti autori su naveli da je recimo tokom 2005. godine bio slučaj da su strane direktne investicije u potpunosti pokrile deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Struktura ukupnog priliva SDI u Crnu Goru u hiljadama EUR za period 2006.-2016. godine prezentovana je u tabeli broj 19 koja se nalazi u nastavku.

Tabela 19, Struktura ukupnog priliva SDI u Crnu Goru u hiljadama EUR

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Inv. komp. i banke	252,077	377,676	261,394	882,929	260,970	157,687	212,713.4	76,254.8	80,353	349,199	175,366
Interkom. dug	48,116	165,603	258,086	169,975	172,801	132,648	162,503.4	188,808	230,272	255,195	186,880
Nekretnine	337,879	513,888	320,131	170,525	186,769	184,311	226,238.3	201,983	180,993	141,089	133,054
Ostalo	9,231	62	7,705	571	32,295	20,095	32,239.5	12,146	6,466	11,952	191,853
Ukupan priliv	647,303	1,057,229	847,316	1,223,999	652,836	494,741	633,694.5	479,192	498,084	757,435	687,154
Ukupan odliv	177,620	489,447	265,363	157,503	100,728	105,636	172,104.0	155,313	144,144	138,161	315,586
Neto SDI	469,684	567,782	581,952	1,066,497	552,107	389,104	461,590.6	323,879	353,940	619,274	371,568

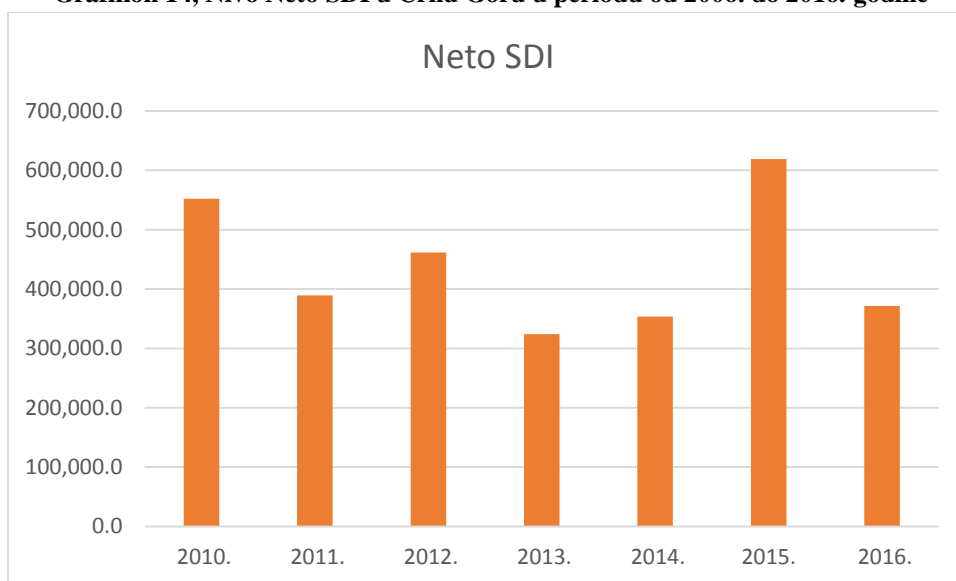
Izvor: CBCG

Vizuelni prikaz iznosa stranih direktnih investicija u Crnu Goru, po godinama dat je na grafikonu 14.

Na grafikonu 15 se nalazi uporedni prikaz nivoa sekundarnog dohotka i neto stranih direktnih investicija u Crnu Goru u periodu od 2010. do 2016. godine.

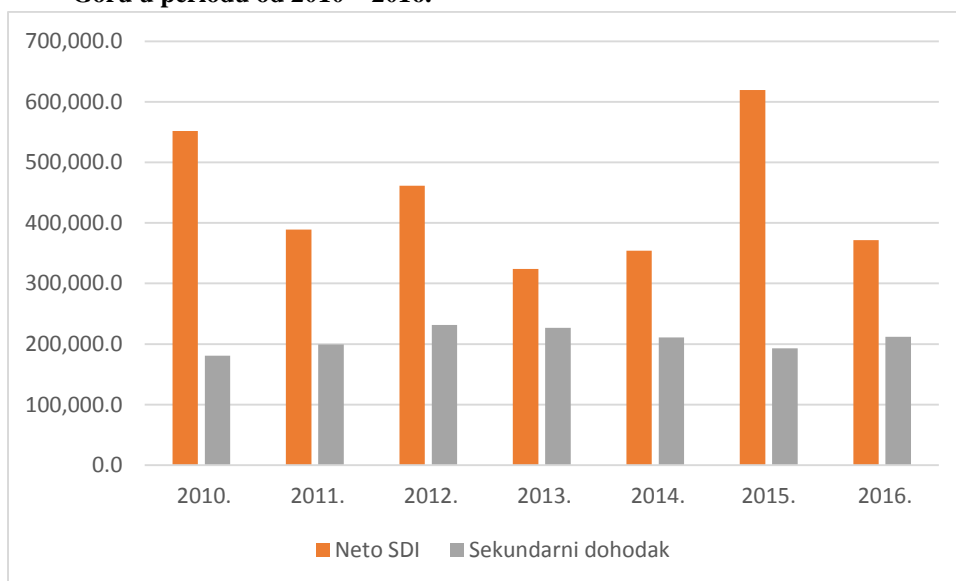
Iz navedenih tabela i prikaza moguće je zaključiti da je značajno učešće sekundarnog dohotka (tekućih transfera) u platnom bilansu najviše kada se uporedi sa njegovom najznačajnijom determinantom i faktorom uticaja – nivoom stranih direktnih investicija.

Grafikon 14, Nivo Neto SDI u Crnu Goru u periodu od 2006. do 2016. godine



Izvor: Kalkulacija autorke

Grafikon 15, Nivoi sekundarnog dohotka i neto stranih direktnih investicija u Crnu Goru u periodu od 2010 – 2016.



Izvor: Kalkulacija autorke

Jedan od najvažnih zaključaka koji može da se izvede sa grafikona prezentovanih iznad, jeste da je u periodima ekonomske krize procentualno učešće neto sekundarnih dohodaka koji su se slivali u zemlju bio veći (u uporedbi sa neto SDI) u odnosu na periode ekonomskog prosperiteta, što čini dodatni stabilizacioni faktor za zemlju. Navedeni fenomen takođe je lako objašnjiv činjenicom da najveći dio ovog podračuna čine transferi stanovništvu.

Pomenuti transferi, u najvećoj mjeri učinjeni su od strane dijaspore, koja transfere nalaže mahom (intenzivnije) u periodima ekonomskih kriza.

Tabela broj 20 daje procentualni pregled učešća sekundarnog dohotka (neto, razlike između prihoda po osnovu sekundarnog dohotka i rashoda po istom osnovu) u nivou neto SDI po godinama iz prikaza iznad (od 2010. do 2016.)

Tabela 20, % učešće neto sekundarnog dohotka u neto SDI u periodu od 2010-2016.

Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Neto SDI	552,107.3	389,104.4	461,590.6	323,878.7	353,940.1	619,274.2	371,567.6
Sekundarni dohodak	180,853.1	199,428.0	231,398.1	226,836.3	211,027.8	193,137.7	212,033.5
% SD u NETO SDI	32.8%	51.3%	50.1%	70.0%	59.6%	31.2%	57.1%

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor originalnih podataka za kalkulaciju: CBCG

Iz navedenog je moguće izvesti sljedeći zaključak da što je veći procenat stranih direktnih investicija i što je njihova struktura povoljnija za ekonomski sistem zemlje, to se smanjuje potreba zemlje za inostranim zaduživanjem da bi se finansirao deficit tekućeg računa.

Fabris i Kilibarda (2008) nude spisak mjera predloženih sa ciljem snižavanja deficita na tekućem računu platnog bilansa zemlje (Crne Gore):

- „Povećavanje nivoa izvoza – osnažiti domaću ekonomiju i povećati konkurentnost domaćih proizvoda;
- Snižavanje nivoa uvoza – predlog je da se zaštiti domaća proizvodnja kroz anti-damping, kompenzatorne carine, zaštitu od prekomjernog uvoza, kao i pojačanje kontrole ispravnosti atesta, sertifikata i ispunjenosti standarda kvaliteta uvezene robe, sa ciljem sprečavanja nelojalne konkurencije domaćim proizvođačima i zaštite domaće proizvodnje;
- Snižavanje nivoa agregatne tražnje;
- Snižavanje nivoa uvoza koji je povezan sa stranim direktnim investicijama. Isti autori objašnjavaju kako „dio deficita tekućeg računa platnog bilansa ima samokorigujući efekat, odnosno da će sa prestankom priliva SDI doći do značajnog smanjenja uvoza“;
- Snižavanje visokih cijena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda i energetskih proizvoda“ Fabris i Kilibarda (2008).

Ono što bi autorka rada dodala na Fabrisovu i Kilibardinu analizu zavisnosti i uticaja koji strane direktne investicije imaju na platni bilans Crne Gore, odnosno

„pokrivanje“ deficita tekućeg računa - jeste iznalaženje načina za podsticanje povećanja iznosa tekućih transfera u Crnu Goru, bilo kroz povlašćene tarife, deregulaciju tržišta kapitala po tom osnovu ili slične podsticajne mjere koje bi poslužile kao motivacija da se ovaj segment privrede čije se performanse ogledaju u tekućem računu platnog bilansa, dodatno podstakne i osnaži.

Uzimajući u obzir sve elemente analize, može se zaključiti kako priliv po osnovu tekućih transfera, odnosno sekundarnog dohotka, pozitivno djeluje na balans na tekućem računu platnog bilansa i to na način da kontinuirano i u značajnoj mjeri smanjuje njegov deficit, omogućavajući zemlji da na taj način da uz manji neophodni nivo investicija (bile one strane direktne, portfolio, finansijski derivati ili tzv. ostale investicije) ili kreditnim zaduženjem u inostranstvu, „pokrivaju“ deficit tekućeg računa, koji, moguće je zaključiti, nepobitno postoji i postojaće u bliskoj budućnosti Crne Gore, pošto je njen stepen razvoja i dalje na nedovoljnom nivou (u poređenju sa zemljama zapadne Evrope ili SAD-a, na primjer) a aktivni je učesnik u performansama globalnog tržišta kao liberalna, unilaterlno eurizovana zemlja.

Na taj način se hipoteza čije je ispitivanje predloženo u uvodnom dijelu rada, a koja glasi: *“Prilivi po osnovu doznaka iz inostranstva snižavaju zavisnost crnogorske ekonomije od stranih direktnih investicija i portfolio investicija“*, može smatrati dokazanom.

2.5 Zaključna razmatranja

Opsežno naučno istraživanje koje je sprovedeno u funkciji razumijevanja suštine i strukture platnog bilansa Crne Gore, permanentnog deficita njegovog tekućeg računa, ali i analize ostalih podračuna platnog bilansa, rezultiralo je značajnim naučim doprinosom razumijevanju i razvoju ovog dijela ekonomije Crne Gore, ali i ove ekonomske oblasti u globalu.

Istraživanje je u ovom poglavlju otpočeto teorijskom analizom bilansa plaćanja i svih njegovih podračuna. Dalje je dat je pregled definicija platnog bilansa koje su usvojene i važe i danas, ne bi li se na taj način stvorila dobra teorijska osnova da se problematika deficita tekućeg računa Crne Gore može analizirati temeljno i sa više naučnih aspekata.

Nakon kratkog uvoda koji je sadržao inicijalne teorijske postavke glavnih pojmova za dalje detaljno istraživanje, a da bi se njegovi zaključci mogli uspješno izvesti, dat je pregled ciljeva i instrumenata monetarne politike. Od izuzetnog je značaja bilo

definisane ciljeva monetarne politike koji se, shodno mišljenju autorke, iz ove oblasti mogu dijeliti na tri kategorije:

- Nezavisni,
- Komplementarni,
- Konfliktni ciljevi.

U ovom radu, iznesena je važeća tvrdnja kojom se kaže sledeće: U ekonomskoj teoriji moguće je izvesti pojam nezavisnog ekonomskog cilja, poput onog koji ni onda kada se postigne ni na koji način ne izaziva pozitivne ili negativne eksternalije i ne utiče na ostale ekonomske parametre. U praksi je situacija, prema nalazima ovog rada, u mnogome drugačija i gotovo je nemoguće pronaći ekonomsku varijablu, djelovanjem na koju sve ostale varijable sistema ostaju potpuno nepromijenjene.

Sa ciljem jasne, slikovite potvrde prethodne konstatacije, dato je poređenje ekonomskog sistema sa tjelesnim sistemom. Dakle, argumentacija za navedenu tezu može biti činjenica da je ekonomski sistem umnogome nalik na tjelesni sistem čovjeka, odnosno podsjeća na sistem spojenih sudova, koji je zatvoren i čiji su djelovi međusobno zavisni. Iako to teorijski može biti slučaj, praktično je gotovo nemoguće pronaći element ekonomskog sistema (a to je najmanje slučaj sa navedenim, najznačajnijim ciljevima ekonomske politike) koji može da se ponaša potpuno nezavisno od ostatka ekonomskog "organizma", odnosno cjeline kojoj pripada, to jest sistema. U prilog ovoj tvrdnji ide mnogo naučnih radova koji se sve češće publikuju, a koji za centralnu ispitivačku tezu imaju tzv. "spill-over" efekte, odnosno efekte preliivanja.

Polazeći od prethodnog nabrojanja kategorija ekonomskih ciljeva, eliminišući ono za šta autorka ovog rada smatra da je jako teško dokazivo u ekonomskoj praksi, dolazi se na dvije osnovne kategorije ciljeva i to:

- Komplementarni,
- Konfliktni ciljevi.

Ovom prilikom, važno je ograničiti se na činjenicu da se govori o najvažnijim makroekonomskim ciljevima, a ne o „sporednim“ ciljevima makroekonomske politike koji nemaju suštinski značaj za bilo koju od sljedećih kategorija: stabilnost sistema, njegovo zdravlje, samoodrživost, perspektivu rasta, razvoja i slično.

Dalje se daje diferencijacija ciljeva i instrumenata politike da bi se izveo zaključak o tome koji su instrumenti vrhovne monetarne institucije u Crnoj Gori, njene Centralne banke. Na taj način rad omogućava čitaocu veći stepen razumijevanja uloge Centralne banke Crne Gore u ekonomskom životu monetarne sfere zemlje.

Nakon utvrđivanja elementarnih polaznih pretpostavki za istraživanje, sledeći dio predstavlja teorijsko definisanje tekućeg računa platnog bilansa kao i, posebno, deficita tekućeg računa platnog bilansa. Jasno je da je, da bi se došlo do navedene ciljane definicije, bilo potrebno početi od definisanja platnog bilansa jedne zemlje, zatim dati preglednu sliku njegovih podračuna i teorijski objasniti formulu platnog bilansa. Kako je ovaj dio istraživanja zaključen rezultatima na temu tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, tako je dat presjek crnogorskog platnog bilansa, po godinama i po sektorima, za period od 2010. do 2017. godine (što su posljednji javno dostupni podaci u CBCG i Monstatu).

U ovom je poglavlju takođe dat grafički i numerički pregled kretanja računa platnog bilansa Crne Gore sa posebnim osvrtom na kretanje i objašnjenje varijacija u kretanju podračuna „Rezerve CBCG“, ali i detaljnim teorijskim objašnjenjima koja prate kategoriju platnog bilansa pod nazivom „neto greške i omaške“.

U dijelu empirijskog istraživanja ovog poglavlja detaljno je objašnjeno kako u slučaju platnog bilansa Crne Gore kategorija „neto greške i omaške“ obuhvata značajan broj transakcija i stoga ima i veliku vrijednost. Taj fenomen se djelimično može objasniti sljedećim:

- Ne postoje precizne informacije o tome koja je količina novca u opticaju (*MO*) u Crnoj Gori danas u opticaju, s obzirom na to da njen vrhovni monetarni autoritet (Centralna banka Crne Gore, skraćeno CBCG) nema funkciju štampanja sopstvene valute, već „uvozi“ euro. Ono što je dostupno jeste aproksimacija valute u opticaju koja je urađena uz ekspertsku pomoć Međunarodnog monetarnog fonda;
- Zemlja se suočava sa poteškoćama u pogledu mjerenja prihoda nastalog od turističkog sektora. Razlozi su kako nekompletne ili zastarjele informacije, tako i izbjegavanje prijavljivanja broja turista i broja noćenja (koja nastaju zbog izbjegavanja plaćanja poreskih obaveza koje bi nastale po tom osnovu). Podaci na kojima se baziraju informacije o prihodima nastalim po osnovu turizma („izvoza turističkih usluga“) su estimacije koje mogu da se dalje analiziraju i/ili izmijene;
- Pretpostavlja se, takođe, da se dio transakcija koje u suštini čine strane direktne investicije u dobra, statistički računava kao uvoz;

- Ostali potencijalni razlozi za zastarjele ili nedostajuće podatke koji nijesu nabrojani.

Sumarno, ono što visok nivo „neto greški i omaški“ govori na temu bilansa tekućeg računa Crne Gore, jeste da deficit na tekućem računu, u ekonomskoj realnosti i nije toliko visok koliko se „na papiru“ čini, što nam potencijalno otvara opcije za uravnotežavanje platnog bilansa ne samo kroz aktivnosti na kapitalnom i finansijskom računu, već i kroz intenzivniji rad na što boljem, preciznijem i realnijem prikazivanju svakog od podračuna tekućeg računa platnog bilansa.

Prethodna konstatacija predstavlja i jednu od preporuka rada, od značaja obračun platnog bilansa koji je, dalje, jedna od smjernica za strategiju zaduživanja zemlje kod internih ili eksternih izvora. Naime, predlaže se rad na kreiranju što boljih alata i metodologija za prikazivanje realnog stanja ekonomije (snižavanje nivoa neto greški i omaški prilikom bilježenja stavki svih podračuna platnog bilansa). Kako je u dijelu rada i objašnjeno, pozitivne implikacije takvog čina bile bi sljedeće:

Omogućavanje svim zainteresovanim stranama:

- Realniju, informativnu sliku o stanju crnogorske privrede;
- Informaciju o stepenu konkurentnosti realne ekonomije (što je trenutno jedna od najvećih ranjivosti crnogorske privrede);
- Posljedično, korekcijom pretjerano konzervativno izračunate kategorije „neto grešaka i omašaka“ snizila bi se u određenoj mjeri potreba da se na kapitalnom i finansijskom računu „pegla“ dio deficita tekućeg računa platnog bilansa što za sobom „vuče“ brojne dalje pozitivne implikacije.

Sljedeći element obrade ovog dijela istraživanja bio je teorijska podloga determinanti tekućeg računa platnog bilansa, da bi se u nastavku prešlo na tekući račun platnog bilansa Crne Gore. Zaključci iz ovog dijela poglavlja nose izvjestan naučni značaj - kako u vidu doprinosa nauci iz ove oblasti za ekonomiju Crne Gore, tako i kroz otvaranje i pokretanje analitičkog razmatranja strukturnih djelova tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, koji je bio detaljno istraživan u nevelikom broju radova do tog trenutka.

Da bi se izveli zaključci iz empirijskog dijela poglavlja (ekonometrijskog istraživanja) o tome u kojem je i kakvom stanju platni bilans Crne Gore i njegovi računi, prezentovali smo na uvid čitaocu pregled platnog bilansa Crne Gore u periodu od 2005. do 2017. godine.

Tome je slijedilo teorijsko određivanje determinanti tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore kroz oslanjanje na postojeću teorijsku podlogu malobrojnih naučnika koji su pristupili toj tematici. Kao zaključak, naveden je spisak pet najuticajnijih aspekata koji imaju efekat na deficit tekućeg računa platnog bilansa:

1. Nizak nivo izvoza;
2. Izuzetno visok nivo uvoza;
3. Visok nivo agregatne tražnje;
4. Prilivi po osnovu SDI;
5. Visok nivo cijena poljoprivrednih proizvoda i proizvoda energije.

Takođe je pomenuto kako će jedan od značajnih faktora uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore biti već izvjesno i najavljeno pridruživanje Crne Gore zajednici evropskih zemalja odnosno Evropskoj uniji koje je u poodmakloj fazi u trenutku pisanja ovog rada. Efekti tog budućeg događaja trenutno je teško pravilno aticipirati najviše iz razloga što je nemoguće precizno utvrditi na koje će sve elemente platnog bilansa uticati. Stoga je jedna od preporuka ovog poglavlja izrada naučnog istraživanja da se fokus budućih naučnih radova usmjeri ka potencijalnim realnim implikacijama ovakvog događaja na crnogorsku ekonomiju, odnosno njen platni bilans. Izvjesno je, pak, da će taj uticaj biti snažan, a jedna od odrednica ili smjernica mogla bi biti ujednačavanje pravaca budućih istraživanja sa realnim dešavanjima u zemljama koje imaju slične ekonomske karakteristike kao Crna Gora ili su sa njom dijelile istoriju ili geografsku granicu a već se nalaze u Evropskoj uniji (poput Hrvatske).

Navedene determinante koje su prvo teorijski predstavljene i objašnjene, potom su ekonometrijski provjerene, što čini možda i najznačajniji naučni doprinos razvoju ekonomske misli u ovoj oblasti, makar u okvirima ovog dijela rada. Rezultati istraživanja se, naime, nijesu poklopili sa aktuelnom teorijom iz ove oblasti.

Postojeći teorijski okvir kao sumaran prikaz determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u suštini jedino daje sumaran i detaljan prikaz djelova njegovih podračuna. Drugačije rečeno, ono što već postoji u teoriji ne inovira niti daje značajan naučni doprinos u smislu na šta je potrebno djelovati sa ciljem snižavanja deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Iz formule za deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore jasno je da što je veći jaz između uvoza i izvoza, to je veći deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Prema mišljenju

autorke ovog istraživanja potrebno je otići korak dalje i otkriti elemente uticaja na svaki od navedenih podračuna deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Dakle, šta utiče na postojanje niskog nivoa izvoza, izuzetno visokog nivoa uvoza, visokog nivoa agregatne tražnje, SDI priliva i na kraju na visok nivo cijena poljoprivrednih proizvoda i proizvoda energije?

Rezultat ekonometrijskog dijela istraživanja se ogleda u generisanom spisku kratkoročnih i dugoročnih determinati deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Kratkoročne determinante deficit tekućeg računa na primjeru ekonomije Crne Gore su sljedeće:

- Stopa rasta;
- Uslovi trgovanja;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a;
- Kamatna stopa EUR.

Na koji način stopa rasta utiče na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore? Naime, može se zaključiti, povezujući taj zaključak sa uvodnom teorijom iz istog poglavlja, kako stadijum ekonomskog razvoja Crne Gore u kojem se trenutno nalazi (i to za čitav posmatrani period, od obnove državne nezavisnosti 2006. godine), a isto će sa velikom vjerovatnoćom biti slučaj i u budućnosti, za sobom kao neophodnost povlači deficit tekućeg računa platnog bilansa. Najbolji primjer da se objasni prethodna konstatacija bio bi postojeći projekat izgradnje auto-puta na relaciji „Bar-Boljare“. Dakle, auto-put predstavlja veliki finansijski trošak, to jest investiciju u budućnost ekonomije Crne Gore, neophodan za njen dalji rast i razvoj, ali zbog njegove izgradnje mora doći i do povećanja uvoza materijala, opreme, radne snage i slično, jer ti faktori proizvodnje nijesu dostupni u zemlji. Na ovaj način povećava se i potreba za eksternim zaduživanjem i kategorija tekućeg računa platnog bilansa „uvoz“.

Za zemlje koje su na globalnom tržištu nedovoljno razvijene, važi pravilo da „pozajmljuju“ sredstva od razvijenijih zemalja koje generišu suficite tekućih računa svojih platnog bilansa, i na taj način postaju njihovi kreditni dužnici, dok su zemlje koje generišu suficite tekućih računa svojih platnog bilansa, njihovi kreditni povjerioci. To nije nova teza ali je ekonometrijski potvrđena na primjeru ekonomije Crne Gore. Takođe, to nije nužno negativna informacija o ekonomiji Crne Gore, već upravo suprotno. Naime, pošto se zemlja zadužuje ne samo da „pokrije“ slabosti

svoje ekonomije na najrazličitije načine već i da bi postigla određeni stepen ekonomske stabilnosti, zdravlja i samoodrživosti privrednog sistema, primamljivosti za dalje investiranje, te kako bi povezala svoje granice i omogućila još lakši transport roba, usluga, ljudi, kapitala i slično, onda je moguće zaključiti da će ta zemlja u kratkom roku ostvariti dodatnu vrijednost i na taj način dugoročno osnažiti sopstvenu ekonomiju i postići međunarodnu konkurentnost, što će rezultirati suficitom na njenom tekućem računu, pretvarajući je od kreditnog dužnika prema jednoj ili više zemalja i/ili institucija u inostranstvu, u kreditnog povjerioca za manje razvijene zemlje.

Uslovi trgovanja su takođe značajan faktor uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa, jer je jasno da što su povoljniji uslovi trgovanja, to je za nerazvijeniju otvorenu zemlju ekonomski logičnije da uvozi u mnogo većoj mjeri nego što će izvoziti. Međutim, ekonomski nije opravdano tvrditi kako je dobro ili makar preporučljivo pogoršavati uslove trgovanja da bi se balansirao tekući račun (smanjivanjem njegovog deficita kroz destimulaciju uvoza) jer bi to, pred pozitivne implikacije na postojeći deficit tekućeg računa platnog bilansa, bilo na uštrb stanovnika te zemlje koji bi bili prinuđeni da se okrenu kapacitetima interne proizvodnje, a ne globalnom tržištu.

Jedna od identifikovanih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa koja je atipična je ratio štednje privatnog sektora i BDP-a, ali i kamatna stopa eura.

Iz definicije deficita tekućeg računa platnog bilansa razumljivo je zašto prva od dvije determinante ima uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa. Za kamatnu stopu eura, međutim, nije toliko očigledno, ali je moguće objasniti. Naime, pošto Crna Gora i njen vrhovni monetarni autoritet – Centralna banka nemaju funkciju štampanja svoje valute, crnogorska ekonomija je umnogome zavisna o kamatnu stopu eura. Što je ona veća, to je “skuplja” kupovina valute, te se deficit povećava.

Sve ove determinante imaju uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa na kratak rok, kako je rečeno. Navedeni zaključci u nekom trenutku mogu biti od značaja za naučnike, istraživače, i sva ostala zainteresovana lica među kojima se mogu naći i kreatori monetarne politike, kako za razumijevanje dešavanja na polju tekućeg računa platnog bilansa, tako i za postavljanje kratkoročnih ciljeva i kreiranje očekivanja od monetarne politike na kratak rok.

Što se tiče onih značajnijih, dugoročnih determinanti, koji su opet uvezani sa kratkoročnim ciljevima, to su:

- Stopa rasta;
- Realni devizni kurs;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a;
- Racio štednje javnog sektora i BDP-a

Dobijeni podaci su izvedeni upotrebom ARDL metodologije uz korišćenje kamatne stope eura kao egzogene varijable, što je značajno uticalo na racio deficita tekućeg računa platnog bilansa i BDP-a.

Jasno je da je stopa rasta (objašnjeno u dijelu kratkoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa) od najvećeg značaja za regulaciju permanentnog deficita tekućeg računa platnog bilansa.

Jedna od poruka koja rezultira iz empirijskog dijela istraživanja je svakako da se jedino na dugi rok može očekivati da će investicije u razvoj zemlje (poput investicije u infrastrukturu – izgradnja puteva koja je pomenuta) dati rezultate i da je stoga opravdano postojanje deficita tekućeg računa platnog bilansa u datom trenutku, dok stadijum razvoja zemlje još uvijek nije na zavidnom nivou. Nekoliko puta je u radu pomenuta teza kako je jedna od suštinskih ranjivosti ekonomije Crne Gore nedostatak konkurentnosti njene realne ekonomije, i osnaživanjem tog elementa i bez demotivacije trgovine njenih stanovnika sa inostranstvom, moguće je postepeno od situacije postojanja deficita tekućeg računa platnog bilansa doći do suficita na tom računu. U tom slučaju govorili bismo o smanjenoj potrebi za eksternim finansiranjem ovog deficita, pa čak o mogućnosti oplodavanja ovog viška vrijednosti kroz davanje sredstava kao pozajmicu manje razvijenim zemljama.

Realni devizni kurs jedna je od dugoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa. Međutim, za razliku od prethodne, on ne predstavlja isključivo odrednicu crnogorskog sistema, već se može primijeniti na mnogo veće političke i državne sisteme poput EU, koja konstantno pokušava raditi na poboljšanju pozicije eura u odnosu na druge konkurentske valute. U ekonomiji važi “pravilo” da što je jači devizni kurs, utoliko je snažnija ekonomija koja ga koristi.

Što se tiče racija štednje privatnog sektora i BDP-a i racija štednje javnog sektora i BDP-a, ove determinante moguće je povezati sa stopom ekonomskog rasta. Poznato je da su zemlje koje generišu suficite tekućeg računa platnog bilansa one koje se ujedno suočavaju i sa većim iznosom štednje u poređenju sa investicijama. Crna Gora je dokaz suprotne ekonomske “situacije”, tako da je još uvijek u stadijumu „neto dužnika” ka inostranstvu.

Sumarni zaključak ekonometrijskog dijela istraživanja iz ovog poglavlja jeste da je u slučaju Crne Gore opravdano postojanje deficita tekućeg računa platnog bilansa na kratak rok kao posljedica investiranja u zemlju i njeno osnaživanje, te da je za očekivati da se u budućnosti uz pomoć samokorigujućeg mehanizma i multiplikacije dodatne vrijednosti koja je stvorena pravilnim investicijama, taj deficit postepeno smanjuje do potpunog nestanka.

Navedeni zaključci čine gro istraživanja ovog dijela rada i nude realne smjernice i uputstva svim zainteresovanim stranama a na prvom mjestu sadašnjim i budućim istraživačima iz ove oblasti.

Na samom kraju, posljednja podoblast u okviru ovog poglavlja koja je istraživana je ujedno i pokušaj da se ispita i eventualno dokaže hipoteza da: *prilivi po osnovu doznaka iz inostranstva snižavaju zavisnost crnogorske ekonomije od stranih direktnih investicija i portfolio investicija.*

Da bi se navedena hipoteza dokazala prvo je bilo neophodno istražiti i analizirati oblast tekućih, odnosno sekundarnih dohodaka, kao posebne pozicije u dijelu tekućeg računa platnog bilansa.

Dat je uticaj ovog podračuna tekućeg računa na iznos njegovog deficita, a onda upoređen sa iznosom neto investicija. Sve navedene elemente istraživanja prate numerička i grafička objašnjenja i analize.

Ono što je iz ovog istraživanja dokazano, pored hipoteze, jeste činjenica da Crna Gora, poput ostalih manje razvijenih zemalja sa značajnim brojem nekadašnjih rezidenata koji se sada nalaze u inostranstvu, svjedoči konstantnom prilivu po osnovu sekundarnog dohotka, odnosno doznaka iz inostranstva. Čak štaviše, za razliku od nivoa SDI koji su tradicionalno najviši u periodima ekonomskog prosperiteta i oporavka od ekonomskih kriza, priliv po osnovu sekundarnog dohotka, odnosno doznaka iz inostranstva, je veći u periodima ekonomske recesije i posrnuća ekonomskog sistema. Kada se uzme u obzir činjenica da su najveći dio ovih transfera činili transferi fizičkim licima a ne ka državi, jasno je da su upravo krize i periodi ekonomskog pada u kojima su stradali standard i kvalitet života građana, bili povod za povišen iznos sredstava koja je dijaspora slala ljudima u Crnoj Gori.

Iznos ovih transfera značajan je i tradicionalno (2010. – 2016.) kad se stavi u uporedbu sa neto SDI, čini čak od 33% do 70% iznosa neto SDI.

Iz prethodnog se može zaključiti kako prilivi po osnovu tekućih transfera, odnosno sekundarnog dohotka, pozitivno djeluju na balans na tekućem računu platnog bilansa na način da u značajnoj mjeri smanjuju njegov deficit, omogućavajući zemlji na taj način da uz manji neophodni iznos investicija ili kreditnim zaduženjem u inostranstvu, „pokrivaju“ deficit tekućeg računa.

Hipoteza iz prethodnih redova na takav način dokazana. Moguće je izvesti sljedeći zaključak: Što je veći procenat stranih direktnih investicija i što je njihova struktura povoljnija za ekonomski sistem zemlje, to se više smanjuje potreba zemlje za inostranim zaduživanjem da bi se pokrio deficit tekućeg računa.

Na samom kraju, autorka daje još jedan element razvoju ekonomske misli iz ove oblasti. Polazeći od postojeće teorije iz navedene oblasti ekonomije, nabrojane su predložene mjere za snižavanje deficita na tekućem računu platnog bilansa Crne Gore :

- Povećati nivoa izvoza – osnažiti domaću ekonomiju i povećati konkurentnost domaćih proizvoda;
- Sniziti nivo uvoza – predlog je da se zaštiti domaća proizvodnja kroz anti-damping, kompenzatorne carine, zaštitu od prekomjernog uvoza, kao i pojačanu kontrolu ispravnosti atesta, sertifikata i ispunjenosti standarda kvaliteta uvezene robe, sa ciljem sprečavanja nelojalne konkurencije domaćim proizvođačima i zaštite domaće proizvodnje;
- Sniziti nivo agregatne tražnje;
- Sniziti nivo uvoza koji je povezan sa stranim direktnim investicijama;
- Sniziti visoke cijene poljoprivredno-prehrambenih proizvoda i energetskih proizvoda.

Ono što bi autorka rada dodala na temeljnu analizu zavisnosti i uticaja koji strane direktne investicije imaju na platni bilans Crne Gore, odnosno „pokrivanje“ deficita tekućeg računa jeste iznalaženje načina za podsticanje povećanja iznosa tekućih trasfera u Crnu Goru – bilo kroz povlašćene tarife, deregulaciju tržišta kapitala po tom osnovu ili sličnim mjerama koje bi poslužile kao motivacione da se ovaj segment tekućeg računa platnog bilansa dodatno podstakne i osnaži.

Pošto je Crna Gora zemlja koja se nalazi u procesu razvoja, investiranja u kapitalne ekonomske generatore rasta, zatim stvaranja infrastrukturnih projekata i objekata, ali

i u procesu pridruživanja Evropskoj uniji, realno je očekivati da će njena ekonomija u budućem periodu sve više jačati i rasti.

Još jedna od preporuka autorke rada je ta da se ispitaju rezultati dobijeni ekonometrijskim istraživanjem iz ovog poglavlja nakon nekog vremena i determiniše da li su isti izdržali test vremena i pokazali se validnima u nekom budućem periodu. Platni bilans zemlje kakva je Crna Gora, ali i deficit njenog tekućeg računa značajan je indikator stanja cjelokupnog sistema, te stoga autorka predlaže da se upravo promjenama koje sistem pokazuje „mjeri” u kojoj je fazi rasta i razvoja ekonomija Crne Gore.

Na samom kraju, isto ekonometrijsko istraživanje koje je sprovedeno u ovom radu, može da zavrijedi izvjestan naučni značaj ukoliko se obogati ponovljenim istraživanjem u nekom narednom periodu, kada sve vremenske serije koje su upotrijebljene kao varijable za dobijanje rezultata istraživanja budu bogatije za veći broj godina i samim tim uzorak bude reprezentativniji.

Na ovaj način i uz prethodno nabrojane preporuke za dalja istraživanja, zatvara se oblast istraživanja deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore uz namjeru autorke da se ovom temom dalje bavi istražujući je u budućim naučnim radovima.

3. Metodološki osnov analize teorijske koncepcije o blizanačkom deficit

3.1 Deficit državnog budžeta

U najkraćim definicijama budžetskog deficita stoje objašnjenja kako on predstavlja veći nivo rashoda u odnosu na prihode u državnom budžetu. Budžet države, dalje, jeste dokument koji iskazuje javne prihode i javne rashode te države.

Definisanje pojma deficita državnog budžeta obavili su i Bodie, Kane i Marcus (2009) navodeći kako je to razlika između državnih prihoda i rashoda, gdje se „svaki nedostatak može nadoknaditi zaduživanjem države“. Prema pisanju ovih autora, veliki iznos državnog duga može dovesti do podizanja kamatnih stopa pošto se povećava ukupna tražnja za kreditima u privredi. Ekonomisti su mahom mišljenja kako prekomjerno zaduživanje države zahtijeva i privatno zaduživanje i investiranje utičući posljedično na rast kamatnih stopa i ograničavanje mogućnosti investicija kompanija.

Prema nekim autorima, poput Stanulovića (2017), postojanje deficita državnog budžeta nije nužno negativan signal o sveukupnom stanju u ekonomiji jedne zemlje, sve dok se njime omogućava ostvarivanje nekih ekonomskih, strateških ciljeva te zemlje poput ostvarivanja nivoa pune zaposlenosti, dostizanja ili približavanja targetiranom nivou ekonomskog rasta. Stanulović razgraničava značaj postojanja nižeg trenutnog budžetskog deficita (koji može da se dogodi usljed cikličnih privrednih promjena ili privremenog rasta rashodne strane državnog budžeta) i onog koji je veći i perzistentan, i samim tim predstavlja potencijalnu opasnost po ekonomsku stabilnost i održivost ekonomskog sistema neke zemlje. Bojazan koja se tiče zdravlja ekonomije koja se suočava sa problemom perzistentnog budžetskog deficita, odnosi se na potencijal da se neredovno i neadekvatno servisirani budžetski deficit, prije ili kasnije pretvara u rastući javni dug.

Kako je evidentno na primjeru Crne Gore, ali i svih zemalja regiona, Evrope, pa i svijeta, posebno u periodu oporavka od svjetske ekonomske krize iz 2007. godine, javni dug koji se kontinuirano povećava i traje, postaje sve teži i „skuplji“ za finansiranje. Sredstva koja se uzimaju po sve većoj cijeni (višim kamatnim stopama pozajmljivanja), najčešće se direktno koriste za izmirivanje obaveza po osnovu javnog duga, i nerijetko generišu malo ili nimalo dodatne vrijednosti ekonomiji zemlje. Posljedično u takvoj situaciji dolazi do povećanja zavisnosti zemlje o eksternom finansiranju javnog duga koje sa godinama postaje sve skuplje, a bez stvaranja dodatne vrijednosti ekonomije koja vodi multiplikaciji blagostanju čitavog sistema, budžetski deficit koji prelazi u

javni dug predstavlja destruktivan i destabilišući faktor ekonomije i treba ga što prije sanirati.

U nastavku poglavlja će biti riječi o načinima na koje je moguće eliminisati ili smanjiti pomenuti dug i na koji način je Crna Gora pristupila rješavanju tog problema. Važno je, takođe, napomenuti kako je značaj nivoa javnog duga prepoznat i od strane nadnacionalnih tvorevina poput Evropske unije i Evropske monetarne unije koje imaju stroge propise koji se odnose na javni dug. Pomenuti propisi se u najvećoj mjeri odnose na kriterijum prihvatljivog nivoa javnog duga koji mora zadovoljavati kako zemlja koja pristupa Uniji, tako i one koje su njene postojeće članice.

Problematici državnog budžeta različito se pristupalo kroz istoriju razvoja ekonomske misli. Jedan od autora koji je na koncizan način sistematizovao teorijsko-metodološke pristupe razvoja ekonomske misli na temu deficita državnog budžeta jeste Tas (2003). Tas navodi kako je u klasičnoj teoriji budžetskog deficita prisutna teorijska pretpostavka da „supstitucija budžetskog deficita tekućim porezima vodi ekspanziji agregatne potrošačke tražnje“. Rečeno na drugačiji način, stopa rasta željene privatne štednje manja je od snižavanja poreza, tako da željena nacionalna štednja pada. Tako bi, prema ovoj teoriji, u zatvorenom ekonomskom sistemu, očekivana realna kamatna stopa trebalo da poraste kako bi se opet uspostavila jednakost između nivoa željene nacionalne štednje i investicione tražnje. Veća realna kamatna stopa snižava broj investicija u zemlji, što se dugoročno osjeća kao niži nivo produktivnog kapitala. Zato se i Tas poziva na Franca Modiglianija kada kaže kako je „javni dug integralni teret koji vodi nižem nivou kapitala za buduće generacije“.

Međutim, efekti nevelikog budžetskog deficita u otvorenoj ekonomiji ne bi imali značajan uticaj na realnu kamatnu stopu međunarodnih tržišta kapitala. Stoga, prema klasičnoj analizi, rezultat odluke jedne ekonomije da supstituiše budžetski deficit tekućim porezima vodi u najvećem broju slučajeva do neophodnosti pojačanog pozajmljivanja iz inostranstva, češće nego do višoj realne kamatne stope. U slobodnom prevodu, to znači da budžetski deficit za posljedicu ima deficit na tekućem računu platnog bilansa te iste zemlje. Očekivana realna kamatna stopa zemlje bi porasla samo u slučaju da je dovoljno velika i moćna da utiče na svjetsko tržište kapitala ili ukoliko bi povećani nivo nacionalnog duga te zemlje uticao na strane pozajmioce da traže veće povrate na sredstva pozajmljena toj zemlji. Zaključno, deficiti tekućeg računa platnog bilansa zemlje, na dugi rok, ovaploćuju se kao niži nivo nacionalnog bogatstva i odgovarajući viši nivo inostranih obaveza, odnosno potraživanja iz inostranstva ka navedenoj zemlji.

Stanulović (2017) dalje sumira ekonomsku teoriju u pogledu analize razvoja ekonomske misli na ovu temu, kroz elaboraciju rikardijanskog pogleda na teoriju o budžetskom deficitu. Po ekonomskoj logici rikardijanaca, ukoliko se snižavanje poreza finansira

budžetskim deficitom, to vodi do visočijih poreski stopa u budućnosti koje imaju istu sadašnju vrijednost kao inicijalno sniženje poreza. Ovakav rezultat proizilazi iz ograničenja državnog budžeta, koji izjednačava, sa jedne strane sve državne izdatke jednog perioda a, sa druge strane, prihodima od oporezivanja ili iz drugih izvora i neto iznosom javnog duga sa kamatom. Jasno je da vladina potrošnja mora biti „pokrivena”, odnosno plaćena u nekom trenutku (prije ili kasnije), kao i da je ukupna sadašnja vrijednost njenog dugovanja fiksirana ukupnom sadašnjom vrijednošću potrošnje. Zato, fiksiranje javne potrošnje i prihoda iz izvora koji ne uključuju poreze, a snižavanje tekućih poreza mora da se izjednači sa korespondentnim povećanjem sadašnje vrijednosti budućih poreza.

Na praktičnom primjeru, rikardijanski pogled na teoriju o budžetskom deficitu prepostavlja da tražnja jednog domaćinstva za dobrima zavisi od očekivane sadašnje vrijednosti poreza. U prevodu, svako domaćinstvo oduzima jedan dio sadašnje vrijednosti svog prihoda od njegove očekivane sadašnje vrijednosti da bi na taj način odredila neto poziciju bogatstva. Stoga, fiskalna politika vlade zemlje može da utiče na agregatnu tražnju domaćinstava samo u slučaju da mijenja očekivanu sadašnju vrijednost budućeg nivoa poreza, i to pod uslovom da se sadašnja vrijednost budućeg nivoa poreza ne mijenja dok god se ne promjeni sadašnja vrijednost potrošnje. Stoga, prema mišljenju rikardijanaca, supstitucija poreza budžetskim deficitom, nema uticaja na agregatnu tražnju za dobrima. U tom smislu, jednak je uticaj budžetskog deficita i oporezivanja na ekonomiju, što je u ekonomskoj teoriji poznato i kao teorija rikardijanske ekvivalencije.

Ova teorijska koncepcija kaže kako snižavanje vladine štednje (uz povećanja trenutnog budžetskog deficita) rezultira povećanjem željene privatne štednje, ali ne dovodi do promjene nacionalne štednje. I pošto se ne mijenja željena nacionalna štednja, realna kamatna stopa ne mora da poraste (u zatvorenoj ekonomiji) da bi se održao balans između željene nacionalne štednje i investicione tražnje. Na taj način, nema osjetnog uticaja na investicije i nema tereta na javni dug (kao što je to slučaj u klasičnom razumijevanju ekonomske teorije). U slučaju da govorimo o otvorenoj ekonomiji, takođe ne bi postojao uticaj na balans tekućeg računa platnog bilansa, pošto željena nacionalna štednja raste dovoljno visoko da nadomjesti potencijalnu potrebu za pozajmljivanjem iz inostranstva. Stoga budžetski deficit ne bi mogao biti posmatran kao uzročnik deficita tekućeg računa platnog bilansa. Postoji nekoliko odgovora ekonomskih teoretičara na rikardijansku teoriju koja je predstavljena, a koji se svrstavaju u dvije najveće grupe: one koji je podržavaju i proširuju njene aspekte i utemeljenja, i na one koji je u potpunosti ili samo djelimično opovrgavaju iznoseći ograničenja rikardijanske teorije. Druga grupa, po Tasu, vidi neka ograničenja rikardijanske teorije i ona su u nastavku sistematizovana kroz pet osnovnih elemenata:

1. Ograničenost koja se odnosi na vremenski horizont. Ljudi imaju ograničen životni vijek i stoga se interesuju samo za implikacije fiskalne politike koji se odnose (između ostalog) na fluktuacije poreskih stopa koje će osjetiti u toku trajanja sopstvenog života. Stoga neto bogatstvo trenutno živih osoba raste, a domaćinstva reaguju na povećanje potrošačke tražnje. Po njima, kao u standardnom pristupu, željena privatna štednja ne raste dovoljno da u potpunosti nadoknadi pad javne (vladine) štednje.
2. Nesavršenost tržišta kapitala. Prema mišljenju kreatora ove ideje, velika prepreka koja sprečava da se u praksi dokaže navedena teorijska koncepcija rikardijanske ekvivalencije jeste nesavršenost kreditnih tržišta. Nesavršenost koja je preduslov rikardijanske teorije ekvivalencije ogleda se između ostalog u transakcionim troškovima, ali i u dostupnosti istih tržišta i njegovih mehanizama svim učesnicima procesa.
3. Nesigurna budućnost. Aktivnosti poput donošenja zakona i podzakonskih akata koji se tiču fiskalne ekonomije i kojima se određuju poreske stope, leže u rukama fiskalnih autoriteta države i kao takve, predstavljaju nepoznanicu za domaćinstva na koja ovakve odluke direktno utiču. Posljedično, to ima uticaja na veći diskontni faktor kapitalizacije ovih budućih obaveza.
4. Vremenska struktura poreza. Kako je plaćanje poreza povezano sa vremenskim periodima, tako to utiče na motivisanost ljudi da rade i stvaraju u određenim periodima godine.
5. Puna zaposlenost. Veoma čest argument protiv rikardijanske teorije odnosi se na njenu pretpostavku o punoj zaposlenosti što je u praksi rijedak slučaj i svakako neodrživa pretpostavka kejnzijanskog modela.

Važno je u ovom kontekstu pomenuti i neoklasični pogled na teoriju o budžetskom deficitu, koja ima tri ključna postulata. Svaki od njih igra značajnu ulogu u određivanju uticaja na budžetski deficit (Bernheim, 1989):

- Potrošnja svake individue određena je kao rješenje na intertemporalni organizacioni problem, gdje su i uzimanje kao i davanje zajmova dozvoljene aktivnosti po tržišnoj kamatnoj stopi;
- Pojedinci imaju ograničen životni vijek;
- Pretpostavlja se čišćenje tržišta (eng. *Market Clearing*) u svim periodima.

Prema istom autoru, među tri nabrojana postulata, drugi koji kaže da pojedinci imaju ograničen životni vijek, predstavlja ključnu razliku između teorijskog okvira neoklasične i rikardijanske teorijske koncepcije.

Jedna od najznačajnijih lekcija koja proističe iz neoklasičnog pristupa temi, jeste zabrinutost za pojavu tzv. permanentnog deficita. Kejnzijanski pristup teoriji budžetskog deficita, ima dvije osnovne razlike u odnosu na neoklasičnu paradigmu i to:

- Dozvoljava mogućnost da su neki ekonomski resursi neuposljeni;
- Pretpostavlja postojanje velikog broja ekonomskih aktera koji ne planiraju na daleko (na dugi rok) i ograničeni su problemima sa likvidnošću. Dakle, ova druga razlika garantuje senzitivnost agregatne potrošnje na promjene u prihodu.

Prema tumačenju budžetskog deficita kejnzijanskim pristupom, ukoliko je ponuda novca fiksirana i deficit je finansiran obveznicama (što bi u teoriji mogao biti slučaj ekonomije Crne Gore, čija Centralna banka nema funkciju štampanja novca u opticaju, a finansira se eksternim zaduživanjem), „očekuje se rast kamatne stope a pad nivoa privatnog investiranja“. Za posljedicu ovo ima snižavanje nivoa outputa i pokretanje kejnzijanskog multiplikatornog efekta. Neki ekonomski teoretičari se ne slažu sa takvim viđenjem efekata situacije, navodeći kako nije nužno slučaj da budžetski deficit posredno ili neposredno snižava nivo investicija. Jedan od ekonomista koji je dao svoj doprinos ovoj temi, Eisner (1986) navodi na zaključak da povećanje agregatne tražnje mijenja profitabilnost privatnih investicija i, zapravo, povećava nivo investicija za bilo koju kamatnu stopu. Prema nalazima i mišljenju Eisnera, „deficit suštinski može da vodi stimulaciji agregatne štednje i uvećanju investicija protivno tvrdnji da vodi jedino povećanju kamatne stope“.

3.1.1 Deficit državnog budžeta Crne Gore

Kako Crna Gora nema funkciju štampanja sopstvene valute, tako su njene ingerencije u dijelu monetarne politike sužene, premda ih i dalje ima i objašnjene su u prethodnom poglavlju na detaljan način. Ipak, sa makroekonomskog stanovišta važno je dotaći se fiskalnih autoriteta u Crnoj Gori, njihovih nadležnosti i rezultata njihovih aktivnosti.

U godišnjem makroekonomskom izvještaju na kraju 2017. godine, Centralna banka Crne Gore dala je sumarni prikaz aktivnosti kako u dijelu monetarnih, tako i u dijelu fiskalnih segmenata državne politike. U dokumentu je objašnjeno kako je očuvanje fiskalne stabilnosti kao glavnog faktora cjelokupne makroekonomske stabilnosti

tradicionalno jedan od najvažnijih (ukoliko ne i glavni) ciljeva fiskalne politike vođene u toku 2017. godine.

Javne finansije u 2017. godini obilježila je uspješna implementacija mjera fiskalnog prilagođavanja, utvrđenih Planom sanacije budžetskog deficita i javnog duga za period 2017. do 2021. godine i Fiskalnom strategijom 2017-2020.

Za takve aktivnosti fiskalnog prilagođavanja crnogorska ekonomija i njeno Ministarstvo finansija u više prilika je nagrađeno za dobru praksu, inovativnost i pozitivne rezultate rada. U najvećoj mjeri navedene aktivnosti konsolidacije nijesu se ticala, kao što je to bio slučaj sa nekim od zemalja regiona, „vještačkog“ dovođenja državnog budžeta u balans kroz povećavanje poreskih stopa i dodatnog oporezivanje građana i privrede. Umjesto toga, na adekvatan način se pristupilo rješavanju ovog problema kroz percepciju o tome kolika je oblast zone sive ekonomije i koji su načini da se što veći segment ove zone uvede u legalne ekonomske tokove. Na taj način produktivnost se ne bi smanjila niti bi se potencijalna i postojeća industrija destimulisala, već bi se proširila poreska osnovica i generisali dodatni izvori prihoda, bez uticanja na poresku stopu.

Rezultati ovih aktivnosti bili su izuzetno povoljni pa je u tim godinama bio rekordan i globalno primijećen set aktivnosti kojima se državna kasa punila i smanjivalo opterećenje na državu u pogledu iznalaženja eksternih izvora finansiranja postojećeg nivoa budžetskog deficita.

U pogledu analize koju je CBCG sprovela na državnom budžetu na kraju 2017. godine, tada je na prihodnoj strani efekat konsolidacije bio najuočljiviji kod naplate akciza, u okviru kojih je najveća naplata ostvarena od akciza na cigarete i dizel gorivo, kao rezultat primjene novog „akciznog kalendara“ po kojem je predviđeno postepeno povećanje akciza na ove proizvode. Rečeno je i kako su „pozitivni rezultati vidljivi i u boljoj naplati poreza na dodatnu vrijednost na uvoz, kao i doprinosa usljed reprograma zaostalog poreskog duga, od koga je prihodovano više od 20 miliona eura, dok je prilagođavanje na rashodnoj strani bilo usmjereno na smanjenje zarada u javnom sektoru i naknada majkama sa troje i više djece.“ Kako je zaključeno, u tom periodu, sve prethodno pomenute mjere su smanjile pritisak na javne finansije i dovele do ujednačavanja tekuće budžetske potrošnje, odnosno omogućile da se iz izvornih prihoda finansira tekuća potrošnja, dok su se samo za potrebe finansiranja kapitalnog budžeta sredstva obezbijedila kroz zaduživanje.

U istom izvještaju navedeno je da je „zbog povećanih izdataka u dijelu kapitalnog budžeta, evidentan rast konsolidovanih izdataka, a samim tim i deficita budžeta. Veći budžetski deficit je, zajedno s neophodnošću tehničkog usaglašavanja s novom organizacijom i načinom rada državne uprave, uslovio donošenje rebalansa budžeta za

2017. godinu, kojim su porezi povećani za oko osam miliona eura, a tekući izdaci smanjeni za 40 miliona eura.“

Tabela broj 21 prikazuje kretanje suficita i deficita državnog budžeta i daje informacije o njegovom učešću u BDP-u, po godinama u periodu posmatranja (od 2013. do 2017. godine).

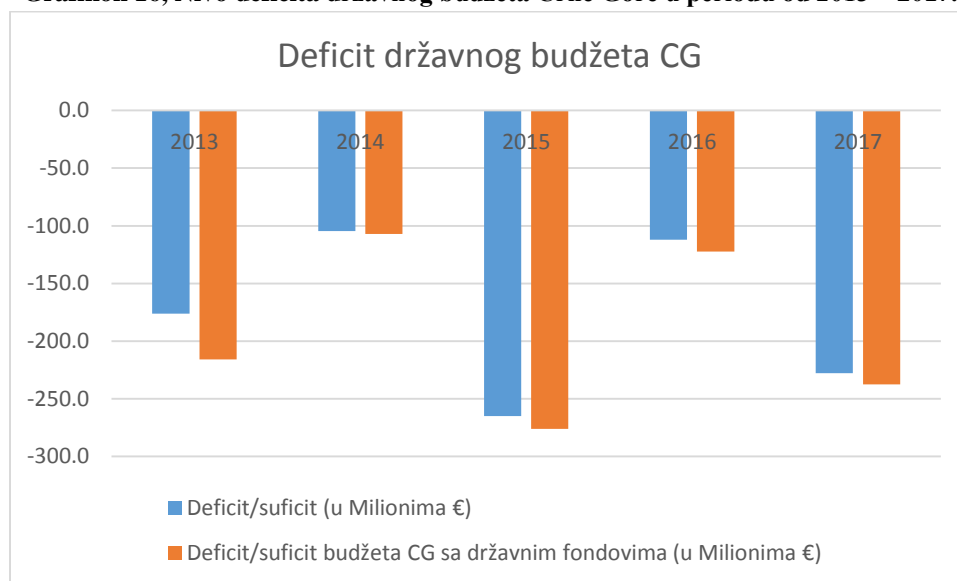
Tabela 21, Kretanje suficita i deficita crnogorskog državnog budžeta u periodu od 2013-2017.

Period	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Deficit/suficit (u Milionima €)	-176.3	-104.7	-265.1	-112.1	-227.8
% učešća u BDP-u	-5.2	-3.0	-7.3	-2.8	-5.4
Deficit/suficit budžeta CG sa državnim fondovima (u Mil €)	-215.8	-107.1	-276.2	-122.3	-237.6
% učešća u BDP-u	-6.4	-3.1	-7.6	-3.1	-5.6

Izvor: Kalkulacija autorke; Izvor originalnih podataka za kalkulaciju: Ministarstvo finansija Crne Gore

Iz tabele 21 jasno je da je Crna Gora konstantno u stanju deficitarnog državnog budžeta, a to je zajedno sa njegovim iznosom sa i bez državnih fondova, prikazano na grafikonu 16.

Grafikon 16, Nivo deficita državnog budžeta Crne Gore u periodu od 2013 – 2017.



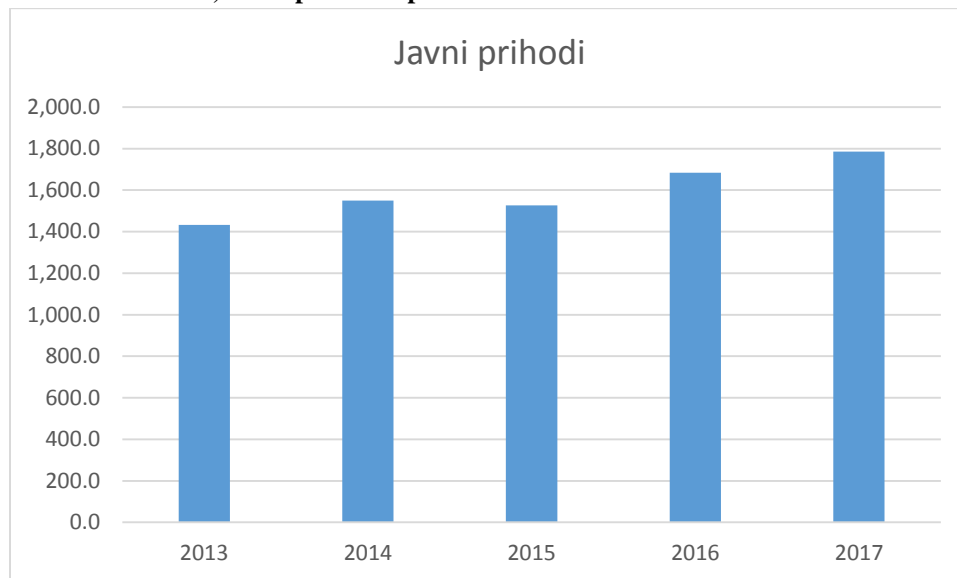
Izvor: Kalkulacija autorke

Struktura javnih finansija Crne Gore, za posljednji dostupni period (2017. godina) su objašnjene u nastavku, oslanjajući se na pomenuti makroekonomski pregledni izvještaj CBCG.

„Javni prihodi u 2017. godini iznosili su 1,79 milijardi eura, odnosno 42,1% procijenjenog BDP-a i bili su na nivou planiranih, dok su u poređenju sa 2016. godinom bili viši za 6%. Ovom rastu najviše je doprinijelo povećanje prihoda od poreza na

odatu vrijednost za 48 miliona eura (9,6%), akciza za 42,4 miliona eura (23,2%) i doprinosa za 32,1 miliona eura (6,9%).

Grafikon 17, Javni prihodi u periodu 2013-2017.



Izvor: Kalkulacija autorke

U strukturi javnih prihoda i dalje su dominantni prihodi od poreza (61,9%) i prihodi od doprinosa (27,7%), dok su svi ostali prihodi iznosili 10,4% ukupnih prihoda.

Konsolidovana javna potrošnja, prema preliminarnim podacima, u 2017. godini iznosila je 2,01 milijardi eura, odnosno 47,5% BDP-a. U poređenju sa prethodnom godinom, javna potrošnja bila je viša za 10,2%, dok je u odnosu na plan bila viša za 50 miliona eura ili 2,5%.

Tekuća javna potrošnja iznosila je 1,71 milijardi eura ili 40,4% BDP-a i niža je u odnosu na 2016. godinu za svega 0,5%, dok je kapitalni budžet iznosio 301,6 miliona eura ili 7,1% BDP-a. Najveći rast izdataka u odnosu na prethodnu godinu zabilježen je kod kapitalnog budžeta – 195,8 miliona eura, kao rezultat pojačane dinamike izvođenja radova na autoputu Bar-Boljare.

Takođe, u odnosu na prethodnu godinu, značajan rast bilježe bruto zarade i doprinosi na teret poslodavca – 24,5 miliona eura, kamate – 16,8 miliona eura i penzije – 10,5 miliona eura. Posmatrano po ekonomskoj klasifikaciji, najveće stavke izdataka bile su bruto zarade i doprinosi na teret poslodavca (492,1 miliona eura) i izdaci za penzije (401,3 miliona eura).

Najznačajnije smanjenje rashoda, u odnosu na prethodnu godinu, zabilježeno je kod transfera za socijalnu zaštitu (17,2 miliona eura ili 3,1%) usljed smanjenja potrošnje iz prava u oblasti socijalne zaštite.

Također, u odnosu na plan za 2017. godinu, transferi za socijalnu zaštitu su smanjeni za 26,8 miliona eura ili 4,7%, u okviru kojih su smanjeni rashodi za prava iz socijalne zaštite za 16,2 miliona eura ili 14%.

U 2017. godini ostvaren je niži nivo javnih prihoda od ostvarene konsolidovane javne potrošnje, tako da je deficit javnog sektora iznosio 227,8 miliona eura ili 5,4% BDP-a, i viši je za 85,6 miliona eura od gotovinskog deficita (142,2 mil. eura), a 115,7 miliona eura od korigovanog deficita zabilježenog u 2016. godini. Nivo konsolidovanih izdataka dat je na grafikonu broj 18.

Grafikon 18, Nivo konsolidovanih izdataka, period 2013-2017.



Izvor: Kalkulacija autorke

U toku 2017. godine otplata duga iznosila je 371,8 miliona eura, ili 8,8% BDP-a, što, dodajući procijenjeni deficit, ukazuje na potrebu za zaduživanjem u iznosu od 599,6 miliona eura ili 14,2% BDP-a. Od toga, 264,4 miliona eura se odnosi na domaće zaduženje, dok je 353,3 miliona eura inostrano zaduživanje, a preostali iznos predstavlja prihode od privatizacije - 9,3 miliona eura i transfere - 3,6 miliona eura. Kao posljedica ovih transakcija u 2017. godini depoziti su smanjeni za 23,7 miliona eura.

Sve objašnjene stavke date su u nastavku, u tabeli 22.

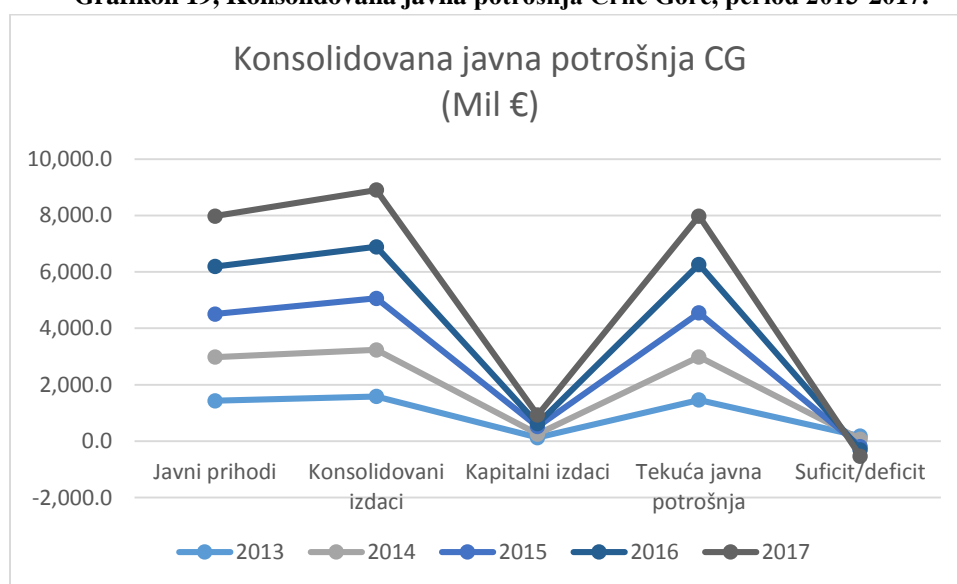
Tabelu broj 22 prati grafički prikaz 19, ne bi li se jasnije uočili trendovi (koje je teško notirati u malom vremenskom intervalu posmatranja – od svega četiri godine).

Tabela 22, Konsolidovana javna potrošnja Crne Gore u period u od 2013-2017.

	2013.		BDP		2014.		BDP		2015.		BDP		2016.		BDP		2017.		BDP	
	mil €	%	mil €	%	mil €	%	mil €	%	mil €	%	mil €	%	mil €	%	mil €	%	mil €	%	mil €	%
Javni prihodi	1,432.1	42.6	1,549.8	44.8	1,525.8	42.1	1,684.3	42.6	1,785.0	42.1										
Konsolidovani izdaci	1,586.5	47.2	1,648.0	47.7	1,828.5	50.4	1,826.5	46.2	2,012.9	47.5										
Kapitalni izdaci	124.4	3.7	124.5	3.6	268.1	7.4	105.9	2.7	301.6	7.1										
Tekuća javna potrošnja	1,462.1	43.5	1,523.5	44.1	1,560.4	43.0	1,720.6	43.5	1,711.3	40.4										
Suficit/deficit	176.3	-5.2	-104.7	-3.0	-265.1	-7.3	-112.1	-2.8	-227.8	-5.4										

Izvor: Kalkulacija autorke, izvor originalnih podataka: Ministarstvo finansija Crne Gore

Grafikon 19, Konsolidovana javna potrošnja Crne Gore, period 2013-2017.



Izvor: Kalkulacija autorke

Prema navedenom Izvještaju o strukturi državnog budžeta Crne Gore važno je znati da su ukupni primici budžeta sa državnim fondovima u 2017. godini iznosili 2,19 milijardi eura ili 51,6% BDP-a. Izvorni prihodi u 2017. godini iznosili su 1,57 milijardi eura ili 37% BDP-a. U odnosu na plan, niži su za 0,9%, a u odnosu na 2016. godinu, izvorni prihodi su viši za 5,3%.

Prema navodima iz Izvještaja, u strukturi izvornih prihoda najveće učešće ostvarili su prihodi od poreza (62%), doprinosa (31,6%), ostali prihodi (2,3%), donacije (1,6%), naknade (1,2%), takse (0,9%) i primici od otplate kredita i sredstva prenesena iz prethodne godine (0,4%).

U istoj analizi, dalje je naglašeno da su prihodi od poreza iznosili 971,2 miliona eura i bili niži za 0,8% u odnosu na plan, a u odnosu na 2016. godinu ostvarili su rast od 9,5%. Posmatrano pojedinačno, porez na dohodak fizičkih lica zabilježio je najveće smanjenje u odnosu na plan, dijelom zbog smanjenja zarada funkcionera i zaposlenih u javnom sektoru.

U poređenju sa prethodnom godinom, evidentna su pozitivna odstupanja kod naplate poreza na dodatu vrijednost, akciza i doprinosa, što se objašnjava povećanom naplatom uvoznog PDV-a, rastom akciza na cigarete i etil-alkohol i reprogramom zaostalog poreskog duga. Prihodi po osnovu doprinosa iznosili su 494,9 miliona eura i bili su niži za 1,1% u odnosu na plan za 2017. godinu, a u odnosu na isti period prethodne godine viši su za 6,9%.

Izveštaj nudi podatke o ukupnim izdacima budžeta koji su u 2017. godini iznosili 2,16 milijardi eura ili 51% BDP-a i bili su neznatno viši u odnosu na isti period prethodne godine, a u odnosu na planirane zabilježili su porast od 9,6%. Konsolidovani izdaci budžeta u 2017. godini iznosili su 1,80 milijardi eura, što čini 42,6% BDP-a. Ostvareni izdaci su viši u odnosu na prethodnu godinu za 11,2%, a u odnosu na planirane za 2,9%. Na tekuće izdatke odnosilo se 1,55 milijardi eura ili 36,5% BDP-a. Najveće odstupanje od plana, i to zbog rasta, zabilježeno je kod rashoda za usluge i kapitalnih izdataka u tekućem budžetu. Smanjenje je zabilježeno kod rashoda za tekuće održavanje, transfera za socijalnu zaštitu i transfera institucijama, pojedincima, nevladinom i javnom sektoru. Kapitalni budžet Crne Gore iznosio je 255,5 miliona eura ili 6% BDP-a, što je u odnosu na prethodnu godinu za čak 294,2% više.

Otplata državnog duga iznosila je 358,6 miliona eura i smanjena je u odnosu na prethodnu godinu za 174,5 miliona eura zbog smanjenja otplate hartija od vrijednosti i kredita nerezidentima.

Na kraju, najznačajniji dio Izveštaja CBCG sadrži informacije o nedostajućim sredstvima budžeta koja su iznosila 596,2 miliona eura ili 14,1% BDP-a. Finansiranje je obezbijeđeno kroz pozajmice i kredite iz inostranih izvora u iznosu od 352,8 miliona eura, pozajmice i kredite iz domaćih izvora u iznosu od 260,1 miliona eura i, manjim dijelom, iz prihoda od prodaje imovine i korišćenjem depozita. U pomenutom Izveštaju koji sumira podatke dobijene od Ministarstva finansija, naveden je i spisak fiskalnih rizika koji je preuzet i predstavljen u prikazu koji slijedi.

Boks 5.2 - Fiskalni rizici u srednjem roku

Glavni rizici u ostvarenju fiskalnih projekcija, bilo politički ili ekonomski, mogu se odraziti kako pozitivno, tako i negativno na javne finansije.

Pozitivni politički rizici su:

- Članstvo Crne Gore u NATO povećaće povjerenje investitora i turista, što će pozitivno uticati na sve ekonomske parametre domaće ekonomije i usloviti i bolji pristup izvorima finansiranja;
- Napredak na putu pristupanja Evropskoj uniji, usloviće povećanje povjerenja investitora, stabilniji poslovni ambijent i pristup EU fondovima.

Negativni politički rizici su:

- Politička nestabilnost u regionu Jugoistočne Evrope može se negativno odraziti na ekonomiju Crne Gore, posebno u sektoru turizma.

Pozitivni ekonomski rizici su:

- Intenziviranje aktivnosti na smanjenju sive ekonomije i ostvarivanje rezultata na tom polju povećaće poresku bazu, pa će samim tim omogućiti povećanje budžetskih prihoda;
- Veći multiplikativni efekti gradnje auto-puta i realizacija najavljenih investicija pozitivno će se odraziti na projekcije prihoda;
- Reprogram poreskog duga opština i obaveza da se zarade uplaćuju u bruto iznosu imaće pozitivan efekat na budžetske prihode.

Negativni ekonomski rizici su:

- Visina državnog duga predstavlja negativan ekonomski pritisak na ostvarenje projekcija, a povećanje državnog duga negativno utiče na uslove zaduživanja na međunarodnom tržištu;
- Povećanje cijene izgradnje auto-puta, potencijalno do 10%;
- Implementacija ESA 2010 metodologije će proširiti postojeći institucionalni obuhvat budžetskog računovodstva sa javnim preduzećima koja po ESA 2010 kvalitativnim ili kvantitativnim kriterijumima treba da budu prikazani u sektoru Opšte države.

Izvor: CBCG, Izvještaj CBCG o makroekonomskoj stabilnosti iz 2017. godine

Sa dijela crnogorskog deficita državnog budžeta prelazi se na globalni nivo. U prethodnom poglavlju bilo je riječi o tome koliko je koristan – dobar ili loš, pozitivan ili negativan, deficit tekućeg računa platnog bilansa. U ovom poglavlju biće riječi o pozitivnim, odnosno negativnim implikacijama deficita državnog budžeta i načinima njegovog susprezanja.

Naime, u radu Stanulovića (2017) detaljno je razrađena problematika i sagledane reperkusije koje po ekonomiju zemlje ima deficit državnog budžeta, ali da bi se moglo govoriti o njima potrebno je analizirati razvoj ekonomske misli u pogledu teorijskog pristupa budžetskom deficitu.

Jedan od prvih momenata u ekonomiji u kojem je bilo govora o deficitu državnog budžeta u smislu koji ova pojava i danas predstavlja (a ne o apstraktnoj ideji), jeste u periodu razvoja teorijskih koncepcija liberalizma, `30-ih godina 20. vijeka, kada se dogodila tzv. “privredna kriza”.

Osnovu liberalizma predstavljalo je mišljenje da država ne smije da ograničava slobodu privređivanja. Pod ograničavanjem slobode privređivanja nijesu podrazumijevana jedino ograničenja koja su bila posljedica djelovanja zakona o novcu. To je doba zlatnog standarda, odnosno zlatno – polužnog, odnosno zlatno – deviznog standarda koji je do današnjeg dana ostavio tragove upotrebe u realnoj ekonomiji.

Sa začetkom trgovine, odnosno inicijalnih razmjena, novac je kao sredstvo razmjene bio potpuno nepoznat. Potrebe ljudi za određenim proizvodima zadovoljavane su trampom. Kada se vremenom, sa sve većom i raznovrsnijom proizvodnjom i pojavom društvene podjele rada pojavio problem kako da ono što postoji (raspoloživi proizvod) bude prihvaćen za traženi, iznalažena je jedinstvena i opšteprihvaćena stvar, proizvod ili životinja za pribavljanje sredstava za zadovoljavanje najraznovrsnijih potreba. Današnji novac, u Virdžiniji je, početkom XVII vijeka, na primjer, zamjenjivao duvan. Uskoro je generalna skupština Virdžinije dala je duvanu status zakonskog sredstva plaćanja. Nakon duvana, funkciju opšteg sredstva razmjene zbog svojih prirodnih osobina, dobili su i pojedini metali. Razlozi su mnogobrojni, ali osnova leži u elementarnim osobinama metala: lako prenosivi, trajni, djeljivi i lako spojivi. U doba metalizma sredstvo plaćanja bio je kovani novac. Za kovanje novca korišćeni su najčešće plemeniti metali zlato i srebro, ali i gvožđe i bakar. Konačno, zlato se izdvojilo kao osnovni metal za razmjenu i preuzelo primat u odnosu na ostale. Od zlata su kovani zlatnici čija je vrijednost odgovarala njihovom metalnom, tj. zlatnom sadržaju. Oni su bili ujedno i nacionalni novac i međunarodno sredstvo plaćanja.

Ipak, u jednom trenutku je deficit količine zlata pokrenuo deflatorska kretanja koja su bila u suprotnosti sa potrebama industrijske revolucije. U takvim okolnostima došlo je do sloma metalizma i ovdje valja objasniti tačno značenje zlatnog standarda i zašto se pojave prvih deficita državnih budžeta po mišljenju nekih ekonomista usko vežu za navedeni pojam.

Šta je to bio zlatni standard? Ekonomista Temin (1989), emeritus profesor ekonomskih nauka na čuvenom MIT Univerzitetu u Americi najbolje objašnjava zlatni standard preko sljedećih pet karakteristika:

- Slobodan protok zlata između pojedinaca i država;
- Održavanje fiksne vrijednosti nacionalnih valuta u odnosu na zlato i posljedično jedne u odnosu na ostale valute;

- Odsustvo organizacije za međunarodnu koordinaciju;
- Postojanje asimetrije između država sa deficitom i država sa suficitom platnog bilansa;
- Mehanizam za prilagođavanje kod država sa deficitom platnog bilansa bio je deflacija, a ne devalvacija, odnosno promjena domaćih cijena umesto promjene deviznog kursa.

Vremenom je liberalistički sistem razmjene doveo do značajnog defomisanja privredne strukture pojedinih zemalja. One su, da bi se zaštitile od daljih strukturnih deformacija zbog prilagođavanja svjetskom tržištu na kome je sve bilo podređeno dominaciji i interesima Engeske, svoj razvoj zasnivale na protekcionizmu. U XIX vijeku protekcionizam kao privredno političko opredjeljenje bio je izražen u SAD, a Njemačka i pored prihvatanja sistema zlatnog standarda nikada nije bila orjentisana na liberalističku privrednu koncepciju. Njemačka je, dakle, tokom XIX vijeka izgradila svoju privredu na protekcionizmu.

Nakon završetka Prvog svjetskog rata, svi pokušaji povratka na sistem zlatnog standarda i liberalnije principe u privređivanju bili su bezuspješni. Kreditna ekspanzija banaka stvorila je uslove za razvoj industrijske proizvodnje takvog intenziteta da je ona u prvoj polovini 1929. godine u najrazvijenijim zemljama toga doba dostigla najviši ikada ostvaren nivo.

Hiperprodukcija roba i ograničenost potrošnje izazvale su u drugoj polovini godine pad robnih cijena, smanjivanje proizvodnje i pad kurseva hartija od vrijednosti. Katastrofalan pad Njujorške berze u oktobru 1929. godine zvanično predstavlja početak ekonomske krize i prvu pojavu kreditno – novčane krize kao izraza već započete industrijske krize. Jačina berzanskog kraha bila je povećana usljed dugogodišnjih špekulacija sa hartijama od vrijednosti na berzi. Nekoliko godina prije početka krize kursevi hartija od vrijednosti rasli su daleko više od intenziteta razvoja proizvodnje, a prije svega zbog optimisitičkih procjena u dalji privredni rast.

Deflacijsko djelovanje sistema zlatnog standarda na nacionalne ekonomije i svjesno žrtvovanje privredne ravnoteže valutnoj, i prije početka svjetske krize, imalo je za posljedicu česte lomove u nacionalnoj ekonomiji, praćene velikom nezaposlenošću.

Do Drugog svjetskog rata primenjivano je klasično načelo budžetske ravnoteže po kome su javni prihodi morali biti jednaki javnim rashodima. Kada je privreda bila u recesiji, država je imala samo jedan izbor, da smanji javne rashode. Ovakvu politiku dalje su komplikovala deflaciona kretanja koja su bila redovan pratilac recesije koja se povezuju

sa zlatnim standardom (doba zlatnih standarda). Ekonomski poremećaji ove vrste doveli su do tzv. „Velike krize `30-ih godina“.

Navedena privredna kriza `30-ih godina XX vijeka prevladana je u Sjedinjenim Američkim Državama primjenom programa „New Deal“. Ukratko je „New Deal“ politika objasnila (2016) i to kao kombinaciju:

- Subvencionisanja poljoprivredne proizvodnje;
- Politike javnih radova;
- Jeftinih kredita i niske kamatne stope;
- Politike povećanja novca u opticaju;
- Povećanja potrošnje.

Insistiralo se na povećanju izdataka države ili njihovom održavanju na određenom nivou. Na održavanju obima državnih izdataka insistiralo se i u uslovima pada dohotka, što je prećutno podrazumevalo povećanje budžetskog deficita.

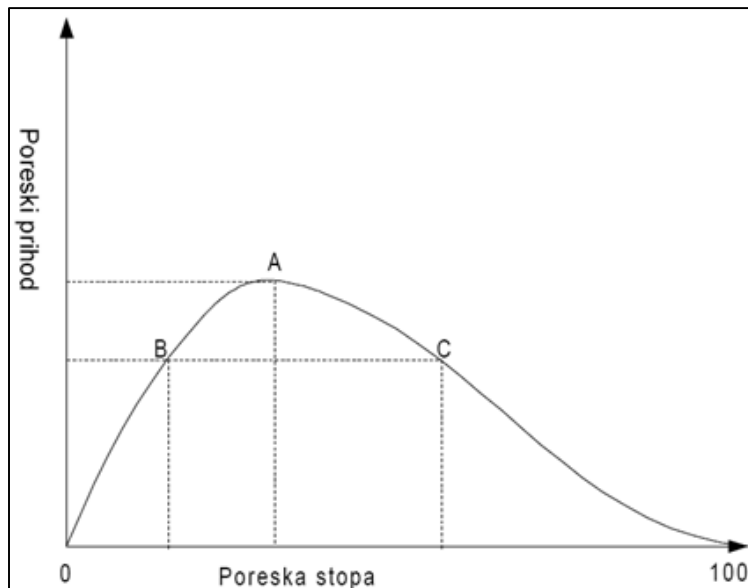
Upravo se dakle tada, i iz tog razloga moglo prvi put zaista govoriti o eksternaliji politike „New Deal“.

Još jedan od ekonomista koji je ozbiljno pristupio analizi problematike državnog deficita, ali je posmatrao kao nuspojavu koja nastaje kada se govori o povećanju ili smanjenju poreski stopa je Lafer, koji je razvio koncept „Laferove krive“, koja pokazuje šta se dešava sa produktivnošću ekonomskog sistema kada se porezi povećavaju. Njegova kriva je u ekonomskoj teoriji naširoko poznata i mnogo je naučnih radova nastalo na temu uticaja poreza na efikasnost ekonomskog sistema, nacionalnu štednju, nivo budžetskog deficita, i tako dalje. Jedan od naučnih radova sa naših područja koji je analizirao sličnu tematiku napisali su Despotović i Ribać (2011). Dakle, u ovom i sličnim radovima objašnjeno je kako je Lafer razvio tezu da je poreska stopa od 60% obrtna tačka, dok poreske stope u visini do 60% povećavaju poreske prihode, a poreske stope u visini preko 60% smanjuju ukupan poreski prihod.

Bazirajući se na prethodnoj tvrdnji, Lafer dalje navodi da, ako su u konkretnoj privredi poreske stope u visini preko ove obrtne tačke (odnosno poreske stope od 60%) svako dalje smanjenje poreskog opterećenja podstiče privrednu aktivnost i istovremeno povećava ukupni poreski prihod, odnosno ima pozitivne implikacije po ekonomski sistem. Povećanje privredne aktivnosti će imati za rezultat povećanje zaposlenosti i ponude robe i usluga, a povećanje ukupnih poreskih prihoda smanjenje budžetskog

deficita. Već tu se deficit državog budžeta počinje posmatrati u odnosu na neke druge ekonomske pojave (u ovom slučaju na poreski prihod, slika 4).

Slika 4, Laferova kriva



Izvor: Makroekonomija, G. Mankiw

Sljedeća kategorija u odnosu na koju je bio stavljen pojam budžetskog deficita (iako ne hronološki) bila je inflacija, tačnije problematika hiperinflacije. Troškove inflacije objedinio je na interesantan način njemački ekonomista Rober Schiller (1996) kada je izjavio da se troškovi inflacije sastoje u sledećim troškovima:

- Trošak habanja cipela – koji nastaje usljed češćeg odlaska u banku po gotovinu zato što inflacija nameće inflacioni porez, smanjuje realnu vrijednost novca koji se drži;
- Trošak menija – inflacija utiče na potrebu da se mijenjaju cijene, što uzrokuje trošak izrade novih cjenovnika, npr. jelovnika u restoranima;
- Preduzeća suočena sa troškovima za izradu novih cjenovnika rjeđe mijenjaju cijene što ima za posljedicu mikroekonomsku neefikasnost u alokaciji resursa;
- Inflacija mijenja poreske obaveze zato što poreski propisi ne uzimaju u obzir efekte inflacije;
- Peti trošak je neudoban život u svijetu sa promjenljivim cijenama.

Na način koji duhovito i dovtljivo objašnjava različite efekte koje po blagostanje ekonomije i njenih činilaca (npr. stanovništva) Schiller zaokružuje cjelokupnu priču o

efektima inflacije. Međutim, u njegovoj teorijskoj koncepciji ne dodiruje ekstremni slučaj – pojavu hiperinflacije i njenih efekata na privredu.

Jugoslovenski primjer hiperinflacije najbolji je indikator toga kako se ovo stanje odražava na sveukupni ekonomski sistem, a između ostalog i na državni deficit. U situaciji hiperinflacije troškovi inflacije postaju očigledni i nepodnošljivi i nezvanični novac počinje da zamjenjuje zvaničnu valutu. U Jugoslaviji je takav bio slučaj sa tadašnjom zvaničnom valutom (dinarom) koji je nemilice štampan za nacionalne potrebe koje su se sve više povećavale, tako da je hiperinflacija dosegla nivo svjetskog rekorda. Tada je zvanična valuta devalvirana u velikoj mjeri i zamijenjena prvo njemačkom markom, u slučaju Crne Gore, a brzo nakon toga eurom, koji je i danas zvanično sredstvo plaćanja u zemlji.

Kao direktan efekat hiperinflacije odnosno prekomjernog rasta ponude novca nastaje nedostatak budžetskih prihoda koje država umjesto preko povećanja poreskih prihoda kroz povećanje produktivnosti ili uvođenjem sive ekonomije u legalne tokove (širenjem ili poreske baze ili poreske osnovice) nadoknađuje štampanjem novca. Sa rastom inflacije realni poreski prihodi se smanjuju što vodi daljem povećanju budžetskog deficita. Mankiw u svojoj knjizi „Makroekonomija” navodi da se ovaj monetarni fenomen ne smije rješavati monetarnim instrumentima (dodatnom količinom novca u opticaju između ostalog) već fiskalnim instrumentima, poput manipulacija poreskom stopom. Po Mankiwu, čak iako je inflacija monetarni fenomen, kraj inflacije često predstavlja fiskalni fenomen.

Ovaj problem, na čije je nastajanje imao uticaja klasični pristup ekonomske teorije, a tiče se krize iz `30-ih godina XX vijeka, prevaziđen je ekspanzivnom monetarnom i fiskalnom politikom: politika povećanja javnih rashoda, smanjenja poreza i stvaranja budžetskih deficita.

Teorijski, liberalizam je zamijenjen intervencionističkim keynzijanstvom, a klasična teorija budžeta ustupila je mjesto cikličnom budžetu. Ciklični budžet podrazumijeva svjesno vođenje politike budžetske neravnoteže. Ravnoteža budžeta se žrtvuje radi ekonomske ravnoteže privrede kao cjeline i politike pune zaposlenosti. Ključna razlika između Kejnsove i Hajekove teorije ekonomske krize je uloga bankarskog i finansijskog sistema. Uprošćene verzije Kejsovih i Hajekovih objašnjenja recesije i depresije, i njihova moguća rešenja mogu se predstaviti na sljedeći način:

Kejns (problem potražnje): Zamka likvidnosti sa nevoljnom nezaposlenošću može se izbjeći povećanjem javne potrošnje.

Hajek (problem ponude): Problem solventnosti usljed pucanja dužničkog mjehura, fiktivna nezaposlenost, bez kratkoročnog političkog rješenja.

Politika budžetske ravnoteže vezivala je ravnotežu za budžetsku godinu. Intervencionistička politika omogućila je da se uravnoteženje budžeta više ne vezuje za period od godinu dana, nego da se pokrivanje budžetkih deficita produži na više godina. Logika je bila da se deficit iz faze depresije pokriva suficitom u periodu prosperiteta i inflacije koji će uslijediti. Budžetski deficiti koji se nijesu finansijski zatvarali na godišnjem nivou imali su za posljedicu formiranje javnog (državnog) duga. Javni dug je, posljedično, od privremene postao trajna pojava.

Imajući na umu sve prethodno navedeno, pitanje koje se postavlja pred ekonomiste je da li zemlja treba da vodi ekspanzivnu ili restriktivnu fiskalnu politiku, i kad je potrebno voditi jednu a kada drugu.

Ekspanzivna fiskalna politika ne mora da predstavlja nužno dobru opciju u svakom trenutku i u svakom sistemu, posebno ukoliko je budžetski deficit suviše velik. Povećanje državnog duga koga su podstakli veliki deficiti može samo po sebi da postane problem iz sljedećeg razloga: vlade mogu da izgube kontrolu i nad fiskalnom i nad monetarnom politikom. Suočena sa nekim velikim negativnim šokom kakav je na primjer rat, građanski rat, krah izvoza ili društvena eksplozija – vlada može da izgubi kontrolu nad svojim budžetom i da ostvari budžetski deficit koji nije u mogućnosti da finansira na bilo koji drugi način osim kreiranjem nove količine novca u opticaju (štampanjem novca). Rezultat ovakvog gubitka kontrole štampanja novca kakav se dogodio u Jugoslaviji jeste upravo hiperinflacija, koja zdravlje i stabilnost ekonomskog sistema nikad za sobom ne ostavi „netaknutima”.

Krize koje su nastale kao posljedica postojanja permanentnih deficita državnih budžeta koji su se sve teže i teže održavali i finansirali, Evropska monetarna unija pokušala je da, pored ostalog, riješi i uvođenjem strogih zahtjeva po pitanju i nivoa budžetskog deficita u odnosu na BDP zemlje.

Dakle, države članice EU preduzele su mjere za smanjivanje budžetskih deficita, na način što su osnivačkim Ugovorom Evropske Unije dogovorile fiskalne standarde za svoje nacionalne budžetske politike kojima su utvrdile maksimalno dozvoljene nivoe budžetskog deficita i javnog duga u odnosu na BDP. Za budžetski deficit utvrđena je maksimalno dozvoljena visina od 3% u odnosu na BDP, a za javni dug 60% u odnosu na BDP. Budžetska disciplina država članica Evropske monetarne unije potvrđena je 1997. godine u Paktu stabilnosti i rasta koji je počeo da se primenjuje 1. januara 1999. godine, a reformisan je 2005. godine. U Rezoluciji o paktu stabilnosti i rasta potvrđen je suštinski značaj budžetske discipline i uravnoteženih javnih finansija kao sredstva za jačanje uslova za stabilnost cijena i moćan održiv rast i zaposlenost. Utvrđeno je da nacionalne budžetske politike treba da podrže monetarne politike usmjerene na stabilnost cijena. Da bi se održala budžetska pozicija u ravnoteži ili u suficitu, državama

članicama se omogućava da u uslovima normalnih cikličnih fluktuacija održavaju budžetski deficit u okviru referentne vrijednosti od 3% BDP.

U potpuno liberalizovanom ekonomskom sistemu, fiskalna politika (koja pored monetarne predstavlja drugu ruku makroekonomskog sistema) zamijenjena je principima i mehanizmima djelovanja slobodnog tržišta.

Važno je napomenuti i to da ukoliko se budžetski deficiti finansiraju aktivnim djelovanjem centralne banke, onda su povezani sa dodatnom emisijom novca. Kao što je poznato, ovakav način „rješavanja” pitanja budžetskog deficita nije u domenu mogućeg za crnogorsku ekonomiju.

Ukoliko se deficiti finansiraju emitovanjem odnosno prodajom obveznica na finansijskom tržištu, onda se povlači i preusmerava dio akumulacije sredstava privrednih subjekata što, moglo bi se reći, dugoročno predstavlja recesioni faktor. Takođe, ukoliko navedeni način finansiranja izazove rast kamatnih stopa na tržištu, što predstavlja realnu mogućnost, isti poskupljuje u budućnosti.

Države se na najrazličitije načine bore sa različitim ekonomskim prilikama implemetirajući različite kombinacije prezentovanih mjera fiskalne i monetarne politike i to rezultira različitim nivoima suficita, odnosno deficita državnog budžeta. U dijelu rada pod nazivom „Dodaci”, nakon poglavlja koje sadrži zaključna razmatranja, dat je spisak svih 198 zemalja po azbučnom redu i njihov iznos deficita/suficita državnog budžeta u više kategorija:

- U milionima američkih dolara („mil \$”);
- Kao procentualna vrijednost od BDP-a („% BDP-a”).

U ovom dijelu rada dat je prikaz prvorangiranih 20 država svijeta sa najvećim iznosom državnog suficita, nakon toga data je pozicija Crne Gore, a na kraju je priložen prikaz najgore rangiranih država svijeta u ovom pogledu.

Tabela 23, 20 država svijeta sa najvećim iznosom državnog suficita

Rbr	Zemlja	Datum	Deficit (M \$)	Deficit (% BDP-a)
1	Nauru	2016	24	23.52%
2	Tuvalu	2016	6	16.55%
3	Mikronezija	2015	33	10.51%
4	Kiribati	2016	11	6.04%
5	Katar	2015	8,755	5.41%
6	Norveška	2017	20,237	5.10%
7	Hong Kong	2016	14,313	4.39%
8	Sveti Kristofor i Nevis	2016	38	4.24%
9	Maršalova Ostrva	2016	8	4.02%
10	Dominikana	2016	22	3.83%
11	Malta	2017	444	3.50%
12	Palau	2016	10	3.32%
13	Singapur	2016	10,230	3.26%
14	Granada	2016	24	2.31%
15	Kipar	2017	389	1.80%
16	Južna Koreja	2016	24,697	1.75%
17	Centralna Afrička Republika	2016	27	1.56%
18	Češka	2017	3,356	1.50%
19	Švedska	2017	8,036	1.50%
20	Luxemburg	2017	863	1.40%

Izvor: <https://countryeconomy.com/deficit/usa>, posjećeno: 05/02/2018. godine

U zaglavlju tabele broj 23, oznaka „M” označava da su vrijednosti predstavljene u toj tabeli iznesene u milionima američkih dolara.

Tabela 24, 20 država svijeta sa najvećim iznosom državnog deficita

169	Maldivi	2016	-408	-9.68%
170	Gambija	2016	-94	-9.75%
171	Tadžikistan	2016	-679	-9.77%
172	Svazilend	2016	-404	-10.36%
173	Egipat	2016	-35,599	-10.70%
174	Ekvatorijalna Gvineja	2016	-1,221	-11.99%
175	Trinidad i Tobago	2016	-2,807	-12.44%
176	Alžir	2016	-20,892	-13.13%
177	Irak	2016	-23,834	-13.88%
178	Venecuela	2013	-31,962	-14.09%
179	Mongolija	2016	-1,877	-16.98%
180	Saudijska Arabija	2016	-110,980	-17.20%
181	Bahrein	2016	-5,770	-17.93%
182	Džibuti	2016	-343	-18.16%
183	Eritreja	2008	-291	-21.13%
184	Južni Sudan	2016	-650	-21.25%
185	Oman	2016	-14,235	-21.30%
186	Brunej	2016	-2,449	-21.48%
187	Republika Kongo	2016	-1,757	-22.55%
188	Timor	2016	-832	-32.99%
189	Libija	2016	-21,015	-113.33%

Izvor: <https://countryeconomy.com/deficit/usa>, posjećeno: 05/02/2018. godine

Tabela 25, Pozicija Crne Gore u odnosu na ostale države svijeta u pogledu državnog deficita

144	Armenija	2016	-594	-5.62%
145	Zambija	2016	-1,215	-5.80%
146	Tunis	2016	-2,473	-5.88%
147	Benin	2016	-507	-5.91%
148	Vanuatu	2016	-49	-6.12%
149	Niger	2016	-462	-6.13%
150	Kameron	2016	-1,988	-6.17%
151	Crna Gora	2016	-272	-6.23%
152	Mozambija	2016	-704	-6.24%
153	Lesoto	2016	-155	-6.35%
154	Argentina	2016	-35,235	-6.36%
155	Bolivija	2016	-2,256	-6.62%
156	Indija	2016	-151,293	-6.65%
157	Jemen	2013	-2,787	-6.90%
158	Komoros	2016	-45	-7.27%
159	Malavi	2016	-361	-7.32%
160	Liban	2015	-3,736	-7.49%

Izvor: <https://countryeconomy.com/deficit/usa>, posjećeno: 05/02/2018. godine

Kao što je moguće primijetiti, pozicija Crne Gore, prema međunarodnim mjerenjima iz 2016. godine bila je 151. na listi od 198 zemalja.

Što se tiče zemalja regiona i upoređivanja crnogorske pozicije sa njihovom to bi se moglo učiniti samo kroz upoređivanje vrijednosti iz posljednje kolone – deficita kao procentualne vrijednosti BDP-a te zemlje, jer su jedino ti podaci uporedivi za sve zemlje sa priloženog spiska. Pozicija Crne Gore je prema ovom kriterijumu, bila nepovoljnija (dakle, Crna Gora je bila niže rangirana) od sljedećih zemalja: Srbije, Bosne i Hercegovine, Republike Makedonije, Albanije, Hrvatske, ali i Bugarske i Slovenije. U pogledu prezentovane analize moguće su devijacije od realnog stanja u pogledu načina mjerenja jer za neke zemlje sa spiska iznos državnog deficita u odnosu na BDP datira još iz 2013. dok je drugima iz 2016. godine. Dakle, navedeni prikazi iznad služe samo kao smjernice za razmišljanje koji su to načini vođenja monetarne i finansijske politike prvorangiranih zemalja koje nijesu uopšte, ili nijesu u jednakoj mjeri implementirani od strane nižerangiranih zemalja.

Kako se po navedenoj kategorizaciji Crna Gora svrstava u „donju“ polovinu zemalja, koje imaju visok stepen deficita državnog budžeta, važno je dalje ući u oblast istraživanja, i predlog autorke ovog rada jeste da se teorijski i, koliko je to moguće empirijski, izmjeri međuzavisnost deficita državnog budžeta Crne Gore i deficita tekućeg računa platnog bilansa, tzv. trgovinskog deficita. To je analizirano u nastavku.

3.2 Teorija blizanačkog deficita

Prema definiciji McCoskeya i Chihwaa iz (1999) koja je proistekla iz njihovog istraživanja, blizanački deficit može se definisati kao dugoročni, pozitivni odnos koji postoji između deficita na tekućem računu platnog bilansa države (eng. *CAD – Capital Account Deficit*) i budžetskog deficita, uključujući još neke faktore.

Jedna od aktuelnih ekonomskih tema jeste identifikovanje i definisanje pojma i pojave blizanačkog deficita. Do skoro je najveći dio istraživanja na temu blizanačkog deficita počinjao i završavao se na primjerima visoko razvijenih zemalja poput SAD-a, međutim jedan od naučnih trendova iz navedene oblasti istraživanja, svakako je notiranje ove pojave u zemljama u razvoju kao i stepen međuzavisnosti koji postoji, ukoliko ga ima, između deficita tekućeg računa i budžetskog deficita u tim zemaljama.

Kako broj naučnih radova iz ove oblasti stalno raste, tako se i pridaje sve veći značaj temi blizanačkih deficita i to ne samo u naučnim krugovima. Naime, u makroekonomskoj praksi, tema blizanačkih deficita dobila je na značajnosti, imajući u vidu da su donosioci odluka na najvišim fiskalnim i makroekonomskim nivoima, svjesni da postojanje blizanačkog deficita može da bude signal potencijalnog rizika po stabilnost ekonomskog sistema zemlje i njen makroekonomski rast. Međutim, po mišljenjima nekih autora koji su istraživali navedeni pojam, postojanje blizanačkog deficita, odnosno postojanje deficita na tekućem računu platnog bilansa neke zemlje ne mora da znači slabost tog ekonomskog sistema, imajući u vidu kako se u velikom broju (često u slučaju razvijenih) zemalja ovaj fenomen pojavljuje kao neophodan odgovor sistema na npr. promjene u preferencijama potrošača.

Prvi put se hipoteza o blizanačkom deficitu pojavljuje `80-ih i `90-ih godina prošlog vijeka, u pokušaju da se objasni tadašnji deficit tekućeg računa platnog bilansa Amerike, u radovima naučnika Darrata (1988), Abela (1990) ali i Catika, Göka i Akseka (2015). Prvi naučni radovi, posebno prva dva nabrojana, nastali su nakon perioda izuzetne fiskalne ekspanzije tokom Reganovog režima.

Da bi se došlo do teorijskih objašnjenja svih mogućih situacija u pogledu analize postojanja blizanačkog deficita u bilo kojoj ekonomiji biće iskorišćeno prvo matematičko formulisanje (definicije), a onda i prateća teorijska objašnjenja koja prate pojedinačne situacije koje mogu da se dogode, a koje su detaljno ispitane u nastavku.

U pogledu blizanačkih deficita situacije koje mogu da se dogode su sljedeće:

- Hipoteza o blizanačkom deficitu („TDefH“) – fiskalni deficit utiče negativno (odnosno, povećavanje nivoa deficita državnog budžeta) na nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa;
- Rikardijanska ekvivalencija – fiskalni deficit nema uticaja (odnosno, povećavanje nivoa deficita državnog budžeta) na nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa;
- Hipoteza o blizanačkoj divergenciji („TDivH“) - fiskalni deficit utiče pozitivno (odnosno, povećavanje nivoa deficita državnog budžeta) na nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa;

Da bi se dala teorijska potpora u vidu postojećih radova koji postoje na zadatu temu i koji služe kao potvrda neke od nabrojane tri situacije, prelazi se na matematičko definisanje varijabli koje fingiraju u svakoj od tri navedene situacije, po ugledu na rad Sakyi i Opoku (2016).

Kako je sumarno objašnjeno u istraživanju navedenih naučnika, odnos između fiskalnog i trgovinskog deficita vuče korijene iz identiteta nacionalnog prihoda.

Kako je Mankiw u svojoj knjizi „Makroekonomija“ postavio, tako su mnogi ekonomisti preuzeli formulu i može se reći da je za situaciju otvorene ekonomije sljedeća formula na snazi za INP (NII na engleskom):

NII je za otvorenu ekonomiju dato kao; $Y = C + I + G + (X - M)$

Gdje je Y – bruto domaći proizvod;

C je – potrošnja domaćinstava;

G je – Vladina potrošnja;

X je – ukupni izvoz roba i usluga;

M – nivo uvoza roba i usluga.

Ovdje je matematički je definisan tekući račun platnog bilansa koji je u prethodnom poglavlju definisan teorijski.

Dakle,

$$(3) CA = X - M + NF$$

Gdje je NF – neto faktor prihoda iz inostranstva. To je ono što nastaje kao razlika između prihoda koji stiže iz inostranstva i onog koji ide iz zemlje ka inostranstvu.

Prema navedenoj formuli NII za otvorenu ekonomiju, formula nacionalne štednje se za otvorenu ekonomiju može napisati na sljedeći način:

$$(4) S = I + CA$$

Pri tome, može se napraviti razlika između privatne i javne/Vladine štednje i ova dva tipa štednje se označavaju na sljedeći način:

Sp – privatna štednja. Njena definicija se može dati sljedećom formulom:

$$(5) S_p = Y - T - C.$$

Drugačije rečeno, Sp, odnosno, štednja privatnih lica u zemlji je dio prihoda koji privatnom sektoru „ostane“ nakon što se odbiju troškovi nastali po osnovu poreske obaveze i potrošnje građana.

Sg – javna/Vladina štednja. Njena definicija se može dati sljedećom formulom:

$$(6) S_g = T - G - R.$$

Objašnjeno drugačije, javnu štednju čini razlika koja nastane kada se od prihoda nastalih oporezivanjem oduzme potrošnja na javna dobra i usluge (G) i svi transferi (R).

Imajući u vidu nove definicije koje su dodate – Sp i Sg, prethodno postavljena formula štednje može se i drugačije napisati:

$$(7) S = S_p + S_g = Y - T - C + (T - G - R) = I + CA$$

Jednačina se takođe može napisati na sljedeći način:

$$(8) S_p + (T - G - R) = I + CA$$

Kada se jednačina napiše u funkciji CA, ona glasi:

$$(9) CA = S_p - I + (T - G - R)$$

Iz matematičke formulacije tekućeg računa platnog bilansa jasno je da on zavisi (kao što je teorijski pojašnjeno u prethodnom poglavlju rada) od nivoa štednje, odnosno od eventualnog deficita štednje (koji čini razliku privatne štednje i investicija) i koja je

početni dio formule označen kao „Sp - I“ i fiskalnog deficita (koji čini razliku između privatne štednje i investicija i razlikom između vladinog prihoda generisanog iz poreza i vladine potrošnje na dobra, usluge i transfere).

Dvije situacije je moguće očekivati iz jednačine broj sedam za CA:

Prva je u slučaju kada je element jednačine „Sp – I“ konstantan tokom vremena. Ukoliko je takav slučaj, onda se fluktuacije događaju na drugoj strani jednačine (u fiskalnom dijelu) koji je označen kao (T – G - R) i on bi mogao izazvati fluktuacije tekućeg računa platnog bilansa (CA). Ukoliko se dogodi da su evidentirane fluktuacije može se dogoditi potvrđivanje **TDefH** ili **TDivH**.

U slučaju utvrđivanja bilo kojeg od navedena dva slučaja, potvrđuje se međuzavisnost fiskalnog deficita i deficita tekućeg računa platnog bilansa. U kojem god procentu je navedena utvrđena međuzavisnost pisutna, pa čak i bez značaja da li je taj uticaj „pozitivan“ (smanjivanje nivoa CA deficita) ili pak „negativan“ (povećavanje nivoa CA deficita) važno je utvrđivanje postojanja blizanačkog deficita.

Druga mogućnost koja potencijalno proizilazi iz gornje formule za CA jeste kada element jednačine „Sp – I“ varira tokom vremena. U takvom slučaju bi se promjene na fiskalnoj strani (drugi dio jednačine) mogle neutralizovati promjenama dijela jednačine koji se odnosi na „Sp – I“. U takvoj situaciji nijedna od gornjih opcija ne može se smatrati dokazanom, već se zaključuje kako nema međuzavisnosti između istraženih varijabli (fiskalnog deficita i deficita tekućeg računa platnog bilansa), odnosno, ne može se utvrditi postojanje blizanačkog deficita, što je u ekonomskoj teoriji označavano pojmom „Rikardijanska ekvivalencija“ odnosno „RE“.

U radu (Sakyi & Opoku, 2016) na jasan način je dat kratak pregled teorijske podloge koncepcija koje se mogu pojaviti kao rezultati istraživanja o postojanju blizanačkog deficita i one su predstavljene u tekstu koji slijedi.

- **TdefH**

Glavne ideje hipoteze o blizanačkom deficitu nastale su na Kejnzijanskim postulatima. Prekomjerno pozajmljivanje eksternih finansijskih resursa od strane države, da bi ona „pokrila“ državne izdatke, rezultira fiskalnim deficitom koji istiskuje sve više (što je sami deficit veći ili dugotrajniji) opcija države za daljim zaduživanjem. U tom slučaju, fiskalni deficit koji nastaje kao posljedica prekomjernog zaduživanja države, vodi fluktuacijama tekućeg računa platnog bilansa kroz:

- Rast domaće kamatne stope (posljedica „crowd-outa“ odnosno istiskivanja);

- Deviznog kursa;
-
- Nivoa dotoka kapitala.

Naučnici koji su u svojim radovima dokazali postojanje hipoteze o blizanačkom deficitu, bili su Ball i Mankiw (1995), kao i Dudley i McKelvey (2004).

Oni su dali doprinos razvoju ekonomske misli iz ove oblasti na način što su objasnili da su fiskalni i deficit tekućeg računa platnog bilansa usko povezani i da prolongirani fiskalni deficit vodi snižavanju domaće štednje. Po toj analogiji, dalje, pad nivoa domaće štednje uzrokuje rast domaće kamatne stope, što čini domaće investicije relativno atraktivnijim od onih inostranih i to kako domaćim, tako i inostranim investitorima. Rast tražnje inostranih investitora za domaćim investicijama vodi aprecijaciji domaće valute, sa kojom izvoz postaje relativno skup, a uvoz relativno jeftiniji. Prema ovim ekonomskim nalazima, eventualni efekat bi mogao biti povećanje uvoza u zemlju što bi uzrokovalo još veći rast trgovinskog deficita, odnosno deficita tekućeg računa platnog bilansa. Sve ovo je poduprijetu u naučnom istraživanju koje je objavio Salvatore (2006).

Može se, dakle, zaključiti kako je u navedenim radovima dokazano da fiskalni deficit negativno utiče na deficit tekućeg računa platnog bilansa, na način da povećava nivo navedenog deficita. Ali, kao što je u redovima iznad temeljno objašnjeno, to nije slučaj sa rezultatima svih istraživanja na ovu temu.

- **RE**

U istraživanjima poput Barroovog (1989) dokazano je da nema uzročno-posljedične povezanosti između fiskalnog i deficita tekućeg računa platnog bilansa. Drugim riječima, zaključeno je da je deficit tekućeg računa platnog bilansa nezavisan od fiskalnog deficita.

Prethodni zaključak u radu Barra (rad pod nazivom „Rikardijanski pristup budžetskog deficitu“ eng.: *The Ricardian Approach to Budget Deficits*) je objašnjen na način da je fiskalni deficit uzrokovan rezom, odnosno snižavanjem poreske stope, što bi u kontekstu štednje negativno uticalo na javnu, ali ne i na privatnu štednju. Drugačije rečeno, iako individualci povećavaju svoju štednju, ne može se reći kako je njihova potrošnja („C“) izmijenjena, pošto povećanje njihove štednje vodi porijeklo iz snižavanja poreske stope.

Dakle, pad vladine štednje bi uzrokovao posljedični rast fiskalnog deficita što bi bilo neutralisano povećanjem privatne štednje građana i stoga ne bi imalo efekta na nacionalnu štednju. Imajući na umu da se nacionalna štednja ne mijenja već ostaje ista,

ne postoji implikacija na deficit tekućeg računa platnog bilansa pošto privatna štednja raste dovoljno da suspregne međunarodne pozajmice.

Na kraju, posljednja grupa načnih radova podupriježe treću teoriju o postojanju blizanačkog deficita i ona je u gornjem spisku označena kao „Hipoteza o blizanačkoj divergenciji“ –TDivH. Ideja je dokazati kako fiskalni deficit utiče pozitivno (odnosno povećavanje nivoa deficita državnog budžeta) na nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa;

- **TdivH**

Prema naučnicima koji su ispitivali navedenu oblast, međusobni odnos između fiskalnog deficita tekućeg računa platnog bilansa može biti negativan. U radovima koji su u nastavku nabrojani dokazano je da implikacije fiskalnog deficita mogu biti pozitivne za deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Ovakve implikacije mogu se desiti kroz:

- Efekat „crowd-out“;
- Šoka u smislu produktivnosti ili outputa.

Prva situacija („efekat crowd-out investicija“) vodila bi scenariju gdje fiskalna ekspanzija posljedično rezultira fiskalnim deficitom. To bi uticalo na rast domaće kamatne stope i istisnulo privatne investicije, a povećalo privatnu štednju. Ovakva situacija uticala bi na opadanje agregatne tražnje što poboljšava tekući račun platnog bilansa na način da smanjuje njegov deficit.

U periodima ekonomske recesije gdje je nezaposlenost obično uvijek visoka, a agregatna tražnja niska, output značajno opada. U takvim situacijama neophodno je primijeniti načela fiskalne ekspanzije ne bi li se „oživjela“ ekonomija. I premda ekspanzivna fiskalna politika negativno utiče na nivo fiskalnog deficita, generalno pad agregatne tražnje uzrokuje poboljšanje deficita tekućeg računa platnog bilansa.

Nasuprot takvoj situaciji, u periodima ekonomskog prosperiteta (odnosno „buma“), kada raste ekonomska aktivnost i agregatna tražnja je uglavnom visoka, poboljšava se stanje fiskalnog balansa države (možda dođe i do opadanja fiskalnog deficita) jer vlada dobija dodatne prihode od poreza i eventualno snižava pojedine troškove. Ipak, u ovakvim periodima raste agregatna tražnja što negativno utiče na deficit tekućeg računa platnog bilansa. Potrošačima je potrebno više dobara koja su sve više u stanju da priušte, pa se tako povećava i nivo uvoza.

Može se, dakle, zaključiti kako je u periodima ekonomske ekspanzije, odnosno „buma“ ekonomske aktivnosti dolazilo do snižavanja fiskalnog deficita, a povećavanja deficita tekućeg računa platnog bilansa.

Naučne objave u kojima su podupriježte iznijete teze su napisali: Cavallo (2005), zatim Corsetti i Muller (2005) i Kim & Roubini (2008).

Imajući na umu sve prethodno, značajno je još samo dodati kako će, uz postojanje sve više naučnih objava koje se bave problematikom blizanačkih deficita, ova tema postajati sve primamljivija za dalja naučna istraživanja. Važno je napomenuti da su dosadašnja istraživanja rađena na primjerima velikih i razvijenih zemalja i to tek posljednjih 30-ak godina.

Sa rastom deficita, kako fiskalnog, tako i deficita tekućeg računa platnog bilansa, sve više zemalja imaće potrebu da, uz uzimanje u obzir karakteristika privreda sopstvenih zemalja, dođe do odgovora na pitanje da li postoji i ukoliko postoji, kakva je korelisanost fiskalnog i deficita tekućeg računa platnog bilansa njihovih ekonomija.

Pošto su nabrojana istraživanja relativno nova, i prema informacijama dostupnim autorki rada, nema sličnog istraživanja na primjeru ekonomije Crne Gore, rezultati teorijske analize i ispitivanja karakteristika crnogorske ekonomije u funkciji odgonetanja odgovora na postavljeno pitanje, nose sa sobom visok stepen inovativnosti koja sugerise postojanje naučnog značaja istraživanja. Svakako je jedan od predloga rada, da bez uzimanja u obzir rezultata istraživanja iz ovog rada, nastalih u 2019. godini, isto pitanje bude pokrenuto i nakon određenog perioda, kada se bude sa sigurnošću moglo reći kako je period ekonomskih recesija daleko u prošlosti, kada su se ekonomije na neki način stabilizovane na nekom novom stadijumu ekvilibrijuma i kada će rezultati istraživanja nositi veći naučni značaj, što zbog objašnjene stabilnije situacije, tako i zbog, makar za Crnu Goru, još jednog važnog elementa, a to je dostupnost dužih vremenskih serija od onih sa kojima je moguće raspolagati u 2019. godini.

Na samom kraju ovog dijela rada, važno je podsjetiti kako je u ovoj godini (u februaru 2019. godine) još jedna od zemalja Evropske unije proglasila stanje recesije sopstvene ekonomije. Ovaj događaj, uz dešavanja koja su u prethodnom periodu zadesila Grčku, Španiju, Italiju, i djelimično Sjedinjene Američke Države, povećava potrebu da se što veći broj međuzavisnosti ekonomskih varijabli demistifikuje i ekonometrijski anticipira, da bi se na taj način, uz poštovanje karakteristika svih ekonomija ponaosob moglo govoriti o personalizovanim ekonometrijskim pristupima.

3.3 Rezultati teorijskog istraživanja međuzavisnosti deficita državnog budžeta i deficita na tekućem računu države

Sakya i Opoku (2016) su na primjeru Gane analizirali hipotezu blizanačkog deficita u zemljama u razvoju. Da bi se izveo zaključak na ovu temu, u navedenom članku je korišćena vremenska serija od 52 ponavljanja (godine) i to od 1960. do 2012. godine. Dokazano je, na primjeru Gane, kako fiskalni deficit povoljno utiče na trgovinski deficit (deficit na tekućem računu platnog bilansa).

Razlog korišćenja ove literature u svrhu istraživanja eventualnog postojanja blizanačkog deficita na primjeru Crne Gore jesu neke značajne sličnosti koje se mogu primijetiti u ekonomijama navedenih zemalja.

U pomenutom članku, dat je kratak pregled osobenosti Gane zbog kojih je pokrenuto navedeno ispitivanje, gdje je, između ostalog, navedeno: „Gana je tipična zemlja u razvoju koju je značajno pomenuti u smislu fiskalnog deficita ali i pojave deficita tekućeg računa platnog bilansa. Ovakav slučaj, posljedica je liberalizacije ekonomije Gane iz perioda ranih 1980-ih godina nakon čega je Gana svjedočila ogromnom povećanju trgovinskih tokova u odnosu sa ostatkom svijeta. Osim toga, Gana je bogata prirodnim resursima i skorašnje otkriće ulja je načinilo zemlju jednom od naboljih trgovinskih destinacija za strane direktne investicije, ali i obavljanje trgovine u čitavoj Africi.“

Može se postaviti sljedeće pitanje: zašto onda Gana, poput Katara na primjer, nije među zemljama sa, suprotno njenoj ekonomskoj realnosti, najvećim stepenom finansijskog suficita? Odgovor, koji je dat već na početku istraživanja pomenutih naučnika, unekoliko je blizak onome koji je moguće dati za crnogorsku ekonomiju, a koji je najlakše laički predstaviti riječima – njene granice su se za trgovinsku komunikaciju sa globalnim svijetom otvorile isuviše brzo za tadašnji stepen ekonomskog razvoja zemlje, mnogo brže nego što je to bio slučaj sa jačanjem ekonomije Gane.

Dakle, u slučaju Gane, liberalizacija njenog tržišta dogodila se krajem XX vijeka, dok se Gana još uvijek borila sa osiromašenom industrijom, kontinuiranom zavisnošću o izvoz malog broja izvoznih proizvoda, a apetiti njenog stanovništva za dobrima koja se proizvode u ostatku svijeta su načinili zemlju neto uvoznikom i u toj je poziciji zadržali jedan dug vremenski period.

Veoma slično slučaju crnogorske ekonomije, sa izuzetkom od četiri godine tokom `70-ih, Gana se suočavala sa deficitom tekućeg računa poslednjih 60 godina. Autori čak nalaze da je iznenađujuće kako je i nakon perioda liberalizacije, u takozvanom post-liberalizacionom periodu (1984-2012) kada bi prema očekivanjima bilo realno da se

deficit tekućeg računa snizi makar u određenoj mjeri, (bar u kasnijim fazama procesa liberalizacije), deficit u realnosti sve više rastao.

Zemlja je, u pokušaju da se povrati od sve goreg ekonomskog stanja, pokušala da devalvira sopstvenu valutu. Iako je za očekivati bilo da će pomenuta devalvacija sopstvene valute da smanji uvoz i ceteris paribus poveća izvoz, desilo se potpuno suprotno. Povećan je uvoz.

U tom trenutku Vlada Gane nije bila u mogućnosti da na adekvatan način pristupi rješavanju ovih problema, i njihova nemogućnost da povećaju državne prihode na nivo da makar smanje ogromni iznos potreban svake godine da se „pokrije“ fiskalni deficit, samo je povećala ovu potrebu. Sve nabrojane nesrećne ekonomske prilike rezultirale su padom fiskalne snage ekonomije Gane, ali ne samo time, već i ogromnim državnim dugom, kojeg je, prirodno, postalo sve „skuplje“ finansirati, pošto se kamatna stopa na zaduživanje kod eksternih izvora nije mogla snižavati što zbog iznosa duga, što zbog snižavanja kreditnog rejtinga zemlje od strane Standard and Poor, Fitch Rating and Moody's rejting agencija.

Sakyi i Opoku (2016) su na primjeru ekonomije Gane, (što će u nastavku biti od značaja za izvođenje zaključaka za ekonomiju Crne Gore) dali empirijski odgovor na pitanje da li postoji dugoročna veza između fiskalnog i trgovinskog deficita zemlje. Da bi odgovorili na zadato pitanje morali su da potvrde neku od sljedećih hipoteza, odnosno daju odgovore na sljedeća pitanja:

- Hipoteza o blizanačkom deficitu (da li povećanje, na primjer, fiskalnog deficita pogoršava dodatno i trgovinski deficit, odnosno deficit tekućeg računa platnog bilansa?);
- Rikardijanska ekvivalencija (na primjer: povećanje u domenu fiskalnog deficita nema uticaja na nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa) ili
- Hipoteza o blizanačkoj divergenciji (na primjer: povećanje fiskalnog deficita poboljšava nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa).

Da bi se došlo do traženog odgovora, potrebno je znati odgovore na sljedeći set pitanja:

- A. Na koji način je (ukoliko jeste) fiskalni deficit ove zemlje doprinio deficitu tekućeg računa platnog bilansa?
- B. Koje su implikacije takve povezanosti po ekonomsku stabilnost i održivi ekonomski rast?

Kao što ni na primjeru Gane, nikad do ovog članka nije urađeno slično ekonometrijsko ispitivanje, ono, koliko je autroki poznato, nikada nije urađeno ni na primjeru Crne Gore. Kako je crnogorska ekonomija, baš kao i ekonomija Gane, prošla kroz procese liberalizacije ekonomskog i političkog režima, od rezultata istraživanja se očekuje da ukažu na slične rezultate, odnosno da se rezultati istraživanja sprovedenog na ekonomiji Gane makar u jednom dijelu mogu primijeniti i na Crnu Goru.

Do odgovora na postavljena pitanja na primjeru Crne Gore empirijom nije moguće doći, a uzrok je sadržan je u izuzetno slabom uzorku neophodnih varijabli (vremenskih serija) potrebnih da se empirijski potrebne determinante stave u međuodnos. Stoga je pristupljeno teorijskom tumačenju ekonometrijskih rezultata iz drugih djelova ovog rada i njihovom stavljanju u službu odgovaranja na ovdje postavljena pitanja.

Prvo je potrebno odgovoriti na pitanje broj jedan: Na koji način je (ukoliko jeste) fiskalni deficit ove zemlje doprinio deficitu tekućeg računa platnog bilansa?;

Da bi se došlo do odgovora, ono što je u trećem poglavlju dokazano ekonometrijskim modeliranjem, biće uzeto za polaznu pretpostavku. Determinante deficita tekućeg računa koje ga određuju dugoročno, ali i kratkoročno su:

- Stopa rasta;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a.

Isključivo dugoročne determinante deficita tekućeg računa su:

- Realni devizni kurs;
- Racio štednje javnog sektora i BDP-a.

Isključivo kratkoročne determinante deficita tekućeg računa su:

- Uslovi trgovanja;
- Kamatna stopa EUR.

Fiskalni deficit nije imao uticaja na stvaranje deficita tekućeg računa platnog bilansa. Naime, osim navedenih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa i sami perzistentni nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa uzrokovao je njegovo ponavljanje iz godine u godinu. On je u najvećoj mjeri, kako je detaljno objašnjeno u poglavlju broj tri, uzrokovan investicijama u rast i ekonomski razvoj Crne Gore.

Međutim, iako ne možemo reći kako je korijen deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u deficitu državnog budžeta, ne može se reći i obrnuto. Ovo je jasno kada se uzme u obzir iznesena konstatacija koja važi za ekonomiju Crne Gore koja leži na krilima investicija i nije okrenuta štednji.

Navedene investicije se manifestuju najčešće zaduživanjem od strane države kod drugih država, međunarodnih monetarnih autoriteta ili drugih velikih finansijskih institucija (poput banaka), ali i subvencijama i donacijama. Primjer je izgradnja auto-puta u Crnoj Gori za šta je Vlada Crne Gore podigla kredit kod velike kineske komercijalne banke. Dakle, može se reći da je takva investicija, koja je produbila deficit tekućeg računa platnog bilansa, „pokrivena“ državnim zaduživanjem i imala za efekat povećavanje fiskalnog deficita.

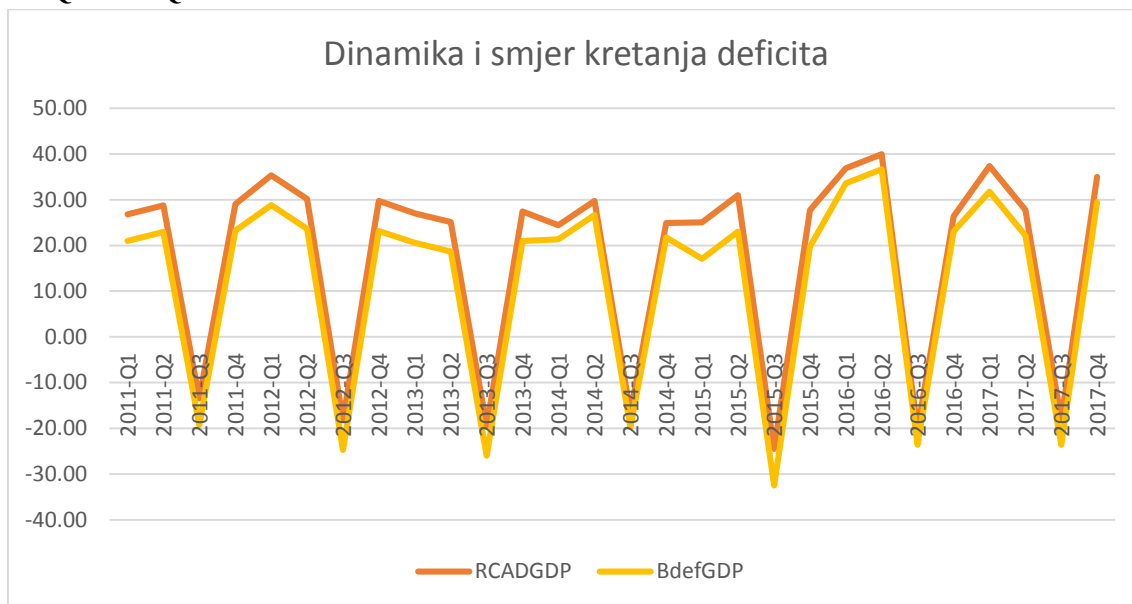
Iako nije moguće osporiti međusobnu povezanost finansijskog i deficita tekućeg računa platnog bilansa, za slučaj crnogorske ekonomije ne može se reći da finansijski deficit uzrokuje deficit tekućeg računa platnog bilansa. Ovo će biti još jasnije ako se objasni da na Crnu Goru, njenu ekonomiju i deficit tekućeg računa platnog bilansa dugoročno utiču realni devizni kurs i štednja javnog sektora. Kako realni devizni kurs neke druge zemlje može da se oslabi povećanjem finansijskog deficita koji što postaje veći sve ga je teže i skuplje finansirati, slučaj ekonomije Crne Gore izuzetan je u smislu da ona uvozi valutu i nema veliki uticaj na njenu stabilnost. Koliko god da je skupo (u smislu kamatne stope na zaduživanje) finansirati fiskalni deficit Crne Gore, on neće narušiti realni devizni kurs.

Što se tiče štednje javnog sektora ona takođe ne zavisi u prevelikoj mjeri od stanja fiskalnog deficita Crne Gore, posebno u vremenu kada je zemlja okrenuta razvoju i spremna da „trpi“ nuspojave razvoja kroz koje svaka zemlja u razvoju mora proći – a to su deficit državnog budžeta, ali i deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Dakle, možemo reći da u crnogorskoj ekonomiji postoji povezanost u pogledu smjera i dinamike kretanja budžetskog ili fiskalnog i deficita tekućeg računa, te da su uzročnici oba deficita isti eksterni faktori koji čine rezultat donošenja makroekonomskih odluka od strane vrhovnih monetarnih autoriteta. Međutim, imajući u vidu prethodno sprovedeno ekonometrijsko istraživanje, ne može se reći da je uzrok deficita tekućeg računa postojanje budžetskog deficita.

Dinamiku i smjer kretanja ova dva deficita, dakle, koji se umnogome poklapaju pokazuje grafik:

Grafikon 20, Smjer i dinamika kretanja fiskalnog deficita i deficita tekućeg računa u periodu od Q1 2011- Q4 2017.



Izvor: Kalkulacija autorke

Koje su implikacije takve povezanosti po ekonomsku stabilnost i održivi ekonomski rast?

Odgovor na pitanje koliko je povezanost deficita državnog budžeta i deficita tekućeg računa platnog bilansa važna za ekonomski rast unekoliko je kompleksnije dati u odnosu na prethodno.

Jasno je da se ekonomski rast Crne Gore ne može dogoditi bez produbljivanja deficita tekućeg računa platnog bilansa (ekonometrijski dokazano na primjeru Crne Gore). Isto tako, jasno je da Crna Gora mora, makar u ovom trenutku njene ekonomske razvojne putanje, finansirati taj razvoj eksternim zaduživanjem i/ili investicijama. Imajući to na umu može se zaključiti kako je praktično preduslov, a ne samo nuspojava ekonomskog rasta postojanje deficita kako na fiskalnom, tako i na tekućem računu platnog bilansa. Dakle, ekonomski rast, a ne fiskalni deficit, pretpostavljen je postojanju deficita tekućeg računa platnog bilansa. Ovakav zaključak nije jedinstven samo za Crnu Goru, već i za mnogobrojne druge zemlje u razvoju.

Na kraju, važno je napomenuti kako će, ukoliko se nastavi postojeći trend sužavanja sive zone crnogorske ekonomije, što utiče na povećanje poreske osnovice, to i u budućnosti omogućiti pokrivanje tekuće potrošnje na državnom nivou iz tekuće proizvodnje. To će dalje uticati na snižavanje zavisnosti crnogorske ekonomije o eksterno finansiranje fiskalnog deficita. Na ovaj način, razvoj crnogorske privrede (i to dugoročni) biće finansiran eksterno i činiće dio fiskalnog deficita. Međutim, takvo stanje nije i ne može biti aktuelno u pretjerano dugom roku, pošto se očekuje da će

adekvatno investiranje prije ili kasnije početi da generiše dodatnu vrijednost kojom će finansijski deficit biti polako i postepeno snižavan. Na ova način je treća hipoteza kojoj se cilj analiziranje sledeće teze – „*Dinamika i smjer kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita nijesu međusobno direktno korelisani, na primjeru zemlje poput Crne Gore*“ – iako ne u smislu dinamike, ali u pogledu smjera korelacije kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita, potvrđena.

Predlog autorke ovog rada, budućim istraživačima iz navedene oblasti, bio bi da, prateći preporuke iz nabrojanih naučnih objava koje su se ekonometrijski bavile određivanjem tačne dinamike i smjera kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita i njihovom međusobnom korelacijom, jeste da čim vremenske serije postanu dovoljno dugačke tako da njihovo ekonometrijsko ispitivanje može rezultirati statistički i ekonomski značajnim zaključcima, ekonometrijski ispituju navedene pojave i kvantifikuju ih.

Do tog trenutka, naučni doprinos ovog rada u ovoj oblasti predstavlja potvrđivanje hipoteze u mjeri mogućeg, kao i sumiranje i teorijska analiza svih objavljenih, naučno relevantnih radova na pomenutu temu.

3.4 Zaključna razmatranja

Nabrojana istraživanja su relativno nova, a prema dostupnim informacijama, nema sličnog istraživanja na primjeru ekonomije Crne Gore, usljed čega rezultati teorijske analize i ispitivanja karakteristika crnogorske ekonomije u funkciji odgonetanja odgovora na postavljeno pitanje, nose sa sobom visok stepen naučnog značaja.

Svakako je jedan od predloga da, bez uzimanja u obzir rezultata istraživanja iz ovog rada, nastalih u 2019. godini, isto pitanje bude pokrenuto i nakon određenog perioda, kada se bude sa sigurnošću moglo reći kako je period ekonomskih recesija daleko u prošlosti, kada se ekonomije budu stabilizovale na nekom novom stadijumu ekvilibrijuma i kada će rezultati istraživanja nositi veći naučni značaj, što zbog objašnjene stabilnije situacije, tako i zbog, makar za Crnu Goru, još jednog važnog elementa, a to je dostupnosti dužih vremenskih serija nego što su one sa kojima je moguće raspolagati u 2019. godini.

Na kraju ovog dijela, važno je još jednom podsjetiti da je u ovoj godini (2019.) još jedna od zemalja Evropske unije proglasila stanje recesije sopstvene ekonomije – Italija. Uz sve veći broj zemalja koje se suočavaju sa problemom ekonomske recesije, perzistentnim fiskalnim deficitom, ali i deficitom tekućeg računa platnog bilansa, važno je imati adekvatne mjerne instrumente za određivanje da li u toj ekonomiji postoji

uzročno-posljedična povezanost ovih deficita, te odrediti koji od navedena dva deficita utiče na drugi ukoliko je njihova povezanost jednosmjerna, i kakva je dinamika i smjer te povezanosti.

U ovom poglavlju, sumiranjem postavki iz ekonomske teorije, došlo se do odabira najnovijih relevantnih naučnih članaka koji sadrže korisne metodološke i teorijske alatke za davanje odgovora na postavljena pitanja.

Jedan od modaliteta personalizovanja pristupa rješavanju ekonomskih problema za donosioce makroekonomskih odluka svakako je i obezbjeđivanje odgovora na pitanje koja međusobna povezanost postoji između fiskalnog deficita i deficita tekućeg računa platnog bilansa te zemlje.

Da bi se došlo do tog odgovora neophodno je evidentirati stepen razvoja te ekonomije na prvom mjestu. To je učinjeno za potrebe dobijanja odgovora na primjeru ekonomije Crne Gore. Upoređujući njenu ekonomiju, ekonomsku liberalizaciju i otvorenost za trgovinsku komunikaciju sa zemljama u susjedstvu, svijetom, i generalno globalnim tržištem, ekonomsko uređenje, devizni kurs, stanje na tekućem računu platnog bilansa i još neke ekonomske parametre, pronađen je značajan stepen sličnosti ovih ekonomija. Stoga je u ovom poglavlju korišćen dio metodologije (ali ne i zaključci) iz rada Sakyi i Opoku (2016). U navedenom radu je objašnjena aktuelna, naučno prihvaćena metodologija kojom je ispitan uticaj navedenih deficita jedan na drugi, odnosno, analizirana je hipoteza, blizanačkog deficita u zemljama u razvoju.

Jedan od naučnih rezultata ovog poglavlja je i temeljna analiza i smjernice postojećeg i preporučenog istraživanja za ekonomiju Crne Gore onda kada to bude moguće, kada to statistička veličina uzorka, koju određuje još uvijek nedovoljna vremena serija neophodnih podataka, bude dozvolila. U navedenom radu Sakyi i Opoku (2016), dokazano je, na primjeru Gane kako fiskalni deficit utiče, i to povoljno, na trgovinski deficit (deficit na tekućem računu platnog bilansa).

U pokušaju da daju odgovor na pitanje međuzavisnosti navedenih deficita, ekonometričari su na primjeru ekonomije Gane, dali empirijsko rješenje na ovo pitanje. U cilju davanja odgovora na zadato pitanje morali su da potvrde neku od sljedećih hipoteza, odnosno daju odgovore na sljedeća pitanja:

- Hipoteza o blizanačkom deficitu (da li povećanje, na primjer, fiskalnog deficita pogoršava dodatno i trgovinski deficit, odnosno deficit tekućeg računa platnog bilansa?);
- Rikardijanska ekvivalencija (na primjer: povećanje u domenu fiskalnog deficita nema uticaja na nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa); ili

- Hipoteza o blizanačkoj divergenciji (na primjer: povećanje fiskalnog deficita poboljšava nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa)

Za veliki broj zemalja upravo je korišćenjem jednostavnog ekonometrijskog modela koji je objašnjen u ovom poglavlju moguće doći do potvrđivanja neke od tri navedene hipoteze. Međutim, zbog premalog uzorka za ekonomiju Crne Gore to nije bilo moguće.

Ipak, to je autorku rada usmjerilo na drugi pravac, gdje su iskorišćeni rezultati ekonometrijskog istraživanja iz poglavlja kome je riječ o determinantama deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Implementacijom rezultata dobijenih kompleksnom ekonometrijskom analizom iz tog poglavlja u pitanja koja su otvorili naučnici koji su analizirali ekonomiju Gane sa istog aspekta, bilo je moguće na koncu doći do traženih odgovora i potvrditi nultu hipotezu.

Kao ni kada je riječ o Gani, do ovog članka slično ekonometrijsko ispitivanje nikada nije urađeno ni na primjeru Crne Gore, o čemu svjedoči detaljno istraživanje autorke. U tome se, takođe, ogleda, doprinos ovog naučnog rada. Kako je crnogorska ekonomija, baš kao i ekonomija Gane, prošla kroz procese liberalizacije ekonomskog i političkog režima, bilo je očekivano da istraživanje da rezultate slične onim u Gani, odnosno da se rezultati istraživanja sprovedenog na primjeru ekonomije Gane makar djelimično mogu primijeniti i na Crnu Goru. Međutim, za razliku od ekonomije Gane, rezultat istraživanja koji je pokazao da u ovoj afričkoj zemlji jedan od deficita ima uticaja na drugi i to pozitivan, kako je istraživanje autorke pokazalo, ne može biti primjenjiv u ekonomiji Crne Gore.

Moguće je reći da su oprečni rezultati ova dva istraživanja produkt tehničkih, odnosno statističkih ograničenja Crne Gore. Naime, kao što je već naglašeno, uzrok problema u empirijskom istraživanju postavljenih pitanja na primjeru Crne Gore je u izuzetno slabom uzorku neophodnih varijabli (vremenskih serija) potrebnih da se empirijski potrebne determinante stave u međuodnos. Stoga je pristupljeno teorijskom tumačenju ekonometrijskih rezultata iz drugih djelova ovog rada i njihovom stavljanju u službu odgovora na pitanje *na koji način je (ukoliko jeste) fiskalni deficit ove zemlje doprinio deficitu tekućeg računa platnog bilansa?*

U trećem poglavlju ovog rada ekonometrijskim modeliranjem dokazano je da su dugoročne, ali i kratkoročne determinante deficita tekućeg računa:

- Stopa rasta;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a.

Samo dugoročne determinante deficita tekućeg računa:

- Realni devizni kurs;
- Racio štednje javnog sektora i BDP-a.

Samo kratkoročne determinante deficita tekućeg računa:

- Uslovi trgovanja;
- Kamatna stopa EUR.

Iz navedenog istraživanja ne postoji dokazana povezanost između fiskalnog i deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Drugim riječima, finansijski deficit ne čini jednu od determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, makar ne direktno. Posljednji dio prethodne rečenice jako je ekonomski značajan i treba ga naglasiti. Razlog tome leži u jednom od zaključaka ovog rada u kojem je iznesena ekonomska teza kako su ciljevi ekonomske politike međuzavisni u najvećem broju slučajeva, posebno kada se govori o najvažnijim makroekonomskim ciljevima. To znači da je nerealno i u praksi neobjašnjivo da jedan od ovih deficita nema nikakav uticaj na drugi. To je, pride, jednostavno teorijski i rastumačiti.

Na primjer, moguće je reći da se fiskalnim deficitom koji se konstantno povećava, poskupljuje zaduživanje zemlje kod eksternih izvora/organizacija. Na taj način zemlji je potrebno sve više novca da finansira nedostajući dio svog državnog budžeta što „guši“ i slabi ekonomiju koja sve više gubi potencijal da stvori dodatnu vrijednost i za osnovni cilj ima pokrivanje budžetskih „rupa“. Kao dugoročna posljedica ovakvog stanja, može se javiti i (ukoliko zemlja ima svoju valutu što za Crnu Goru nije slučaj, i što čini nju izuzetkom) slabljenje domaće valute, što bi učinilo zemlju manje konkurentnom na globalnom planu i samim tim bi se pogoršali njeni uslovi trgovanja, što bi prije ili kasnije, vodilo produbljivanju deficita tekućeg računa njenog platnog bilansa. Međutim, iako je navedeni primjer „*spill-over*“ efekta perzistentnog budžetskog deficita potvrda da ne može postojati jedan, a da makar u jednom dijelu, odnosno da u nekoj mjeri ne izvrši uticaj na drugi tip deficita, za Crnu Goru blizanački deficit ne može u potpunosti biti dokazan, to jest, potvrđeno njegovo postojanje.

U jednom dijelu možemo reći da je korijen deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore u deficitu državnog budžeta, ali ne može se reći i obrnuto. Ovo je jasno kada se uzme u obzir iznesena konstatacija koja važi za ekonomiju Crne Gore koja leži na krilima investicija i nije okrenuta štednji. Navedene investicije se najčešće implementiraju zaduživanjem od strane države kod drugih država, međunarodnih monetarnih autoriteta ili drugih velikih pravnih lica (poput banaka), ali i subvencijama i donacijama.

Primjer koji je u ovom poglavlju prezentovan je izgradnja auto-puta u Crnoj Gori za šta je Vlada Crne Gore podigla kredit kod velike kineske komercijalne banke. Dakle, može se reći da je takva investicija, koja je produbila deficit tekućeg računa platnog bilansa, „pokrivena“ državnim zaduživanjem, imala za efekat povećavanje fiskalnog deficita.

Dakle, iako nije moguće osporiti međusobnu povezanost finansijskog i deficita tekućeg računa platnog bilansa, za slučaj crnogorske ekonomije ne može se reći da finansijski deficit uzrokuje deficit tekućeg računa platnog bilansa. Sa druge strane, da Crna Gora ima svoju valutu, koju deficit državnog budžeta može devalvirati, vjerovatno bi rezultati ovog naučnog istraživanja bili mnogo drugačiji.

U samom poglavlju prethodna konstatacija je detaljno razložena objašnjenjem da na Crnu Goru, njenu ekonomiju i deficit tekućeg računa platnog bilansa dugoročno utiču realni devizni kurs i štednja javnog sektora. Kako realni devizni kurs za neku drugu zemlju može da se oslabi povećanjem finansijskog deficita koji što postaje veći sve ga je teže i skuplje finansirati, slučaj ekonomije Crne Gore izuzetan je u smislu da ona uvozi valutu i nema veliki uticaj na njenu snagu.

Naprotiv, uticaj male zemlje kolika i kakva je Crne Gore, gotovo nevažne za veličinu i značaj ECB i Eurozone, na devizni kurs eura je inkrementalan. Koliko god da je skupo, u smislu kamatne stope na zaduživanje, finansirati fiskalni deficit Crne Gore, on neće narušiti realni devizni kurs. Međutim, u perspektivi ipak može poskupiti sva sljedeća zaduživanja.

Što se tiče štednje javnog sektora, ona ne zavisi u prevelikoj mjeri od stanja fiskalnog deficita Crne Gore, posebno u vremenu kada je zemlja okrenuta razvoju i spremna da „trpi“ nuspojave razvoja koje zemlja u razvoju mora izdržati – a to su deficit državnog budžeta, ali i deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Šta je onda to što je razlog sličnoj dinamici, ali i smjeru kretanja, budžetskog ili fiskalnog i deficita tekućeg računa? Kao što je u ovom poglavlju objašnjeno, može se zaključiti da ukoliko postoji uticaj fiskalnog deficita na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, on je prisutan u izuzetno maloj mjeri. Konačno razjašnjenje sličnosti u kretanju ovih indikatora uspješnosti vođenja jedne ekonomije u razvoju leži u istim ekstermnim uzorčnicima i jednog i drugog tipa deficita.

Kako su, u ekonomiji Crne Gore, uzročnici oba deficita isti eksterni faktori koji predstavljaju rezultat donošenja makroekonomskih odluka vrhovnih monetarnih autoriteta, treba imati u vidu da je utoliko ovaj nalaz važniji.

Ekonomija Crne Gore je, kako je na više mjesta istaknuto, u razvoju. Donosioci ekonomskih odluka dugoročno su se opredijelili za investicije radije nego za štednju,

što, ekonometrijski dokazano, u slučaju ekonomije Crne Gore, za dugoročnu posljedicu ima povećanje deficita tekućeg računa platnog bilansa. Da bi se on finansirao, a pošto ekonomija sama po sebi ne generiše dodatnu vrijednost u dovoljnoj mjeri, neophodno je dodatno zaduživanje kod eksternih izvora. Najbolji primjer koji je aktuelan u Crnoj Gori i na lijep način povezuje i empirijski dokazuje prethodnu teorijsku konstataciju je upravo izgradnja auto-puta.

Nedovoljni stepen razvoja natjerao je Crnu Goru da se zaduži eksterno ne bi li finansirala ovu investiciju što je, prirodno, povećalo nivo deficita tekućeg računa zemlje. Sa druge strane, a bez direktnog uticaja samog finansijskog deficita, nedovoljan nivo mašina, opreme, sirovih materijala i ljudskog kapitala natjerao je Crnu Goru da sve nabrojano uveze u periodu rada na auto-putu, što je proširilo jaz između uvoza i izvoza (koji je ostao na relativno sličnom nivou), i to je produbilo nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa. Dakle, investicija u izgradnju auto-puta, na sasvim različit način uticala je na oba navedena deficita, iako ih je oba pomjerila u istom smjeru.

Da bi se finalizovao odgovor na pitanje o postojanju blizanačkog deficita u Crnoj Gori, iako je iz prethodnih redova već prilično jasno, ipak je, prema objašnjenoj metodologiji bilo potrebno obezbijediti i odgovor na pitanje koje su implikacije takve povezanosti po ekonomsku stabilnost i održivi ekonomski rast?

Odgovor na pitanje koliko je povezanost deficita državnog budžeta i deficita tekućeg računa platnog bilansa važna za ekonomski rast unekoliko je kompleksnije za odgovoriti u odnosu na prethodno. Jasno je da se ekonomski rast Crne Gore ne može dogoditi bez produbljivanja deficita tekućeg računa platnog bilansa (ekonometrijski dokazano na primjeru Crne Gore). Isto tako, jasno je da Crna Gora mora finansirati taj razvoj eskternim zaduživanjem i/ili investicijama. Imajući to na umu, može se zaključiti kako je praktično preduslov, a ne samo nuspojava ekonomskog rasta postojanje deficita kako na fiskalnom, tako i na tekućem računu platnog bilansa. Dakle, ekonomski rast, a ne fiskalni deficit, pretpostavljen je postojanju deficita tekućeg računa platnog bilansa. Ovakav zaključak nije jedinstven samo za Crnu Goru, već i za mnogobrojne zemlje u razvoju.

Na kraju, u ovom poglavlju iznešena je i pretpostavka važnosti rada na fiskalnoj konsolidaciji i njenom uticaju na održivost fiskalnog deficita. Ukoliko se nastavi postojeći trend sužavanja sive zone crnogorske ekonomije, što utiče na povećanje poreske osnovice, to će i u budućnosti omogućiti pokrivanje tekuće potrošnje na državnom nivou iz tekuće proizvodnje, što će dalje uticati na snižavanje zavisnosti crnogorske ekonomije o eksterno finansiranje sve manjeg dijela finskalnog deficita. Na ovaj način samo razvoj crnogorske privrede i to dugoročni biće finansiran eksterno i činiće dio fiskalnog deficita. Međutim, takvo stanje nije i ne može biti aktuelno u pretjerano dugom roku, pošto se očekuje da će adekvatno investiranje prije ili kasnije

početi da generiše dodatnu vrijednost kojom će finansijski deficit biti polako i postepeno snižavan.

Na ova način je treća hipoteza – *H3: Dinamika i smjer kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita nijesu međusobno direktno korelisani, na primjeru zemlje poput Crne Gore* - potvrđena.

Na samom kraju, postavlja se pitanje zašto se kreatori makroekonomskih odluka ne angažuju u pogledu eliminacije upravo onog uzroka koji utiče na produbljivanje oba deficita? Da bi se dao ekonomski „razuman“ i prihvatljiv odgovor na ovo pitanje, potrebno je vratiti se u same uvodne postavke ovog rada i poglavlja, a to je da se u pogledu *trade-off* odluke koju Crna Gora ima konstantno pred sobom – opredijeljenosti za štednju ili investicije, ona odlučila za drugo. U trenutnom stepenu razvoja crnogorske ekonomije, za očekivati je da se postojanje deficita na tekućem računu platnog bilansa, ali i fiskalnog deficita, jednostavno rečeno ne može izbjeći. Stoga je potrebno da se na adekvatan način uvijek bude u toku sa time šta uopšte treba da čini razvojni put crnogorske ekonomije, i koje su to grane njene industrije u koje je potrebno investirati, na način da te investicije, prije nego investicije u neke druge segmente, počnu da generišu sve veći privredni rast i kreiraju dodatnu vrijednost, što bi se multiplikatorno širilo cijelim ekonomskim sistemom utičući na snižavanje ovih, međusobno nekorelisanih deficita.

Crna Gora je, možemo slobodno reći, baš kao i analizirana ekonomija Gane, odabrala „teži“ put za razvoj svoje ekonomije i postojanje ovih deficita, suštinski, predstavlja posljedicu tog njenog izbora. Naime, crnogorska se ekonomija, za razliku od britanske recimo (što je lijepo objašnjeno u radovima Adama Smitha), okrenula trgovini sa globalnim tržištem na prethodno nedovoljno postignutom stepenu privrednog razvoja, a bez velikih trgovinskih ili bilo kakvih drugih barijera. To je činilo preduslov za stvaranje inicijalnog trgovinskog deficita sa čime je dalje krenula u proces ekonomskog razvoja. Sa druge strane, otvorena koliko jeste prema svijetu i uz uvoz strane valute umjesto štampanja sopstvene, čini je ranjivom na sve eksterne „šokove“. Stoga se njena nedovoljno razvijena ekonomija, koja još iz perioda tranzicije (koji nije u potpunosti završen ni do trenutka pisanja ovog rada) „vuče“ probleme svojih deficita, i mnogo se teže nego neke sistemski naprednije, razvijeniije ekonomije, „oporavlja“ od tih šokova.

Ekonomija je nauka o društvenim odnosima i stoga je svaku ekonomsku pojavu potrebno objasniti kroz stavljanje u odnos sa nekom društvenom. Imajući u vidu navedeno, za crnogorsku ekonomiju bi se moglo reći da podsjeća na dijete sa slabim imunim sistemom koje je stavljeno u sredinu koja nije zaštićena od virusa i bakterija. Da li će na iste stvoriti jak odbrambeni sistem i poboljšati imunitet zavisi od mnogo čega, ali ponajviše od njenih unutrašnjih procesa i adekvatnog ulaganja.

4. Metodološki osnov analize teorije o nemogućem trojstvu

4.1 Osnove Mundell-Fleming modela

Mundell-Fleming model dobio je ime po ekonomistima Robertu Mundellu i Jamesu Flemingu. Godine 1999. Robert Mundell dobio je Nobelovu nagradu za istraživanje na polju makroekonomije otvorenih ekonomija i, između ostalog, imenovani model. Radi se o modelu koji je od značaja za istraživanje i u ovom radu, jer se njime analizira povezivanje tržišta dobara i usluga sa tržištem novca i sa tog aspekta je blizak IS-LM modelu, Mankiew (2010).

Oba modela, naglašavaju interakcije između navedenih tržišta, ali i pretpostavljaju fiksni nivo cijena, a zatim pokazuju šta uzrokuje kratkoročne fluktuacije agregatnog prihoda (odnosno, ekvivalentno tome, pomjeranja krive agregatne tražnje). Ključna razlika između navedena dva modela, i ujedno razlog zašto je upravo Mundell-Fleming model uzet u razmatranje jeste činjenica da se IS-LM model koristi za slučajeve u kojima se ispituje zatvorena ekonomija, dok Mundell-Fleming model pretpostavlja slučaj otvorene ekonomije.

Mundell-Fleming model, prema Grubišiću i Kamenkovićevoj (2015), pokazuje „ključne makroekonomske varijable, poput BDP-a, stope inflacije, platnog bilansa, deviznih kurseva, kamatne stope i njihovu međusobnu interakciju kao i uticaj fiskalne i monetarne politike na stanje unutrašnje i spoljašnje (eksterne) ravnoteže“.

Važno je imati na umu jedno potencijalno značajno ograničenje modela, a to je pretpostavka koja važi samo u ekstremnim slučajevima. Naime, riječ je o tome da model pretpostavlja savršenu kapitalnu mobilnost. To u prevodu znači da se pretpostavlja da je mala i otvorena ekonomija koja se ispituje u stanju da manipuliše finansijskim tržištem u potpunosti, pozajmljujući ili dajući na zajam finansijska sredstva sa svjetskog finansijskog tržišta. Ta pretpostavka rezultira činjenicom da se kamatna stopa zemlje o kojoj je riječ, izjednačava sa svjetskom kamatnom stopom. Kao što je poznato, ovo je bilo, u vrijeme nastanka modela, slučaj u inkrementalno malom broju zemalja.⁵ Ipak, u današnje vrijeme, ovakva ekstremna pretpostavka ne samo da se ne može odbaciti kao irelevantna, već nalazi na potvrdu utemeljenu na procesu digitalizacije samog tržišta

⁵ Razlog što je ova pretpostavka dio modela dao je sam Mundell govoreći (Mankiw N. G., 2010) da iako je u praksi gotovo nemoguće naići na ovakav slučaj, takva pretpostavka za cilj ima „postavljanje stereotipa prema kojem se međunarodne finansijske relacije kreću.“ Takođe, istu pretpostavku brani navodeći primjer nekoliko finansijskih centara poput „Ciriha, Amsterdama i Brisela, u kojima su autoriteti iz te oblasti već osjetili smanjenje svoje mogućnosti dominacije uslovima tržišta novca i izolovanja istog od eksternih uticaja“.

novca, pojavu *block-chain* trgovine, digitalnih valuta i sličnih modernih tekovina finansijskog svijeta, koje nesporno „brišu“ granice između finansijskih tržišta i čine pristup ovim tržištima mogućim za veliki broj ljudi.

Mundell-Fleming model pretpostavlja postojanje tri krive, IS, LM i BP. IS kriva, kako navode Grubišić i Kamenkoviće (2015) pokazuje ravnotežne tačke na robnom tržištu, odnosno različite kombinacije agregatne proizvodnje i kamatne stope u kojima je agregatna proizvodnja jednaka agregatnoj tražnji. LM kriva pokazuje različite kombinacije nivoa BDP-a i kamatnih stopa kod kojih je novčano tržište u ravnoteži, odnosno gde su ponuda i tražnja za novcem jednake. Kriva platnog bilansa BP pokazuje različite kombinacije kamatnih stopa i BDP-a u situaciji platno-bilansne ravnoteže.

Po Miskinu (2006), na IS krivu, u Mundell-Fleming modelu utiču sljedeći faktori:

- Rast individualne potrošnje (C) pomjera funkciju agregatne tražnje naviše, što dovodi do povećanja agregatne proizvodnje (Y) i povećanja kamatne stope (i), a grafički se IS kriva pomjera nadesno;
- Rast planiranih investicija (I) povećava agregatnu tražnju, a posljedično rastu agregatna proizvodnja (Y) i kamatna stopa (i), dok se grafički IS kriva pomjera nadesno;
- Rast javne potrošnje (G) povećava agregatnu tražnju i posljedično rastu agregatna proizvodnja (Y) i kamatna stopa (i), dok se IS kriva pomjera nadesno;
- Rast poreza (T) ne utiče neposredno na agregatnu tražnju, ali smanjuje iznos dohotka koji je na raspolaganju, odnosno smanjuje individualnu potrošnju. Smanjenje individualne potrošnje vodi padu agregatne tražnje, odnosno padu agregatne proizvodnje (Y) i padu kamatne stope (i), a IS kriva se pomjera nalijevo;
- Rast neto izvoza (NX) povećava agregatnu tražnju, odnosno povećava agregatnu proizvodnju (Y) i povećava kamatnu stopu (i), a IS kriva se pomjera nadesno.

Sa druge strane, prema istom autoru na LM krivu, u Mundell-Fleming modelu utiču sljedeći faktori:

- Rast ponude novca (Ms) pomjera LM krivu nadesno, što uz konstantnu proizvodnju dovodi do smanjenja kamatne stope, te je u novoj ravnotežnoj tački proizvodnja (Y) povećana, a kamatna stopa (i) smanjena;

- Rast tražnje novca (M_d), pri konstantnom nivou proizvodnje, pomjera krivu LM nalijevo, a kamatna stopa raste, pa je u novoj ravnotežnoj tački proizvodnja (Y) smanjena, a kamatna stopa (i) povećana.

I, na kraju, faktori od uticaja na BP krivu su:

Suficit platnog bilansa. Vodi tome da se presjek IS i LM krive nalazi lijevo od BP krive kojom je iskazan suficit platnog bilansa. Suficit nastaje zbog toga što je nivo BDP-a prenizak i/ili zato što je nivo kamatnih stopa previsok u odnosu na opštu ravnotežu.

Deficit platnog bilansa. Vodi tome da se presjek IS i LM krive nalazi desno u odnosu na BP krivu, što znači da je nivo BDP-a previsok i/ili je nivo domaćih kamatnih stopa prenizak u odnosu na ravnotežne veličine, što uzrokuje pojavu platnobilansnog deficita.

Suštinski, Mundell-Flemingovim modelom pokazuje se da efekat bilo koje ekonomske politike primijenjene na malu otvorenu ekonomiju, kako navodi Mankiw (2010) zavisi od toga da li je valutni kurs te zemlje fiksni ili fluktuirajući.

Dakle, Mundell-Flemingovim modelom, u teoriji se pokazuje kako moć monetarne i fiskalne politike utiče na agregatni prihod, zavisno od režima valutnog kursa. U slučaju fluktuirajućeg režima valutnog kursa, jedino monetarna politika ima uticaj na prihod. Očekivani uticaj fiskalne politike je neutralizovan rastom vrijednosti valute i sniženom vrijednošću neto izvoza. Međutim, u drugačijem slučaju (kada se ispituje zemlja sa fiksним režimom valutnog kursa), po ovom modelu, isključivo je fiskalna politika od uticaja na nivo prihoda. Monetarna politika ne utiče na nivo prihoda pošto je ponuda novca isključivo u funkciji održavanja kursne stope na unaprijed određenom nivou.

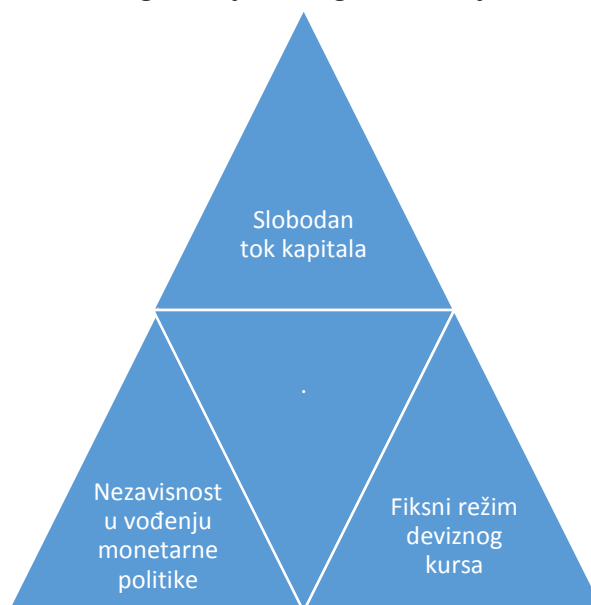
Sa navedenim teorijskim pretpostavkama Mundell – Fleming modela na umu, a uz uzimanje u obzir opisnih karakteristika ekonomije Crne Gore, prvo je postavljena i prezentovana teorema o nemogućem trojstvu u nastavu rada, da bi se njenom analizom i implementacijom na primjeru Crne Gore došlo do objašnjenja nekih pojava u crnogorskoj ekonomiji, ali i iznašao set alata koje kreatori crnogorske ekonomske politike mogu koristiti, ali za čije korišćenje u procesu donošenja ekonomskih odluka nemaju objektivnih mogućnosti kako bi iz njih izvukli najbolji mogući rezultat.

4.2 Teorijska koncepcija o nemogućem trojstvu

Kako je prezentovano u prethodnom dijelu poglavlja, kroz analizu koju olakšava Mundell-Flemingov model jasno je da nema „najboljeg“ režima valutnog kursa, niti postoji idealna kombinacija mjera monetarne i fiskalne politike. Razlog ove tvrdnje leži u tome što je za drugačiji stepen ekonomskog razvoja, stabilnosti, okruženja jedne zemlje, kao i mnogih drugih faktora koji su specifični za istu, potrebno primijeniti jedinstvene mjere ekonomske politike, ali i ekonomskim uslovima te zemlje prilagoditi odluku o tome koji će modalitet režima valutnog kursa biti primijenjen. Dakle, ne postoji jedinstveno i najbolje rješenje za sve ekonomske sisteme, ukoliko je cilj pozitivna promjena posmatranih varijabli.

Imajući ovo na umu, dolazi se do u svijetu razvoja ekonomske misli, teorijske koncepcije o nemogućem trojstvu. Naime, za jednu zemlju, prema pomenutoj teorijskoj koncepciji nije izvodljivo da u isto vrijeme ima ostvarena tri cilja ekonomske politike: slobodan tok kapitala, fiksni režim deviznog kursa i nezavisnost u vođenju monetarne politike. U nastavku teksta u okviru grafikona 21, dat je grafički prikaz nemogućeg trojstva.

Grafikon 21, Nemoguće trojstvo, originalna teorijska koncepcija



Izvor: Makroekonomija, G. Mankiw

Sa teorijskog aspekta, koncepcija nemogućeg trojstva govori o tome kako je za zemlju koja se njome analizira, moguće da odabere samo jednu od duži koje čine stranice trougla sa prikaza iznad, povezujući dvije tačke, koje čine dva različita cilja ekonomske politike. Sa prikaza iznad, jasno je koje su to „kombinacije“ politika, teorijski, u istom trenutku, jedino izvodljive:

Prva opcija za neku zemlju je da dozvoli slobodan protok kapitala i da ima potpunu nezavisnost u pogledu vođenja monetarne politike. Posljedično, u ovom slučaju, nije moguće (prema ovoj teoriji) da zemlja ima fiksni režim deviznog kursa. Po Mankiw (2010), deviznom kursu mora biti omogućeno fluktuiranje kako bi tržište za razmjenu stranih valuta doveo u ekvilibrijum;

Sljedeća opcija koja stoji pred nekom zemljom jeste omogućavanje slobodnog toka kapitala i istovremeno fiksiranje režima deviznog kursa, što rezultira izostankom monetarne nezavisnosti u sprovođenju ekonomske politike. Po Mankiw (2010), količina novca u optičaju morala bi prilagoditi i držati stopu deviznog kursa na predeterminisanom nivou. Isti autor kaže kako, onda kada zemlja fiksira svoj devizni kurs za devizni kurs druge zemlje ili nacije, time suštinski prihvata monetarnu politiku te druge zemlje, odričući se svoje sopstvene;

Posljednja od tri opcije se sastoji od ograničavanja ili onemogućavanja slobodnog protoka kapitala (kako je to učinila Kina posljednjih godina) pri čemu zemlja ima svu moć monetarne politike, ali je i u stanju da odabere fiksni režim deviznog kursa. Ovakav slučaj podsjeća na situaciju zatvorene ekonomije i stopu deviznog kursa koju određuju domaće ekonomske sile.

Rezultat i zaključak koji logično proizilazi iz teorijske koncepcije o nemogućem trojstvu jeste da svaka zemlja treba da prilagodi odluku koja se nepobitno mora donijeti, a tiče se odabira jedne od tri moguće situacije, sopstvenoj ekonomiji i da je onda sprovede u djelo i analizira efekte koje ostavlja na njenu ekonomiju. Prema ovoj teoriji, u praksi je nemoguće izbjeći donošenje ovakve odluke.

4.2.1 Prednosti i nedostaci plivajućeg i fiksnog režima deviznih kurseva

U radu Krugmana i Obsfelda (2009) objašnjen je razlog prelaska mnogih nacija na fluktuirajući režim deviznog kursa. Naime, ovaj potez bio je rezultat propasti Bretonvudskog sistema iz XX vijeka, koji se dogodio nakon što je isti počeo da pokazuje znake slabosti. Još tada, ekonomski eksperti preporučivali su ekonomskim autoritetima zemalja članica ovog sistema da dozvole slobodno utvrđivanje vrijednosti na deviznom tržištu. U tom trenutku, ovakav korak, prihvaćen od navedenih autoriteta, smatran je privremenim rješenjem, a ne „svjesnim slijeđenjem savjeta ekonomista koji su se zalagali za stalni sistem plivajućih deviznih kurseva“. Nakon ovog događaja, ispostavilo se da je bilo teško ili nemoguće ponovno uspostavljanje fiksnih deviznih kurseva, tako da su oni „plivali prema dolaru od 1973. nadalje“.

Zašto su se mnogi ekonomski eksperti tog vremena zalagali za uspostavljanje sistema plivajućih deviznih kurseva, a šta je bilo uporište onih koji su ga osporavali?

Ekonomska logika onog dijela ekonomske javnosti koji je insistirao na uspostavljanju i zadržavanju sistema plivajućih deviznih kurseva bila je u postizanju i očuvanju spoljne ravnoteže, ali i prezervaciji unutrašnje, što je ujedno bio jedan od izazova sa kojima su se zemlje članice Bretonvudskog sistema suočavale.

U jednom trenutku, nekoliko godina nakon 1973, neki ekonomisti počeli su, međutim, da zaključuju kako sistem plivajućih deviznih kurseva ne daje zadovoljavajuće rezultate i/ili još više ugrožava ekonomsku stabilnost, na način da čini međunarodni monetarni sistem nestabilnim, nazvavši ga „međunarodnim monetarnim nesistemom“ prema Krugmanu i Obsfeldu (2009). Oni su smatrali kako je ovakav sistem dostupan svima i kako su međunarodne monetarne politike, prepuštene „sebi samima“ (u pogledu određivanja prema režimima devizni kurseva) i međusobno neusaglašene. Od toga trenutka, zagovornici ove teorije počinju da insistiraju na reformisanom povratku na prethodni sistem deviznih kurseva, sve više skrećući pažnju javnosti na negativne efekte (potencijalne, ali i realne) plivajućih režima deviznih kurseva.

Nasuprot njima, dio ekonomista i dalje je branio odabir makroekonomskih autoriteta koji se odnosio na plivajući devizni kurs, braneći svoje stanovište nabranjanjem pozitivnih implikacija koje je imao po ekonomije zemalja koje su ga implementirale.

Od tada, do današnjeg dana, odabir „pravog“ i „najboljeg“ režima deviznog kursa, ostalo je otvoreno ekonomsko, pa čak, može se reći, i političko pitanje, na koje je nemoguće dati jedinstven odgovor od strane ekonomske javnosti. Da li je moguće doći do „idealnog“ i „jedinog mogućeg“ rješenja u pogledu ove ekonomske paradigme, i ukoliko to jeste moguće, na koji način, biće objašnjeno u nastavku.

Ono što su Krugman i Obsfeld (2009) naveli, a u radu je preuzeto kao najbolji dostupni, sistematski prikaz argumenata koji idu u prilog režimima plivajućih deviznih kurseva jesu sljedeći faktori:

1. Autonomija monetarne politike. Ovaj faktor odnosi se na autonomije monetarnih vlasti (centralnih banaka) i suštinski implicira da je autonomija monetarne politike neophodna, a ne samo korisna, za postizanje unutrašnje i spoljašnje ravnoteže. Odustajanjem od fiksnog režima deviznog kursa, ekonomija jedne zemlje nije više u obavezi da koristi svoje alate da bi držala devizni kurs na fiksanom nivou. Takođe, nijedna zemlja „ne bi bila u obavezi da uvozi inflaciju (ili deflaciju) iz inostranstva“ Krugman i Obsfeld (2009). Primjer pozitivnog efekta koji bi autonomija monetarne politike imala, bio bi, kako Krugman i Obsfeld ističu, ukoliko bi se centralna banka jedne zemlje suočila sa

nezaposlenošću i željela da kao ogovor na to poveća svoju novčanu masu. U slučaju da ta zemlja ima plivajući devizni režim, ne bi bilo nikakve pravne barijere da spriječi deprecijaciju valute koju bi takav postupak prouzrokovao. Takođe, zemlje koje se opredijele za plivajući devizni kurs, u situaciji su da samostalno biraju svoju dugoročnu stopu inflacije, bez uvoženja eksterne stope. U vrijeme Bretonvuds sistema, zemlje koje su svoje devizne kurseve fiksirale za američki dolar, bile su unaprijed „osuđene“ na praćenje američke inflacije odnosno deflacije u svakom trenutku u kojem se ova manifestuje;

2. Simetrija. Ovaj faktor može biti jednako posmatran kao pozitivan i kao negativan (odnosno kao faktor „za“ ili faktor „protiv“ režima plivajućih deviznih kurseva), a o tome kakv će „predznak“ nositi odlučuje zemlja koja se opredjeljuje za svoj stav po ovom pitanju. Naime, simetrija se odnosi na moć jedne zemlje (Amerike u slučaju Bretonvuds sistema) koja je u stanju da samostalno diktira i kreira monetarnu politiku na svjetskom nivou, jer je upravo po principu simetrije (u slučaju režima fiksiranih deviznih kurseva zemalja članica) sve ostale zemlje članice „prate“ prilagođavajući se. Logičan je zaključak da „simetrija“, kao takva, odgovara zemljama koje „diktiraju“ monetarnu politiku, a mnogo manje ili uopšte ne odgovara onima koje istu slijede. Uspostavljanjem i održavanjem plivajućih deviznih kurseva, ovakva moć zemlje koja diktira svjetsku monetarnu politiku bi nestala i svaka od zemalja bi bila u mogućnosti da samostalno prilagođava sopstvene devizne kurseve međunarodnim potrebama i standardima.
3. Devizni kursevi kao automatski stabilizatori. Po Krugmanu i Obsfeldu (2009), čak i zemlje u kojima je uočeno odsustvo aktivne monetarne politike, nailaze na zaključak kako je brzo prilagođavanje tržišno određenih deviznih kurseva od pomoći zemljama koje se suočavaju sa promjenama u agregatnoj tražnji, u održavanju unutrašnje i spoljnje ravnoteže. Dugi i bolni periodi špekulacija, kojima su mnoge zemlje članice Bretonvuds sistema svjedočile, ne bi se više dešavali.

Međutim, logično je da su se u tranzitnom sistemu prelaska sa fiksnog na plivajuće režime deviznih kurseva, čak i u prvim godinama, pojavili branioci fiksnih deviznih kurseva koji su svoja stanovišta mogli da sažmu, po Krugmanu i Obsfeldu, u sljedećih nekoliko tačaka:

1. Disciplina. Predstavlja bojazan da bi zemlje kao i njihove centralne banke izgubile „disciplinu“ koju im nameće potreba da svoje devizne kurseve uprave prema centralnom kursu (američkom dolaru) i da bi preveliki stepen liberalizma bio dozvoljavati svakoj zemlji pojedinačno da sama određuje sopstveni devizni kurs i samim tim stopu inflacije;

2. Destabilizujuća špekulacija i poremećaji na tržištu novca. Ovaj strah vezuje se za negativna iskustva koje su pojedine zemlje osjetile u međuratnom periodu, a odnose se na špekulacije koje se vezuju za valutna tržišta, a koje bi mogle da pokrenu spiralna kretanja deviznih kurseva. Ovakvo potencijalno ponašanje participanata međunarodnog deviznog tržišta, poklapa se sa jednim od osnovnih ekonomskih principa (Mankiw, 2005) koji kaže da „ljudi reaguju na podsticaje“, koji su u ovom specifičnom slučaju informacije odnosno špekulacije. Ukoliko učesnici na deviznom tržištu predosjete ili saznaju da će neka valuta da „oslabi“ (bez obzira na to da li se taj događaj na kraju ostvari ili ne), ekonomski bi opravdano bilo očekivati kako će prodati valutu u isčekivanju najavljenih deprecijacija;
3. Štete po međunarodnu trgovinu i investicije. Nesigurnost u pogledu cijena koje će biti ostvarene u budućnosti za robu u uvozu i izvozu, po kritičarima plivajućeg deviznog kursa, može da učini učesnike međunarodnog tržišta obeshabrenim da uvoze ili izvoze dobra ili usluge što bi imalo za posljedicu smanjenje obima međunarodne trgovine i dobiti koje ista ima za zemlje koje je obavljaju. Slična logika može se primijeniti na investicije;
4. Neusklađene ekonomske politike. Uglavnom se odnosila na stanovište zagovornika fiksnih deviznih režima da fluktuirajući devizni kurs neupitno prati neusklađene ekonomske politike na međunarodnom nivou, što nije bio u slučaj u toku postojanja Bretonvuds sistema kada su van zakona stavljene konkurentske deprecijacije valute (do kojih je zaista i došlo tokom Velike ekonomske krize);
5. Iluzije o većoj autonomiji. Posljednja linija kritike plivajućih deviznih kurseva. Naime, zagovornici ove teorije su smatrali da je autonomija monetarnih politika u zemljama sa plivajućim deviznim kursom djelimično iluzorna. Ovaj stav branjen je razjašnjenjem o tome da su devizni kurs i njegova stopa toliko značajna ekonomska kategorija, na koju se ne može uticati bez značajnih posljedičnih implikacija na ekonomski sistem. Navođen je primjer uticaja na devizni kurs kroz povišenje količine novca u opticaju, što vodi rastu inflacije u toj zemlji, a onda se dalje prelijeva i na stopu zaposlenosti, odnosno nezaposlenosti, realnu novčanu masu i ostale ekonomske varijable.

Mnogi ekonomisti imaju zajedničko pesimističko viđenje budućnosti fiksnog deviznog režima. Krugman i Obstfeld (2009) navode kako je u finansijski integrisanom svijetu u kojem sredstva mogu da se nesmetano kreću između nacionalnih finansijskih tržišta nemoguće kredibilno održavati devizni kurs fiksnim na dugi rok bez voljne kontrole kretanja kapitala (kao u slučaju Kine) ili kada se zemlje zajednički, ujedinjeno, kreću ka jedinstvenoj valuti (Eurozona).

Jedan od glavnih argumenata „za“ režim plivajućih deviznih kurseva koji je izdržao test vremena i dalje se nameće – uz saradnju zemalja koje kreiraju sopstvenu, a zajednički i međunarodnu politiku, ne postoji razlog slabog funkcionisanja sistema plivajućih deviznih kurseva.

4.3 Makroekonomski sistem Crne Gore; Centralna banka Crne Gore i njene funkcije

Crnogorski ekonomski sistem je, poput još nekoliko zemalja bivše SFRJ, nakon raspada „velike“ Jugoslavije, pretrpio visok stepen inflacije, ali i povišena inflatorna očekivanja nakon incijalnog povećanja stope inflacije. Kao odgovor na nestabilne cijene i sve slabiji kurs domaće valute, ljudi su se odlučivali na štednju u stranim (stabilnijim) valutama poput njemačke marke. Stoga su se kreatori monetarne politike ove zemlje (slično kao u Bosni i Hercegovini) odlučili na eurizaciju, odnosno dolarizaciju i na taj su način, posljedično, fiksirali sopstveni devizni kurs. Glavni razlozi i argumentacija za ovakav korak bili su ponovno uspostavljanje unutrašnje i spoljašnje ravnoteže u zemlji, ali i vraćanje povjerenja u valutu koja je u opticaju. Ove pozitivne efekte pratili su još neki koji su se naknadno javili, kao što je bio pad stope inflacije i snižavanje inflatornih očekivanja, ali i stabilizacija sveukupnih uslova privređivanja.

Crna je Gora 1999. godine uvela dvovalutni sistem sa njemačkom markom i dinarom, a sve sa ciljem monetarne i ekonomske stabilizacije, ali i osamostaljivanja od direktnog uticaja koji su na njen monetarni sistem imale zemlje u okruženju, ponajviše Srbija. Godine 2001. njemačka marka postala je jedino zakonsko sredstvo plaćanja, a godnu nakon toga euro. Tako je Crna Gora, 2002. godine, zvanično postala dolarizovana, odnosno eurizovana ekonomija.

Pod pojmom dolarizacije, odnosno eurizacije, podrazumijeva se „nekoliko monetarnih sistema koji su međusobno vrlo različiti, ali imaju zajedničku karakteristiku da je u formalnim ili neformalnim transakcijama strana valuta široko rasprostranjena kao platežno sredstvo”, prema Fabrisu, Vukajlović-Grbi, Radunovićevoj i Jankovićevoj (2004). Isti autori dalje definišu dolarizaciju, govoreći kako se pod zvaničnom dolarizacijom podrazumijeva „situacija da je strana valuta jedino legitimno platežno sredstvo i da ne postoji domaća valuta”. Ovakva situacija, u kojoj je strana valuta jedino postojeće platežno sredstvo nije slučaj samo u crnogorskoj ekonomiji. Naime, moguća je i opcija da se više stranih valuta koriste kao platežno sredstvo, ali je ovo relativno rijetka situacija.

Sama dolarizacija ima smisla ukoliko su po Fabrisu, Vukajlović-Grbi, Radunovićevoj i Jankovićevoj (2004) ispunjeni preduslovi:

- Zemlja je relativno mala i u velikoj mjeri zavisi od spoljne trgovine;
- Zemlja je u bliskoj prošlosti doživjela hiperinflaciju;
- Prihodi od sinjoriža su relativno mali zbog široko prisutne neformalne dolarizacije i,
- Postoje devizne rezerve koje bi omogućile zamjenu nacionalne valute stranom.

Crnogorski ekonomski sistem je zadovoljavao sve nabrojane preduslove za uspješno sprovođenje dolarizacije. U pitanju je mala zemlja, otvorena i sa hiperinflatornim iskustvima u prošlosti, prihodi od sinjoriža gotovo da nijesu postojali, učešće spoljnotrgovinske razmene sa EU je veliki i prisutna je značajna fleksibilnost radne snage. Kao što će se kasnije pokazati, Crna Gora je bila idealan primjer zemlje koja je osjetila da se u empiriji, odnosno u realnoj ekonomiji, potvrdila teorijska pretpostavka da je ta zemlja idealan “kandidat” za dolarizaciju ekonomije. U svjedočenju iz 2000. Robert Glebard je Crnu Goru nazvao “vodećim primjerom” za čitav region u pogledu vođenja ekonomske (a i makroekonomske) politike, što je bio stav koji se u najvećoj mjeri odnosio na proces dolarizacije na koji se Crna Gora odlučila.

U grupu zvanično dolarizovanih zemalja danas spada samo 16 nezavisnih država. Crna Gora takođe pripada kategoriji zvanično dolarizovanih zemalja. Pod pojmom zvanična djelimična dolarizacija podrazumijeva se situacija u kojoj se kao legalno platežno sredstvo koriste i strana valuta i domaća valuta. Ovo je situacija koja je postojala u Crnoj Gori na početku monetarne reforme u trenutku uvođenja marke kao platežnog sredstva. Danas ovaj sistem koriste: Haiti, Bahami, Liberija, Laos, Kambodža i neke druge zemlje (Fabris, Vukajlović-Grba, Radunović i Janković, 2004).

IMF je u studiji čiji su autori Baliño, Bennett i Borensztein (1999) objavio listu zemalja koje su te godine bile potpuno ili djelimično dolarizovane, a u ovom radu je preuzet dio tabele koji se odnosi na (u tom trenutku) potpuno dolarizovane zemlje, i nalazi se u nastavku teksta. Zemlje koje su označene kao visokodolarizovane bile su sljedeće: Argentina, Azerbejdžan, Bjelorusija, Bolivija, Kambodža, Kostarika, Hrvatska, Džordžija, Gvineja Bisao, itd.

Tabela 26, Depoziti u stranim valutama (FCD)

Country	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Highly dollarized economies (FCD/broad money > 30 percent) (18)¹</i>						
Argentina	34.2	35.1	37.1	40.4	43.2	43.9
Azerbaijan	...	...	...	14.8	58.9	50.3
Belarus ²	...	...	...	40.6	54.3	30.7
Bolivia	70.8	76.8	80.8	83.9	81.9	82.3
Cambodia	...	...	26.3	38.8	51.8	56.4
Costa Rica	...	37.7	31.9	29.5	30.3	31.0
Croatia	...	...	...	53.8	50.2	57.4
Georgia	...	...	...	...	80.1	30.8
Guinea-Bissau	41.5	34.7	31.6	30.9	31.1	31.2
Lao P. D. R.	42.0	39.4	36.8	41.4	34.4	35.6
Latvia	...	...	...	27.2	27.5	31.1
Mozambique ³	...	11.8	16.7	23.2	25.3	32.6
Nicaragua	...	28.7	37.4	45.6	48.6	54.5
Peru	...	59.9	65.0	70.2	64.2	64.0
São Tomé and Príncipe	...	...	...	...	38.3	31.9
Tajikistan	...	...	...	...	...	33.7
Turkey	23.2	29.7	33.7	37.9	45.8	46.1
Uruguay	80.1	78.5	76.2	73.3	74.1	76.1
Median	41.7	36.4	36.8	40.4	48.6	39.7
Average	48.6	43.3	43.0	43.4	49.4	45.5

Izvor: IMF Staff report, web-stranica: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/171/#tab1>,
posjećeno: 28/10/2018. u 20:05h

Prema skorašnjoj listi zemalja koje se označavaju kao potpuno dolarizovane, izuzimajući Crnu Goru, Chibber (2014), zemlje koje koriste američki dolar su: Ekvador, Istočni Timor, El Salvador, Maršalova Ostrva, Mikronezija, Palau, Turks i Kaikos, Britanska Djevičanska Ostrva i Zimbabve. Što se tiče eurizacije, odnosno zemalja koje su potpuno dolarizovale, tj. eurizovale, svoje ekonomije su, pored Crne Gore, još i Andora, Kosovo, Monako, San Marino i Vatikan.

Većina “komšijskih” zemalja koje su eurizovane su zemlje Evropske unije. Kosovo i Crna Gora imali su sličan obrazac ponašanja u pogledu eurizacije svojih monetarnih sistema jer su obje zemlje za manje od četiri godine (u slučaju Crne Gore i za manje od dvije godine) uspostavile važećima dvije različite valute (prvo njemačku marku, pa odmah potom euro). Njemačka marka je za ove dvije zemlje služila kao “tranzitna valuta” u primarnoj funkciji stabilizacije ekonomija ovih zemalja, supresiji ogromnog stepena inflacije naslijeđenog iz ratnog i poslijeratnog perioda, ali i lakšeg uvođenja eura kao jedine i zvanične valute.

Mnoge su prednosti i nedostaci dolarizacije, i to je u radu Fabrisa, Vukajlović-Grbe, Radunovićeve i Jankovićeve (2004) prezentovano u vidu tabele, koja je uz određene modifikacije autorke ovog rada prezentovana u nastavku.

Tabela 27, Prednosti i nedostaci dolarizacije/eurizacije

Prednosti dolarizacije	Nedostaci dolarizacije
Snižavanje ili eliminacija valutnog rizika	Nemogućnost vođenja monetarne politike
Snižavanje inflacije i veći stepen kontrole inflatornih očekivanja	Oduzeta mogućnost manipulacije stopom deviznog kursa i gubitak deviznih rezervi
Ograničena mogućnost zloupotrebe monetarne politike	Monetarna politika se “uvozi” eksterno
Ubrzan razvoj domaćeg tržišta kapitala	Nema emisije dobiti
Smanjivanje transakcionih troškova u međunarodnim ekonomskim odnosima	Gubljenje mogućnosti inflatornog poreza u vanrednim situacijama
Olakšana integracija većeg broja domaćih firmi u međunarodne privredne tokove	Smanjena ili ograničena mogućnost centralne banke da koristi politiku zajmodavca u poslednjoj instanci
Rast priliva po osnovu SDI	
Porast spoljne trgovine	Jednokratni trošovi: konverzija valute, promjene koje se tiču računovodstvenih kategorija, softverske promjene itd.
Povećanje budžetske discipline	Povećan odliv valute u slučaju platnobilansnih problema
Snižavanje kamatne stope kao posljedica niže inflacije i umanjenog rizika devalvacije	Rizik od devalvacije zavisi od “matične” zemlje valute koja je prihvaćena*

Izvor : Fabris, Vukajlović-Grba, Radunović i Janković, 2004.

*Jedna od najvećih opasnosti koja se vezuje za dolarizovane zemlje, jeste što se i pored sniženog valutnog rizika, zbog mogućnosti devalvacije valute koja je u opticaju, ali i inflacije, kao i inflatornih očekivanja, ne može se sa sigurnošću reći da je ova opasnost u potpunosti izbjegnuta.

Za ovaj zaključak, uz neke dodatne prethodno priložene elemente, razlikuje se poredenje autorke ovog rada i podataka iznijetih u radu Fabrisa, Vukajlović-Grbe, Radunovićeve i Jankovićeve (2004). Naime, navedeni autori u svom istraživanju u okviru Tabele 2, na strani 12, ističu kako je u slučaju potpune dolarizacije prisutno

“odsustvo rizika devalvacije”, dok se, prema mišljenju autorke ovog rada, isto ne može reći iz razloga što je rizik devalvacije, kao i svaki drugi rizik koji je direktno povezan za valutu koja je “usvojena” i u opticaju u dolarizovanoj/eurizovanoj zemlji (poput eura u slučaju Crne Gore) prisutan u ekonomiji dolarizovane/eurizovane zemlje u mjeri u kojoj je taj isti rizik prisutan u zemlji u kojoj se navedena valuta štampa. Dolarizovane zemlje, u slobodnom prevodu, dakle, nose rizik američkog dolara, dok eurizovane zemlje nose rizik koji se vezuje za euro i stabilnost Evropske centralne banke. Prirodno, taj rizik po ekonomiju eurizovane zemlje je u onoj mjeri manji u kojoj je zemlja u kojoj se pomenuta valuta štampa ekonomski i monetarno stabilna, predvidiva i istorijski pouzdana, kao što je to za Crnu Goru slučaj sa ECB-om.

Sami režim dolarizacije/eurizacije je umnogome ograničio monetarnu politiku Crne Gore. Ključni nedostatak koji je identifikovan u tom smislu bio bi ograničenost instrumenata monetarne politike imajući u vidu da ovaj režim isključuje mogućnost emisije novca. Dakle, crnogorski monetarni autoritet ne kontroliše količinu novčane mase koja je u opticaju i nema referentnu kamatnu stopu jer su poslovi iz oblasti kreditne politike u najvećoj mjeri usmjereni na kreditiranje banaka (premošćavanje kratkoročne likvidnosti).

Operacije na otvorenom tržištu, kako je objašnjeno u radu prethodno nabrojanih autora, ograničene su zato što se instrument – emisija novca, ne može koristiti za sprovođenje politike zajmodavca u krajnjoj instanci i eventualnoj monetizaciji duga. Zaključak je da se devizni kurs pozajmljuje, odnosno preuzima od Evropske centralne banke, i što je važan zaključak za oblast istraživanja ovog rada, ne može se koristiti kao instrument za snižavanje stope deficita tekuće računa platnog bilansa.

Prema mišljenju Fabrisa, Vukajlović-Grbe, Radunovićeve i Jankovićeve (2004), uvođenjem dolarizacije, stanje u monetranom, odnosno finansijskom i bankarskom sistemu Crne Gore počelo je, polako, ali sigurno, da pokazuje znakove rasta povjerenja stanovništva u novi monetarni režim. U početku skroman, rast depozita ubrzo je značajnije izražen, da bi tokom 2003. godine došlo i do značajnijeg rasta kredita, koji su najvećim dijelom bili kratkoročni. Ipak, treba napomenuti i to da su, prema stanju na kraju 2003. godine, i dugoročni krediti zabilježili značajniji rast. Međutim, u istom periodu bile su sprovedene ekonomske reforme koje su prethodile osamostaljivanju Crne Gore, pa se ne može reći da su svi mjereni indikatori ekonomske aktivnosti porasli samo zbog efekata dolarizacije.

U jednoj od javnih prezentacija CBCG, rečeno je kako su, nakon više od (tada) 17 godina od uvođenja valutne supstitucije, benefiti eurizacije u Crnoj Gori brojni. Prva od mnogih koristi koja je bila direktna jeste pad inflacije što je direktno podstaklo ekonomski razvoj zemlje. Ovakav režim vrlo brzo je vratio povjerenje u monetarnu politiku, eliminisao rizik deviznog kursa, ubrzao razvoj finansijskog sistema i ojačao

finansijsku disciplinu. Stabilni makroekonomski uslovi i odsustvo deviznog rizika doveli su do značajnog priliva stranih direktnih investicija a sve to skupa, do brzog rasta bruto domaćeg proizvoda.

Iz Zakona o Centralnoj Banci Crne Gore (iz 2010. godine) izvedena je definicija osnovog cilja ove institucije kojom se kaže kako je osnovni cilj Centralne banke Crne Gore očuvanje “stabilnosti finansijskog sistema, uključujući i podsticanje i održavanje zdravog bankarskog sistema i sigurnog i efikasnog platnog prometa u zemlji”. Pored osnovnog cilja, CBCG ima za cilj i podsticanje i održavanje stabilnosti cijena.

Iz ovako širokog cilja koji je nemoguće kvantifikovati, politika CBCG ima osnovnu ulogu da garantuje da je “finansijski sistem stabilan” i predstavlja efikasan i pouzdan sistem za nesmetano obavljanje ekonomske aktivnosti koja u dugom roku stvara sve preduslove za generisanje održivog rasta i razvoja crnogorske ekonomije.

Jedno od pitanja koje se logički nameće iz prethodne teorijske analize jeste da li Crna Gora treba da zadrži euro ili pak da uvede svoju valutu. Kakve reperkusije bi u jednom, a kakve u alernativnom slučaju, osjetila njena ekonomija?

Autori koji su se najekstenzivnije bavili ovom tematikom - Fabris, Vukajlović-Grba, Radunović i Janković (2004) imaju oštar stav – navodeći da je nesumnjivo više potencijalno negativnih implikacija ukidanja eura nego u slučaju njegovog zadržavanja.

Oni svoj stav pravdaju nabrajajući sljedeće razloge:

- Proces makroekonomske stabilnosti je tek uspostavljen i vjerovatno je da bi prelazak na drugi monetarni režim uticao na urušavanje makroekonomskog kredibiliteta;
- Teorije ponašanja pojedinaca pokazuju da u uslovima neizvjesnosti pojedinci pružaju otpor promjenama i nastoje da zadrže stare pozicije;
- Iskustvo hiperinflacije je još uvijek “svježe” i vjerovatno je da bi ekonomski subjekti u uslovima neizvjesnosti nastojali da povećanjem cijena zaštite svoju imovinu;
- Iskustvo nezvanično dolarizovanih zemalja je pokazalo da je i nakon uspostavljanja makroekonomske stabilnosti prisutan snažan histerezis efekat, što bi se vjerovatno desilo i u crnogorskom slučaju. To znači da bio dio transakcija nastavio da se obavlja u eurima i doprinio bi porastu sive ekonomije i sniženju fiskalnih prihoda;

- Uvođenje domaće valute bi predstavljalo loš signal stranim investitorima, koji uvijek preferiraju poslovanje sa “čvstom valutom”;
- Osim države koja bi povratila svoje devizne rezerve, konverzija valute bi stvorila troškove i za privredu i stanovništvo po osnovu provizija za zamjenu valute, troškova konverzija softvera, računovodstva i dr;
- I na samom kraju, u realnom ekonomskom svijetu, u uslovima makroekonomske stabilnosti, gotovo da ne postoje primjeri radikalnih monetarnih reformi.

Kako kažu mnogi eksperti koji se bave problematikom dolarizacije i koji su na njenoj strani - dolarizacija je vrlo često potreban uslov za ekonomski prosperitet, ali ona je vrlo rijetko i jedini. Često su u zemljama kojima je dolarizacija potrebna, potrebni i drugi oblici ekonomskih reformi i strategija koji, u kombinaciji sa efektima dolarizacije garantuju zavidan stepen ekonomskog progresu.

Nakon iznijetih teorijskih postavki i obrade, autorka rada mišljenja je kako je uvođenje eura bila dobra odluka za Crnu Goru, kako zbog direktnih, tako i indirektnih efekata po njen ubrzan ekonomski rast.

Ipak, autorka je stava da ne bi bilo potpuno ekonomske neočekivano da se u budućnosti traži od Crne Gore da se odrekne eura i uvede sopstvenu valutu. Međutim, uzevši u obzir veličinu zemlje i zavisnost koja iz nje obavezno slijedi, a koja postoji, kako među institucijama, tako i među političkim, društvenim, ekonomskim i ostalim akterima u ekonomskom životu ove zemlje (bilo da su u pitanju institucije kao pravna ili fizička lica), hiperinflacijom opterećenu istoriju zemalja Zapadnog Balkana, kao i dosadašnje mnogostruke benefite korišćenja eura kao jedine i osnovne valute u opticaju u Crnoj Gori, ovakav potez ECB bi najvjerojatnije imao negativne implikacije.

Te negativne implikacije odnosile bi se na kredibilnost monetarne politike, stabilnost cjelokupnog bankarskog sistema Crne Gore, ali i sveukupnu finansijsku stabilnost. Ovo bi, bez dileme, Crnu Goru opet odvelo u situaciju inflatornog pritiska, brzog rasta zone sive ekonomije, finansijski disbalans bi se produbio, smanjio priliv SDI-a, što bi za rezultat odvelo Crnu Goru u stanje duboke recesije. Oduzimanje eura i primoravanje Crne Gore na uvođenje sopstvene valute bi negativno uticalo na živote čitave crnogorske populacije.

4.4 Modifikacija teorije o nemogućem trojstvu u uslovima eurizovane ekonomije

Nakon postavki makroekonomskog sistema Crne Gore, ali i prezentacije osnovnih postulata teorijske koncepcije o nemogućem trojstvu, upareni su zaključci i rezultati na način da je razumljivo kako se teorijska koncepcija o nemogućem trojstvu, kao takva, ne može primijeniti na uslove crnogorske ekonomije. Zašto?

Razlog takve tvrdnje jeste upitnost prepostavki teorijskog modela nemogućeg trojstva. Naime, u ovoj teoriji polazi se od očigledne pretpostavke, koja važi u najvećem broju zemalja, a koja se tiče slobode tih zemalja da odaberu bilo koju od tri moguće situacije koje su objašnjene u potpoglavlju 4.2. U prevodu – zemlja može slobodno da bira da li želi da ima fiksni ili fluktuirajući režim deviznog kursa, zatim, da li je u stanju da „otvori“ ili da naprotiv „zatvori“ zemlju za protok kapitala, i na posljednjem mjestu, da li može da se odrekne ili da afirmiše postojanje monetarnog autoriteta u zemlji.

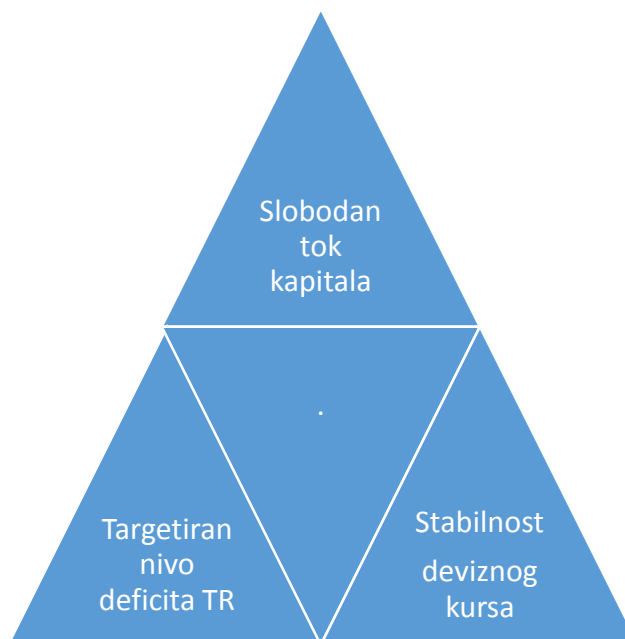
Na primjeru Crne Gore, koja je zemlja sa unilateralnom eurizovanom ekonomijom koja uz to, nema funkciju štampanja valute koja je u opticaju, vidljivo je ograničenje teorije o nemogućem trojstvu. Crna Gora stoga, prema originalnoj teoriji, nema tri opcije između kojih može da bira.

Opcija koju crnogorska ekonomija ima ispred sebe jeste oslobađanje granica zemlje za slobodan tok kapitala (ili zatvaranje granica i zabranu istog) dok su alternativna opredeljenja poput monetarne nezavisnosti i odabira između fiksiranog ili plivajućeg režima deviznog kursa, van njene kontrole. Na koji način se ovakva situacija reflektuje na originalnu teoriju o nemogućem trojstvu?

Moguće je na više različitih načina pristupiti ovoj problematici, a autorka je odabrala uključivanje kategorije deficita na tekućem računu platnog bilansa u originalnu teorijsku koncepciju eliminišući pritom one djelove originalnog okvira koji nijesu primjenjivi na crnogorski sistem. U prilagođenoj teoriji, ispred Crne Gore se nalaze tri različita potencijalna cilja ekonomske politike i to:

- stabilnost deviznog kursa kroz eurizovanje sistema i eliminaciju nezavisnosti u vođenju monetarne politike, ili, alternativno;
- deeurizaciju istog, zatim oslobađanje ili ograničavanje slobode protoka kapitala, i na kraju;
- targetiranje nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje. Prikaz u nastavku daje grafičku prezentaciju objašnjene kombinacije makroekonomskih izbora/ciljeva.

Grafikon 22, Nemoguće trojstvo, prilagođena teorijska koncepcija



Izvor: Kalkulacija autorke

Na grafikonu 22 nalaze se „kombinacije“ moguće politike koje Crna Gora, teorijski ima:

Prvu opciju čini targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje i postizanje stabilnosti deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema, što je moguće kroz kontrolu kapitala.

Druga opcija koja je moguća za crnogorsku ekonomiju je stabilnost deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema i slobodnog kretanja kapitala, što je moguće samo uz postojanje značajnog nivoa deficita na tekućem računu zemlje.

I na kraju, **posljednja** opcija je targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje uz slobodno kretanja kapitala, što bi morala da prati deeurizacija monetarnog sistema i formiranje fluktuirajućeg režima deviznog kursa.

Crnogorska ekonomija trenutno funkcioniše uz odabir ekonomskih politika koje su nabrojane u drugoj opciji. Dakle, njena je ekonomija eurizovana i to unilateralno, a uz to je i otvorena kako za prilive, tako i za odlive kapitala. Uz takav sistem ekonomskih politika, postojanje (čak i perzistentnog) nivoa deficita na tekućem računu platnog bilansa je neophodnost, jednako koliko i prirodna posljedica sistemskog prilagođavanja.

Na ovakav način, teorijski je dokazano da je u sistemu koji je eurizovan (i samim tim, njegova monetarna vlast nema moći ni kapaciteta da izjednačava devizni kurs odnosno

da ga fiksira, ali nema uticaja ni na količinu novca u opticaju) i otvoren za tokove kapitala, a uz to je ekonomija nedovoljno konkurentna u poređenju sa svjetskom, logična posljedica upravo deficit na tekućem računu platnog bilansa. Ljudi će se, u takvom sistemu, kao i sama ekonomija, radije opredjeljivati za uvoz, nego za izvoz, što će bitno uticati na trgovinski disbalans u korist deficita istog računa. Takođe, kako je to često slučaj sa manje razvijenim zemljama, uglavnom će biti izvožen sirovi materijal i poluproizvodi, a uvoženi gotovi proizvodi. Posljedično, sa rastom istog, doći će i do direktno proporcionalne promjene na tekućem računu platog bilansa.

Dakle, može se smatrati dokazanom tvrdnja kako centralni problem crnogorske ekonomije nije deficit njenog tekućeg računa platnog bilansa, već je njen mnogo veći izazov i ranjivost njene eurizovane i otvorene privrede, nedovoljan nivo konkurentnosti i to posljedično povlači perzistentan deficit na tekućem računu.

Da li je moguće i/ili poželjno da crnogorska ekonomija iskusi na sopstvenom primjeru neku od preostale dvije opcije, to jest da implementira ostalu kombinaciju makroekonomskih ciljeva i kakve bi to posljedice imalo po zemlju i njenu ekonomiju?

Odgovor na prethodno pitanje, za razliku od drugih pitanja koja je autorka sebi postavljala u cilju pisanja rada, nije ni izbliza jednako kompleksan. Dakle, sa ekonomskog stanovišta, dosežne su i druge situacije, iako, biće dokazano u nastavku, nijedna od njih nije idealnija od aktuelne u pogledu zdravlja crnogorskog ekonomskog sistema.

Naime, moguće situacije koje Crna Gora može potencijalno da ovaploti u svom ekonomskom sistemu su sljedeće:

- A. Targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz postizanje stabilnosti deviznog kursa.

Crnogorski ekonomski sistem bi u slučaju, odnosno u situaciji „A“, imao kontrolisan nivo deficita na tekućem računu države (dakle neke prepreke i/ili motivacije u pogledu uslova trgovanja) i stabilan nivo deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema.

Jedini način na koji je moguće regulisati ovu situaciju jeste kroz kontrolu kapitala. Dakle, trenutne strateške postavke i određenja zemlje u globalu, ne bi mogle biti dosegnute.

Da li je ova situacija uopšte moguća i koje bi implikacije po Crne Goru ona imala, gotovo je nemoguće reći. Razlog tome je činjenica da je crnogorsko strateško-političko opredjeljenje da napreduje u svom razvoju, a sve u pravcu pridruživanja većim sistemima koji bi joj omogućili ekonomsku, političku i drugu sigurnost, stabilnost i

dalji napredak pružajući joj postojeću figuraciju sistema, pristup većim tržištima rada i kapitala i još mnogo toga drugog. U svrhu ostvarenja tog strateško-razvojnog cilja Crna Gora se prije nekoliko godina pridružila NATO alijansi, a već je u završnim fazama pregovora za pridruživanje Evropskoj uniji. Dakle, sa aspekta liberalizacije svojih tokova kapitala, sad je to praktično nemoguće. Sav dosadašnji ekonomski rast i razvoj Crne Gore, pratilo je liberalizaciono opredjeljenje u toku kojeg je crnogorska ekonomija rasla, jačala i postajala sve više međunarodno umrežena i stabilna.

Šta bi se desilo kad bi odjednom odlučila da se okrene konzervativizmu u smislu trgovinske komunikacije sa svijetom, nije moguće tačno utvrditi, ali svakako (imajući u vidu aktuelni trgovinski deficit) njena tekuća proizvodnja nije u stanju da sustigne agregatnu tražnju, te stoga njen ekonomski sistem nije sam sebi dovoljan. Ovo nije situacija samo u slučaju Crne Gore. Mnogo svjetskih ekonomskih sila „outsorceuje“ dobar dio svoje proizvodnje ka inostranstvu ili jednostavno uvozi nedostajuće sirovine, poluproizvode, proizvode, grupe proizvoda, kapital ili radnu snagu. To ih ne čini manje održivima već ih samo čini, kao i mnoge druge zemlje, na kratak i srednji rok zavisnim o globalno tržište.

Imajući, dakle, u vidu kako Crna Gora kao ekonomija niti je dovoljno razvijena niti nezavisna u odnosu na globalno tržište, ukoliko bi se odlučila za kontrolu kapitala, kao jedinu opciju da bi dozvolila targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz postizanje stabilnosti deviznog kursa, mnogo više bi izgubila nego dobila u ekonomskom smislu. Trgovina bi se smanjila i na taj način bi se deficit „vještački“ umanjio, ali bi agregatna tražnja ostala „nezadovoljena“. Ovo bi moglo rezultirati, na primjer, povećanjem zone sive ekonomije, a svakako bi narušilo kvalitet života građana.

- B.** Targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz slobodno kretanje kapitala, što bi morala da prati deeurizacija monetarnog sistema i formiranje fluktuirajućeg režima deviznog kursa.

Jedini način koji je, prema modifikovanoj teoremi nemogućeg trojstva za ekonomiju Crne Gore, ostvariv za situaciju simultanog targetiranja nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje i dozvoljavanje slobodnog protoka kapitala mora pratiti ispunjenje sljedeća dva preduslova:

- Deeurizacija monetarnog sistema,
- Dozvoljena situacija štampanja dodatne količine novca u opticaju ne bi li se na kratak rok nivelisao veliki (postojeći) deficit tekućeg računa platnog bilansa zemlje i doveo na željeni nivo.

Da li je ova, druga situacija, moguća i koje bi ona implikacije po Crne Goru imala, jasnije je nego iz situacije „A“.

Deeurizacijom monetarnog sistema, Crna Gora bi izgubila suštinsku prednost koju ima među zemljama regiona koje nijesu članice Evropske unije, a koja joj dozvoljava ekonomsku konkurentnost njene valute, povjerenje građana u stabilnost monetarnog sistema, i mnogo drugih pozitivnih implikacija. Deeurizacijom, Crna Gora bi se „vratila“ u monetarnu situaciju koju je imala prije uvođenja njemačke marke, a zatim i eura u svoj monetarni sistem. Važno je podsjetiti se na koji način se ta epizoda ekonomskog života Savezne Republike Jugoslavije završila – do današnjeg dana, jednom od najvećih hiperinflacija na svijetu. Još iz tog vremena, čak i kada bi crnogorski monetarni autoriteti u toj potencijalnoj situaciji vodili monetarni sistem savršeno precizno i nepristrasno (što je u malim i veoma povezanim sredinama poput crnogorske gotovo nemoguće), povjerenje ljudi u valutu koja bi se u zemlji štampala ne bi bilo veliko. A poznato je da su inflatorna očekivanja, jedan od važnih parametara stabilnosti svake valute.

Uz pretpostavku da je deeurizacijom monetarnog sistema, omogućeno kontrolisanje nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje, važno je računati sa aktuelnim stepenom razvoja crnogorske ekonomije (koji je na mnogo nižem nivou nego što je to kod nekih drugih ekonomskih sila koje su takođe participanti globalnog tržišta), koji bi u „normalnoj“ situaciji liberalizacije trgovine prirodno izazvao deficit tekućeg računa platnog bilansa zemlje. Tada bi bilo neophodno eksploatisati i manipulirati sopstvenom valutom i deviznim kursom ne bi li se postigao željeni efekat.

Rezultat ovih aktivnosti bio bi još oslabljenija ekonomija, viši stepen inflacije, a jednako „zadovoljenje“ agregatne tražnje. Praktično bi se u takvoj situaciji zamaskirao osnovni problem zemlje (njena nedovoljna razvijenost i nedostatak konkurentnosti, kao i ranjivosti realne ekonomije) na način što bi se deficit umjesto rješavanja problema na trajan način, privremeno maskirao manipulacijama deviznog kursa i valute. To je ono što se između ostalog i u ekonomskom žargonu zove „brzo rješenje“ problema, koji bi nastavio da postoji i podriiva rast i samoodrživost ekonomskog sistema u budućnosti.

Dakle, nijedna od dvije alternativne opcije, u ekonomskom smislu, nije održiva za sistem ekonomije Crne Gore. Ono što ona trenutno radi, u kombinaciji sa adekvatnim investiranjem u razvojne grane njene ekonomije je ključno dugoročno rješenje za postizanje systemske održivosti.

Autorka je stanovišta da bi, odabirom bilo koje kombinacije ciljeva iz navedene dileme o nemogućem trojstvu na primjeru ekonomije Crne Gore, koja isključuje euro kao zvaničnu valutu sistema sa slike, ova zemlja mnogo više izgubila nego što bi dobila.

Najveću traumu iz prethodnog perioda (period rekordne hiperinflacije) koju ljudi pamte a tiče se ekonomije Crne Gore jeste upravo to da je sistem u kojem su potrebe rata tada finansirane beskonačno rastućim štampanjem novog „svježeg“ novca, uticao na gubitak povjerenja u cjelokupni tadašnji monetarni sistem. Neke zemlje regiona i danas se bave rješavanjem posljedica iz tog vremena i nijesu u stanju da nivo inflacije dovedu do željenog nivoa. Takođe uzak, tijesno i višedimenzionalno povezan sistem kakav je crnogorski, ne trpi potpuni otpor prema potencijalnom problemu potpune nezavisnosti u faktorima koji bi uticali na odluke o potencijalnim novim emisijama novca. Sistem bi, dakle, uz veliku dozu vjerovatnoće trpio rastom inflacije i na taj način „plaćao“ svoju nedovoljnu veličinu.

Sa druge strane, mala ekonomija kakva jeste, sama Crna Gora nema pretjerano veliki uticaj na devizni kurs ECB niti na stabilnost samog eura u bilo kom trenutku.

Na kraju može se zaključiti kako je za crnogorski sistem, u stvari, idealna situacija da su mu u pogledu emisije novca „vezane ruke“, dok za ECB ne predstavlja prijetnju po stabilnost valute. Na ovaj način Crna Gora dobija „najbolje od oba svijeta“, a stanje u svojoj ekonomiji kontroliše na druge načine, sve osim funkcije štampanja novca.

Imajući to u vidu, „ostaje“ opcija iz prilagođene teoreme o nemogućem trojstvu koja je već na snazi u Crnoj Gori, a tiče se:

- C. Stabilnosti deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema i slobodnog kretanja kapitala, što je moguće samo uz postojanje značajnog nivoa deficita na tekućem računu zemlje.

Na ovaj način, uz pretpostavku da je kontinuirano strateško opredeljenje Crne Gore da prati razvoj zapadnih sila i da teži uključivanju u njihova tržišta sve više, njen ekonomski sistem mora ostati liberalan.

Međutim, uz liberalizaciju sistema, ruku pod ruku mora ići i kontinuirano unapređenje njenog ekonomskog sistema, jačanje razvojnih komponenti istog i adekvatno finansiranje, odnosno privlačenje stalno novih stranih direktnih investicija i investitora.

Uz navedene neophodne pretpostavke stabilnosti (zadržavanje eura i postojeće monetarizacije ekonomskog sistema) i rasta (pridruživanje EU, NATO i liberalizacija privrede sa ciljem dugoročnog rasta i oporavka sistema), postojanje deficita na tekućem računu platnog bilansa države je neophodnost koja je nužna. To onda ne predstavlja indikator uspješnosti vođenja ekonomske politike, već isključivo indikator stepena razvoja ekonomije u aktuelnim ekonomskim uslovima. Može se činiti da se ovdje govori o sinonimima, ali to nije slučaj.

Deficit na tekućem računu platnog bilansa države čini produkt kombinacije faktora koji sežu u daleku prošlost zemlje i ne mogu se svrstati ni u polje strogo ekonomskih, ni razvojnih, ni političkih, niti isključivo jednog tipa problema. On je plod nerazvijenosti ekonomskog sistema čiji su uzroci ratovi, politički nemiri i nestabilnosti, hiperinflacija, mijenjanje valutnih režima, cijepanje država na području Balkana, nespремnost privrede da „kroči“ u potpunu liberalizaciju u pogledu trgovinskih odnosa sa inostranstvom i mnogo toga drugog. Dakle, deficit na tekućem računu platnog bilansa države je u samoj suštini naslijeđeni sistemski problem, koji se vođenjem uspješne ekonomske politike ne može riješiti u jednom ili dva politička mandata, odnosno na kratak ili srednji rok. Njegovo permanento rješavanje zahtijeva vrijeme i neophodan stepen ekonomskog razvoja.

Stoga, situacija u kojoj se ekonomija Crne Gore nalazi, može se reći, najbolji je set pretpostavljenih uslova za dalji kontinuirani rast i razvoj zemlje.

4.5 Preporuke generisane iz modifikovane teorije o nemogućem trojstvu i zaključna razmatranja

U dijelu rada koji se tiče postavljanja teorijske koncepcije o nemogućem trojstvu, u stvari je riječ o, na prvom mjestu, prezentaciji dosad dostupnih ključnih ideja i postavki kojima se navedena teorijska koncepcija postavlja na noge, da bi autorka u drugom dijelu poglavlja bila u mogućnosti da navedenu teoriju adaptira i primijeni na primjeru ekonomije Crne Gore.

Dakle, u uvodnom dijelu četvrtog poglavlja suštinski su data objašnjenja o nemogućem trojstvu, sa teorijskog aspekta. Navedena teorija govori o tome kako je za zemlju koja se njome analizira, moguće da dozvoli slobodan protok kapitala i da ima potpunu nezavisnost u pogledu vođenja monetarne politike. Posljedično, u ovom slučaju nije moguće (slijedeći navedenu teoriju) da zemlja ima fiksni režim deviznog kursa. Ukoliko se ne odluči za tu kombinaciju opcija, njena sljedeća opcija jeste omogućavanje slobodnog protoka kapitala i istovremeno fiksiranje režima deviznog kursa, što rezultira izostankom monetarne nezavisnosti u sprovođenju ekonomske politike. Posljednja od tri opcije se sastoji od ograničavanja ili onemogućavanja slobodnog protoka kapitala pri čemu zemlja ima svu moć monetarne politike, ali je i u stanju da odabere fiksni režim deviznog kursa. Ovakav slučaj podsjeća na situaciju zatvorene ekonomije i stopu deviznog kursa određuju domaće ekonomske sile.

Dakle, za svaki ekonomski sistem može se reći da je u obavezi da „odabere“ kombinaciju jedne od tri moguće situacije koja najbolje odgovara njenoj sopstvenoj

ekonomiji i da je onda sprovede u djelo i analizira njene efekte. Prema ovoj teoriji, u praksi zemlja mora odabrati jednu od navedenih opcija koja predstavlja različite kombinacije makroekonomske ciljeve.

Nakon postavljanja makroekonomskog sistema Crne Gore, ali i prezentacije osnovnih postulata teorijske koncepcije o nemogućem trojstvu, upareni su zaključci i rezultati na način da je razumljivo kako se teorija o nemogućem trojstvu, kao takva, ne može primijeniti na uslove crnogorske ekonomije, iz razloga što se u ovoj teoriji polazi od očigledne pretpostavke, koja važi u najvećem broju zemalja, a koja se tiče slobode tih zemalja da odaberu bilo koju od tri moguće situacije.

U prevodu, zemlja može slobodno da bira da li želi da ima:

- Fiksni ili fluktuirajući režim deviznog kursa;
- Da li je u stanju da „otvori“ ili, naprotiv, „zatvori“ zemlju za protok kapitala;
- Da li može da se odrekne ili da afirmiše postojanje monetarnog autoriteta u zemlji.

Na primjeru Crne Gore, koja je zemlja sa unilateralnom eurizovanom ekonomijom koja uz to nema funkciju štampanja valute koja je u opticaju, vidljivo je ograničenje teorije o nemogućem trojstvu.

Crna Gora, dakle, prema originalnoj teoriji, nema tri opcije između kojih može da bira. Opcija koju crnogorska ekonomija ima ispred sebe je oslobađanje granica zemlje za slobodan tok kapitala (ili zatvaranje granica i zabranu istog), dok su alternativna opredjeljenja poput monetarne nezavisnosti i odabira između fiksnog ili plivajućeg režima deviznog kursa, van njene kontrole. Na ovaj način, donosiocima ekonomskih odluka ruke su ruke „vezane“.

Dakle, potrebno je ili prihvatiti takvo stanje stvari ili adaptirati teorijski modelski okvir teorije o nemogućem trojstvu prilagođavajući je sistemu koji ima „uvezenu“ valutu, koju ne štampa.

U radu je odabran pristup adaptacije teorijske koncepcije i on je učinjen uključivanjem kategorije deficita na tekućem računu platnog bilansa u originalnu teorijsku koncepciju eliminišući pritom one djelove originalnog okvira koje nijesu primjenjive na crnogorski sistem. U prilagođenoj teoriji, ispred Crne Gore nalaze se tri različita potencijalna cilja ekonomske politike i to:

- A. Stabilnost deviznog kursa kroz eurizovanje sistema i eliminaciju nezavisnosti u vođenju monetarne politike, ili alternativno deeurizaciju istog;
- B. Oslobođanje ili ograničavanje slobode protoka kapitala;
- C. Targetiranje nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje.

Posljedično, nabrojane su „kombinacije“ moguće politike koje Crna Gora teorijski ima:

- Prvu opciju čini targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje i postizanje stabilnosti deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema, što je moguće kroz kontrolu kapitala.
- Druga opcija je stabilnost deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema i slobodnog kretanja kapitala, što je moguće samo uz postojanje značajnog nivoa deficita na tekućem računu zemlje.
- I na kraju, posljednja opcija je targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje uz slobodno kretanja kapitala, što bi morala da prati deeurizacija monetarnog sistema i formiranje fluktuirajućeg režima deviznog kursa.

Crnogorska ekonomija je unilateralno eurizovana ekonomija, a uz to je i otvorena kako za prilive, tako i za odlive kapitala. Dakle, uz takav sistem ekonomskih politika, postojanje (čak i perzistentnog) nivoa deficita na tekućem računu platnog bilansa je neophodnost, jednako koliko i prirodna posljedica sistemskog prilagođavanja.

Dakle, na ovakav način, teorijski je dokazano da je u sistemu koji je eurizovan i otvoren za tokove kapitala, a uz to ima nedovoljno konkurentnu ekonomiju (u poređenju sa svjetskom), logična posljedica upravo deficit na tekućem računu platnog bilansa. Ova teorija o neophodnosti postojanja deficita na tekućem računu platnog bilansa Crne Gore dokazana je kako u poređenju sa ekonomijom Gane, tako i na empirijskom primjeru iz petog poglavlja u kojem je ekonomija Crne Gore, od nezavisnosti do danas, analizirana sa aspekta poslovnih ciklusa njene ekonomije.

Imajući na umu aktuelni nivo razvoja ekonomije, dokazano je, da će se ljudi, posebno imajući u vidu stepen ekonomske otvorenosti za tokove kapitala i za trgovinu sa inostranstvom, radije opredjeljivati za uvoz, nego za izvoz, što će bitno uticati na trgovinski disbalans u korist deficita istog računa. Takođe, kako je to često slučaj sa manje razvijenim zemljama, uglavnom će biti izvožen sirovi materijal i polu-proizvodi, a uvoženi gotovi proizvodi. Posljedično, sa rastom, doći će i do direktno proporcionalne promjene na tekućem računu platnog bilansa. Dakle, može se smatrati dokazanom hipoteza o tome kako centralni problem crnogorske ekonomije nije deficit njenog

tekućeg računa platnog bilansa, već je njen mnogo veći izazov i ranjivost njene eurizovane i otvorene privrede, nedovoljan nivo konkurentnosti, što posljedično povlači perzistentan deficit na tekućem računu.

U istom poglavlju teorijski je ispitano da li bi bilo moguće da crnogorska ekonomija na sopstvenom primjeru iskusi neku od preostale dvije opcije i kakve bi to posljedice imalo po zemlju i njenu ekonomiju.

Rezultat teorijskog istraživanja ovog dijela sastoji se u zaključku da su sa ekonomskog stanovišta, dosežne i druge situacije, iako nijedna od njih nije idealnija od aktuelne u pogledu zdravlja crnogorskog ekonomskog sistema.

Naime, moguće situacije koje Crna Gora može potencijalno da ostvari su sljedeće:

- Targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz postizanje stabilnosti deviznog kursa:

Crnogorski ekonomski sistem bi u slučaju, odnosno u situaciji „A“, imao kontrolisan nivo deficita na tekućem računu države (neke prepreke i/ili motivacije u pogledu uslova trgovanja) i stabilan nivo deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema.

Jedini način na koji je moguće regulisati ovu situaciju jeste kroz kontrolu kapitala. Dakle, trenutne strateške postavke i određenja zemlje u globalu, ne bi mogle biti dosegnute.

U teorijskom istraživanju nije pronađen odgovor na to da li bi ova situacija bila uopšte moguća i koje bi implikacije po Crne Goru ona imala. Razlog tome je činjenica da je crnogorsko strateško-političko opredjeljenje da napreduje u razvoju, a sve u pravcu pridruživanja većim sistemima koji bi joj omogućili ekonomsku, političku i drugu sigurnost, stabilnost i dalji napredak pružajući joj postojeću figuraciju sistema, pristup većim tržištima rada i kapitala i još mnogo toga drugog. U tom strateško-razvojnom cilju Crna Gora se prije nekoliko godina pridružila NATO alijansi, a već je u završnim fazama pregovora za pridruživanje Evropskoj uniji. Dakle, sa aspekta liberalizacije svojih tokova kapitala, sad je to praktično nemoguće. Sav dosadašnji ekonomski rast i razvoj Crne Gore, pratilo je liberalizaciono opredjeljenje u toku kojeg je crnogorska ekonomija rasla, jačala i postajala sve više međunarodno umrežena i stabilna.

Zaključak koji prati prethodno postavljeno teorijsko pitanje, koje bi bilo korisno i empirijski modelirati, pa onda ekonometrijski ispitivati u budućnosti je da Crna Gora kao ekonomija niti je dovoljno razvijena niti nezavisna od globalnog tržišta, te da bi, ukoliko bi se odlučila za kontrolu kapitala, kroz targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz postizanje stabilnost deviznog kursa, mnogo više izgubila nego dobila.

Trgovina bi se smanjila i na taj način bi se deficit „vještački“ umanjio, ali bi agregatna tražnja ostala „nezadovoljena“. Ovo bi moglo rezultirati povećavanjem zone sive ekonomije, na primjer.

- Targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz slobodno kretanja kapitala, što bi morala da prati deeurizacija monetarnog sistema i formiranje fluktuirajućeg režima deviznog kursa.

Jedini način koji je, prema modifikovanoj teoremi nemogućeg trojstva za ekonomiju Crne Gore, moguć za situaciju simultanog targetiranja nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje i dozvoljavanje slobodnog protoka kapitala bilo bi moguće samo uz ispunjavanje dva preduslova:

- Deeurizaciju monetarnog sistema, i
- Dozvoljenu situaciju štampanja dodatne količine novca u opticaju ne bi li se na kratak rok nivelisao veliki (postojeći) deficit tekućeg računa platnog bilansa zemlje i doveo na željeni nivo.

Deeurizacijom monetarnog sistema, Crna Gora bi suštinski izgubila značajnu prednost (faktor stabilnosti) koju ima među zemljama regiona koje nijesu članice Evropske unije, a koja joj dozvoljava ekonomsku konkurentnost njene valute, povjerenje građana u stabilnost monetarnog sistema, i mnogo drugih pozitivnih implikacija. Deeurizacijom, Crna Gora bi se „vratila“ u monetarnu situaciju koju je imala prije uvođenja njemačke marke i eura u svoj monetarni sistem. Važno je podsjetiti se na koji način se ta epizoda ekonomskog života Jugoslavije završila – jednom od najvećih hiperinflacija na svijetu ikada. Još iz tog vremena, čak i kada bi crnogorski monetarni autoriteti u toj potencijalnoj situaciji vodili monetarni sistem savršeno precizno i nepristrasno (što je u malim, povezanim sredinama poput crnogorske gotovo nemoguće), povjerenje ljudi u valutu koja se štampa u zemlji nije veliko. A poznato je da su inflatorna očekivanja, jedan od važnih odrednih parametara stabilnosti svake valute.

Uz pretpostavku da je deeurizacijom monetarnog sistema, omogućeno kontrolisati nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje, važno je računati sa aktuelnim stepenom razvoja crnogorske ekonomije (koji je na mnogo nižem nivou nego nekih drugih ekonomskih sila koje su takođe participanti globalnog tržišta), koji bi u „normalnoj“ situaciji liberalizacije trgovine prirodno izazvao deficit tekućeg računa platnog bilansa zemlje. Tada bi bilo neophodno manipulirati sopstvenom valutom i deviznim kursom ne bi li se postigao željeni efekat.

Rezultat ovih aktivnosti bio bi još oslabljenija ekonomija, viši stepen inflacije, a jednako „zadovoljenje“ agregatne tražnje. U takvoj bi se situaciji zamaskirao osnovni

problem zemlje (njena nedovoljna razvijenost i nedostatak konkurentnosti kao i ranjivosti realne ekonomije) na način što bi se deficit umjesto rješavanja problema na trajan način, privremeno maskirao manipulacijama deviznog kursa i valute. To je ono što se, između ostalog, i u ekonomskom žargonu zove „brzo rješenje“ problema, koji bi nastavio da postoji i podriva rast i samoodrživost ekonomskog sistema u budućnosti.

Stoga, rezultat dijela teorijskog istraživanja koji je za cilj imao da istraži i ispita potencijalne implikacije druge dvije opcije koje su, makar teorijski, dostupne Crnoj Gori, rezultirao je važnim zaključcima. Naime, nijedna od dvije alternativne opcije, u ekonomskom smislu, nije održiva za sistem ekonomije Crne Gore. Ono što ona trenutno implementira, u kombinaciji sa adekvatnim investiranjem u razvojne grane njene ekonomije je ključno dugoročno rješenje za postizanje systemske održivosti.

Autorka je stanovišta da bi, odabirom bilo koje kombinacije ciljeva iz navedene dileme o nemogućem trojstvu na primjeru ekonomije Crne Gore, koja isključuje euro kao zvaničnu valutu sistema, ova zemlja mnogo više izgubila nego što bi dobila.

Još jedan od važnih zaključaka u ovom poglavlju rada upravo je utvrđivanje kako je za crnogorski sistem u stvari idealna situacija da su mu u pogledu emisije novca „vezane ruke“, dok za ECB ne predstavlja prijetnju po stabilnost valute. Na ovaj način Crna Gora dobija „najbolje od oba svijeta“, a stanje u svojoj ekonomiji kontroliše na druge načine, sve osim funkcije štampanja novca.

Imajući to u vidu, „ostaje“ opcija iz prilagođene teoreme o nemogućem trojstvu koja je već na snazi u Crnoj Gori, a tiče se: stabilnosti deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema i slobodnog kretanja kapitala, što je moguće samo uz postojanje značajnog nivoa deficita na tekućem računu zemlje.

Na ovaj način, uz pretpostvaku da je kontinuirano strateško opredjeljenje Crne Gore da prati razvoj zapadnih sila i da teži sve većoj integraciji u njihova tržišta, njen ekonomski sistem mora ostati liberalan.

Međutim, uz liberalizaciju sistema, ruku pod ruku mora ići i kontinuirano unapređenje njenog ekonomskog sistema, jačanje razvojnih komponenti i adekvatno finansiranje, odnosno privlačenje novih stranih direktnih investicija i investitora.

Na samom kraju, u ovom dijelu istraživanja, zbog svega prethodno objašnjenog i taksativno navedenog potvrđena je nulta hipoteza rada kojom se kaže da *„fiksni režim deviznog kursa, u eurizovanoj ekonomiji, u kontekstu modifikovane teoreme o nemogućem trojstvu neizbježno vodi visokom nivou deficita na tekućem računu, za zemlju koja je u razvoju“*.

Za crnogorski deficit na tekućem računu platnog bilansa države može se zaključiti da je produkt kombinacije faktora, koji sežu u daleku prošlost zemlje i ne mogu se svrstati ni u polje strogo ekonomskih, ni razvojnih, ni političkih niti isključivo bilo kog specijalnog tipa problema. On je plod nedovoljne razvijenosti ekonomskog sistema čiji su uzroci ratovi, politički nemiri i nestabilnosti, hiperinflacija, mijenjanje valutnih režima, cijepanje država na području Balkana, nespремnost privrede da „kroči“ u potpunu liberalizaciju u pogledu trgovinskih odnosa sa inostranstvom i mnogo toga drugog. Dakle, deficit na tekućem računu platnog bilansa države je u samoj suštini naslijeđeni sistemski problem, za čije je rješavanje potreban izvjestan vremenski period, ali i određeni stepen ekonomskog razvoja.

Stoga, situacija u kojoj se ekonomija Crne Gore nalazi može se reći, najbolji je set pretpostavljenih uslova za dalji kontinuirani rast i razvoj.

Ovi zaključci mogu poslužiti kao dodatak smjernicama za dalji razvoj ekonomskog sistema Crne Gore, ali i otvaraju pitanja o produbljivanju teorijskog, ali i empirijskog istraživanja i dokazivanja navedenih teorijskih zaključaka i eventualne dodatne adaptacije teorijske postavke teoreme o nemogućem trojstvu na primjeru Crne Gore.

Takođe, ova analiza može poslužiti i kao podloga za istraživanje i upoređivanje sa zemljama koje imaju približno slične karakteristike svojih privreda onoj koju ima Crna Gora. Na kraju, autorka je stanovišta da je ovo naučno izuzetno primamljiva i još uvijek nedovoljno istražena ideja koju bi bilo uputno i plodonosno dalje obrađivati baveći se istraživanjem u navedenoj oblasti.

5. Uticaj tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore

5.1 Teorijska analiza istorijskog kretanja privrednih ciklusa Crne Gore

Ovo poglavlje predstavlja ključni segment istraživanja i tako čini najznačajnije poglavlje u radu jer na svojevrsan način sumira sve prethodne zaključke i daje realne preporuke čitaocima na temu svih obrađenih elemenata rada uzimajući u obzir dobijene rezultate istraživanja.

Teorijskom analizom privrednih ciklusa Crne Gore i njenom prezentacijom u narednim redovima dat je doprinos razumijevanju funkcionisanja ekonomije Crne Gore, njenih cikličnih previranja, ali i na koji način su se ista odrazila na zdravlje cjelokupnog ekonomskog sistema.

Kao što je objašnjeno u radu Kamenkovićeve i Grubišića (2013) važnost mogućnosti određivanja privrednih ciklusa raste u periodu ekonomskih neizvjesnosti i privrednih turbulencija, tako da se može reći da je interesovanje za poslovne cikluse podložno fluktuacijama.

Cikličnost privredne aktivnosti je pojava koja je sve evidentnija tokom razvoja u protekla dva vijeka. Prve privredne krize pojavile su se u Engleskoj i Njemačkoj u XIX vijeku i od tada nastavljaju da se manifestuju na svakih pet godina. Suštinski, može se reći da privredni ciklusi predstavljaju oblik ispoljavanja razvojne dinamike u svakoj tržišnoj privredi.

Male, otvorene zemlje, poput Crne Gore, mnogo su izloženije promjenama spoljnotrgovinskih odnosa i fazama privrednih ciklusa od velikih i manje otvorenih zemalja. Privredni ciklusi mogu da se mijenjaju usljed različitih faktora koji se uglavnom sumarno dijele na eksterne i interne faktore. Među najpoznatije eksterne faktore mogu se ubrojati ratovi, razni politički i ekonomski nemiri, migracije, ekonomske sankcije, kolebanja berzanskih indeksa, politike velikih međunarodnih monetarnih institucija (poput IMF-a, ECB, EIB, EBRD-a i slično). Najznačajniji interni faktori bi bili ekspanzija i kontrakcija kredita, promjene u produktivnosti, različiti tipovi inovacija, i sl.

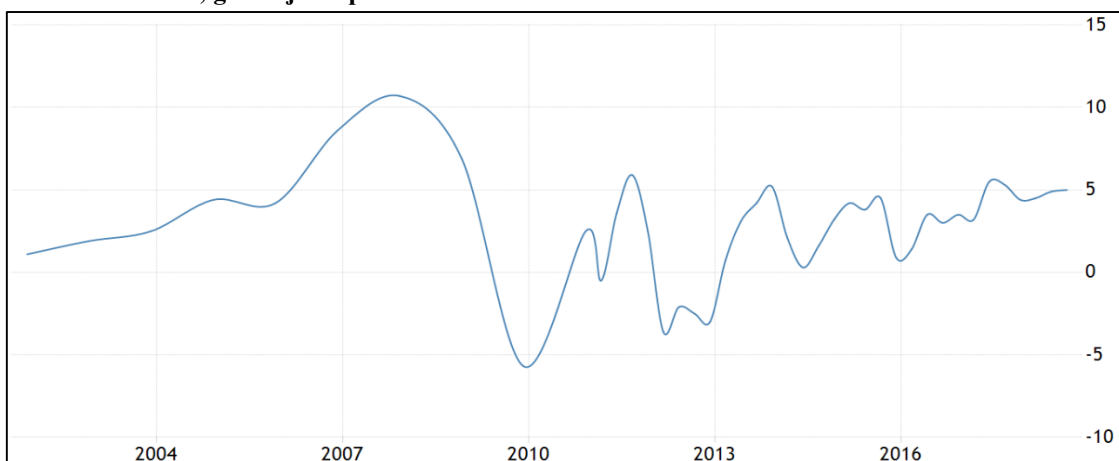
Crnogorska ekonomija, kao mala, unilateralno eurizovana i otvorena, podložna je u velikoj mjeri eksternim faktorima uticaja na privredni ciklus, njegove različite faze i

promjene, ali i na interne impulse koji se osjećaju u okviru njene ekonomije. Na srednji i dugi rok, orijentacija crnogorske ekonomije jeste ka prilivu investicija, od kojih se u najvećoj mjeri pažnja daje stranim direktnim investicijama, prije negoli portfolio investicijama, koje se ostvaruju ulaganjem u infrastrukturu (već pomenuta izgradnja auto-puta), turizam (brojni lanci i hotelski kompleksi na primorju, ali i sve veći broj investicija u razvoj sjeverne regije Crne Gore), te energetiku i poljoprivredu.

Nakon sticanja nezavisnosti 2006. godine Crna Gora je prošla kroz period naglog ekonomskog rasta i smanjenja siromaštva. Prema publikaciji Ministarstva finansija Crne Gore (2008), Crna Gora je 2007. godine (odmah po sticanju nezavisnosti) postala najbrže rastuća privreda koja nije zasnovala svoju ekonomiju na proizvodnji i preradi ulja. Zemlja je tada doživjela stabilizaciju koja je prethodno bila upitna upravo zbog političke nestabilnosti i pitanja nezavisnosti koje je bilo nerazriješeno i na taj način u prethodnom periodu stopiralo investicije i ostavljalo zemlju u statusu quo. U tom periodu investitori su pozitivno odreagovali na pitanja privatizacije i strukturnih reformi kroz koje je zemlja rapidno prolazila. Ono što je dodatno privuklo investicije u zemlju bile su i povlašćene poreske stope, okruženje koje je označeno kao „pro-biznis“ i iznad svega jasno definisana evropska perspektiva te, tada mlade, zemlje.

Kako je navedeno u izvještaju ministarstva finansija u tom periodu, investicije su ekspandirale dotad nezapamćenom brzinom i dosegle 30% BDP-a u 2006. godini, a zatim čak 40% BDP-a u 2007. godini podgrijavajući domaću agregatnu tražnju i stimulišući ekonomski rast. U ovom periodu komercijalne banke su učestalo finansirale privatni sektor, što je pomoglo finansiranju sve većeg uvoza dobara i usluga, koji je, kao što je detaljno objašnjeno u prethodnim poglavljima, bespoštedno vodio povećanju deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Sa sigurnošću se može tvrditi da je crnogorska privreda prošla kroz procikličnu fazu poslovnog ciklusa tada, na koji je uticao politički i socijalni faktor – obnove državne nezavisnosti. Ta faza privrednog ciklusa najbolje se, dakle, odrazila na rast BDP-a Crne Gore. Sa internet stranice *trading economics* preuzet je grafik kretanja BDP-a CG (u US\$) za period od 2004-2016. godine, na kome se vidi prethodno objašnjeni skok iz 2007. godine.

Grafikon 23, godišnja stopa rasta BDP-a Crne Gore



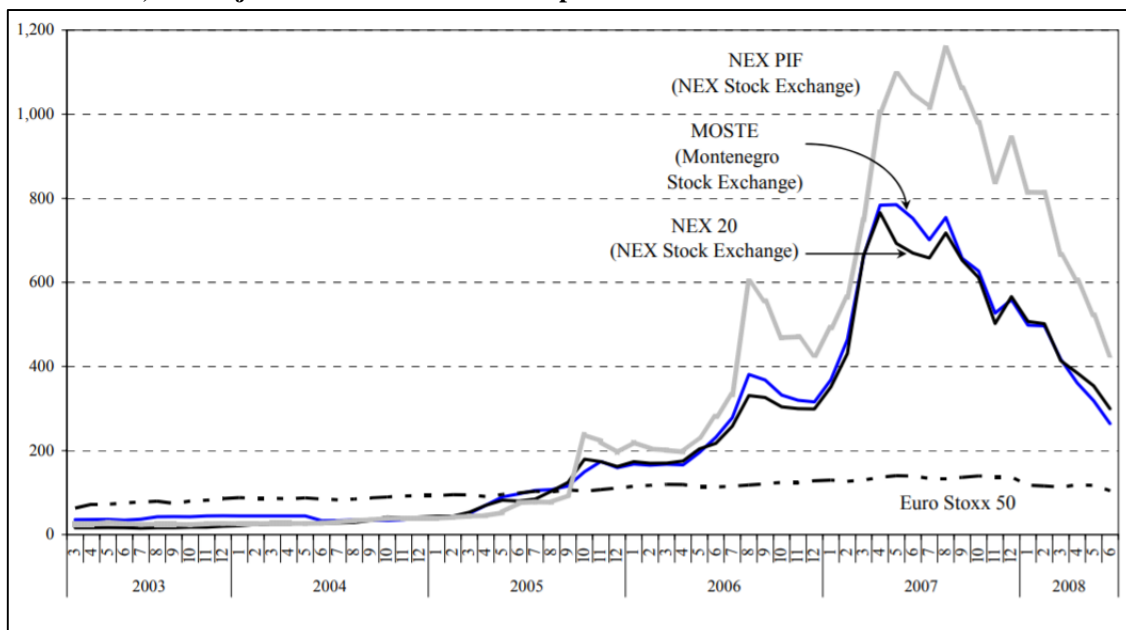
Izvor: Trading-economics, zvanična internet stranica

Pošto je bilo evidentno da taj rast ne bi mogao da se nastavi jednakim intenzitetom (banke ne bi mogle jednako „agresivno“ da kreditiraju privredu) čak i da nije paralelno došlo do rasplamsavanja i „*spill-over*“ efekta velike ekonomske recesije, došlo bi do usporavanja rasta BDP-a Crne Gore. Uz pojačavanje navedenim faktorima, kako se kaže u jednom navodu iz tog perioda „nakon inicijalnog privrednog buma uslijedio je period kraha, stagnacije i povećanja stope siromaštva. Nagli ekonomski rast zabilježen u periodu od 2000. do 2008. godine, podstaknut je velikim prilivom kapitala koji je stimulisao agregatnu tražnju i doveo do stalnog povećanja stope rasta, te do pada stope nezaposlenosti. Tokom perioda naglog rasta, dolazilo je do stalnog pada procenta domaćinstava koja se nalaze ispod linije siromaštva i do povećanja dohotka domaćinstava iz donjih 40 posto.“ To se takođe vidi na prikazu iznad.

Još u 2007. godini, Standard&Poor`s je zbog ogromnog nivoa kreditiranja privrede od strane komercijalnih banaka u Crnoj Gori označio tadašnji bankarski sistem Crne Gore kao „najrizičniji u regionu“. Kako je ekonomija zemlje počela da polako gubi momentum rasta, a njena izloženost prema inostranstvu je ostala nepromijenjena, strane banke su postajale sve opreznije u namjeri kreditiranja crnogorskih banaka. Da bi odgovorila na dešavanja u ekonomiji, u drugom dijelu 2007. godine Centralna banka Crne Gore uvela je mjere osnaživanja prudencionih racija. Stoga su crnogorske komercijalne banke bile ograničene kako sa strane ponude (otežno inostrano zaduživanje), tako i sa strane tražnje (privreda kojoj snaga sve više opada).

Nakon 2007. godine jedan od prvih signala slabljenja ekonomskog rasta bilo je, pored ostalih, i kretanje berzanskih indeksa koje je sve više opadalo (vidi grafikon 24).

Grafikon 24, Kretanje berzanskih indeksa CG u periodu 2003-2008.



Izvor: Publikacija CBCG

Prema prethodnom izvoru može se zaključiti da je period ekonomskog kraha i stagnacije, od 2009. do 2014. godine, podstaknut inicijalnim iznenadnim prekidom priliva kapitala — izazvanog međunarodnom finansijskom krizom, dok je opadajuća agregatna tražnja smanjila ekonomski output i tražnju za radnom snagom, što je dovelo do djelimičnog preokreta prethodno ostvarenog na polju smanjenja siromaštva.

Ono što je u 2013. godini uzrokovalo pad ekonomskog rasta i stagnaciju ekonomske aktivnosti je novi talas ekonomske recesije koji je zahvatio okruženje, a samim tim se prenio na izloženu crnogorsku ekonomiju.

Međutim, nakon 2013. godine, može se zapaziti stabilan rast ekonomske aktivnosti, uz povremene fluktuacije malih amplituda, koji je, osnažen investicijama, izražen i u 2018. godini. Godine 2015. započeta je izgradnja auto-puta, jednog od najvećih infrastrukturnih projekata u ovom dijelu Balkana, a svakako najveći za Crnu Goru, što nije povoljno uticalo samo na ekonomski rast (iako je pogoršalo stanje trgovinskog deficita pošto je zemlja morala da uvozi kako neophodne mašine, tako i sirovi materijal i polu-proizvode, ali i radnu snagu da bi nadomjestila činjenicu da ih ne proizvodi u svojoj zemlji, što je posljedično uveliko uticalo na povećavanje jaza između uvoza i izvoza), već i na potvrđivanje kreditnog rejtinga zemlje. Naime, Ministarstvo finansija Crne Gore, je za 2018. godinu objavilo da je kompanija Standard&Poor`s potvrdila kreditni rejting zemlje kao stabilan i dala ocjenu „B1“.

Na ovaj način je data svojevrsna podrška nastavku sprovođenja mjera ekonomske politike. Prema navođenju Ministarstva finansija, ali i prema ocjenama analitičara

pomenute agencije, crnogorski kreditni profil karakteriše „relativno visok potencijal u poređenju sa slično ocijenjenim zemljama, koji je osnažen investicijama u oblasti turizma i energetike koje podstiču ekonomski rast i ublažavaju eksterne pritiske. Kreditni potencijal Crne Gore, kako se dalje navodi, osnažen je i perspektivom pristupanja naše zemlje Evropskoj uniji koju prati snaženje institucija, kao i članstvom u NATO alijansi. Analitičari takođe očekuju da će srednjoročne mjere fiskalne konsolidacije koje je uvela Vlada dovesti do ublažavanja rasta javnog duga i stabilizovanja fiskalne pozicije Crne Gore u naredne dvije godine.“

U istom izvještaju se navodi kako se „stabilan izgled rejtinga ogleda u umjerenoj institucionalnoj i fiskalnoj snazi, kao i umjerenoj podložnosti riziku, dok se u domenu izazova navodi fiskalni uticaj realizacije auto-puta Bar-Boljare, te oslanjanje na strane izvore finansiranja.“

„Kreditni analitičari potvrdili su da Crna Gora ide u dobrom pravcu razvoja, procijenivši rast BDP-a za 4,3% u 2017. godini, zahvaljujući dobroj turističkoj sezoni i tekućim infrastrukturnim projektima. Takođe, ističu da je rast zaposlenosti povećan na 2,5% u odnosu na prošlu godinu, dok je stopa nezaposlenosti pala na 16,1%, a plate porasle za 2%. Sektor turizma zabilježio je rekordnu godinu sa posjetom 955.499 turista (+ 18.1% u odnosu na isti period prošle godine). Pozitivan uticaj na kreditni izgled Crne Gore u narednom periodu imaće nastavak sprovođenja mjera fiskalne konsolidacije i uspostavljanje stabilne opadajuće putanje javnog duga, napredak u pregovorima sa EU, kao i smanjenje obima potencijalnih obaveza koje proizilaze iz državnih garancija“ publikacija Ministarstva finansija Crne Gore (2008).

Može se zaključiti da je Crna Gora zbog prirode svoje otvorene i eurizovane ekonomije mnogo podložnija spoljnjim uticajima od mnogih zemalja regiona, ali i svijeta, i dalje pod prijetnjom nestabilnosti. Međutim, najveći dio ekonomskih turbulencija izazvanih internim faktorima (sticanje nezavisnosti) je iza nje. Faza kojoj trenutno Crna Gora svjedoči jeste faza opravka nakon ekonomske recesije, nastale odmah po ekonomskom bumu, i u narednoj fazi se očekuju pozitivne implikacije prethodno rađenih sistemskih promjena i reformi, investicija, ali i konsolidacije na polju finansija.

Što se tiče makroekonomskih projekcija Vlade Crne Gore za period 2019.-2021. godine koje su rađene u decembru 2018. godine predviđa se da će „model rasta ekonomije Crne Gore, u periodu 2019.-2021. godine ostati pod snažnim uticajem investicionog ciklusa, koji će imati dominantan uticaj na ekonomske tokove. Na kretanje ekonomske aktivnosti, uticaće takođe i mjere konsolidacije javnih finansija, kao i mjere usmjerene na optimizaciju državne uprave. Nediverzifikovanost crnogorske ekonomije u značajnoj mjeri ograničava multiplikativne efekte investicija. Vrijednosti investicija i uvoza su na rekordno visokom nivou, a osnovni scenario ima za pretpostavku da će se investicije zadržati na tom nivou, ali neće dalje značajnije rasti s obzirom na limitirane mogućnosti države za dalje zaduživanje i nisku raspoloživost domaće štednje za te namjene.

Polazeći od svega navedenog, prema osnovnom scenariju za Crnu Goru sadržanom u ovogodišnjem Programu ekonomskih reformi, godišnja stopa realnog ekonomskog rasta iznosiće 2,8% u 2019. godini, 2,3% u 2020. i 2,4% u 2021. godini. Prema scenariju nižeg rasta, prosječna godišnja stopa realnog ekonomskog rasta u periodu 2019-2021. je 1,73%.“

U pogledu fiskalnog okvira za isti period u publikaciji Vlade Crne Gore navodi se kako je osnovni cilj fiskalne politike u narednom srednjoročnom periodu „očuvanje održivosti javnih finansija, što uz odgovarajuće strukturne reforme i povoljan investicioni ambijent treba da garantuje intenziviranje rasta ekonomije. Shodno utvrđenom srednjoročnom okviru, glavni ciljevi strategije u oblasti javnih finansija u periodu 2019 – 2021. godine su:

- Projektovano smanjenje deficita u 2019. godini, nakon čega javne finansije prelaze u zonu suficita koji se ostvaruje u periodu 2020 – 2021. godine;
- Postepeno smanjenje javnog duga uz njegovo vraćanje u okvire od 60% u 2022. godini.

Program ekonomskih reformi za 2019-2021, sadrži nastavak mjera fiskalne konsolidacije sadržanih u Planu sanacije budžetskog deficita i javnog duga Crne Gore za period 2017-2021, i srednjoročnoj Fiskalnoj strategiji, koji se temelje na pretpostavci finansiranja tekuće potrošnje iz izvornih prihoda budžeta, uz projektovano ostvarenje suficita tekućeg budžeta. Shodno mjerama fiskalne konsolidacije sadržanim u navedenim dokumentima, Program ekonomskih reformi 2019-2021, prema osnovnom scenariju predviđa ostvarenje deficita javnih finansija od 2,2% BDP u 2019. i njegov prelazak u zonu suficita u 2020. godini u iznosu od 0,9% BDP.“

5.2 MONLEI indikator, zašto ga je nemoguće razviti na primjeru Crne Gore

Motiv istraživanja i pisanja radova kojima se pokušava predvidjeti privredni ciklus zemlje jeste nemogućnost određivanja zajedničkog sadržaoa uzroka nastanka promjene jednog poslovnog ciklusa privrede u drugi. Nazivajući ove uzroke promjene poslovnog ciklusa iz jednog u drugi disruptivnim efektima privrede, mnogi autori su se proslavili na način da su istraživali upravo ove suštinske uzroke kontrakcije ekonomske aktivnosti.

Jedan od najpoznatijih autora koji stvara na ovu temu svakako je Nassim Nicholas Taleb, koji je u svom djelu „Crni labud“ razvio cijelu teoriju, poznatu pod nazivom „teorija o Crnom labudu“ (eng. *Black Swan Theory*). Pomenuta teorija na adekvatan način sumira ono što je u suštini potrebno da bi jedan događaj bio disruptivan za ekonomiju: da događaj karakteriše (Taleb, 2007) „rijetkost, izuzetan značaj i retrospektivna (iako ne i perspektivna) predvidljivost“. Ovaj autor je pokušao da, na inoviran način, prođe u srž naizgled nepredvidivih događaja koji kreiraju ekonomske fluktuacije i, između ostalog, definiše načine na koje ih je moguće anticipirati. Ali nijedan autor, koliko je poznato autorki ovog rada, nije do sada uspio da na adekvatan, ekonometrijski prihvatljiv način, odgonetne i tačno predvidi tok budućih ekonomskih ciklusa na osnovu trenutnih performansi ekonomije zemlje koju posmatra.

Vremenski adekvatna identifikacija privrednih ciklusa važan je preduslov održavanja zdravlja i stabilnosti ekonomije jedne zemlje ponajviše zbog toga što bi, ukoliko je to moguće postići, bilo omogućeno kreatorima makroekonomskih odluka zemlje da se na adekvatan način „pripreme“ za promjenu poslovnog ciklusa i posljedično osjete manje i/ili ublažene posljedice adaptacije na novi poslovni ciklus.

Predviđanjem kretanja poslovnih ciklusa i njihovim predviđanjem bavili su se naučnici Kamenkovićeve i Grubišića (2013) za primjer Srbije kao i Rašić, Bakarić, Tkalec i Vizek (2011) za primjer Hrvatske.

Metodologija na kojoj se bazira rad Kamenkovićeve i Grubišića (2013) u suštini se oslanja na rad Rašića, Bakarića, Tkaleca i Vizekove (2011). U radu Rašića, Bakarića, Tkaleca i Vizekove (2011) prezentovana je metodologija i kreiran tzv. CROLEI indeks čija je svrha nagovještavanje tačke zaokreta poslovnog ciklusa i kretanja realne ekonomske aktivnosti u Republici Hrvatskoj.

Tačke zaokreta ciklusa se određuju korišćenjem filtrirane serije vjerovatnoće ulaska u recesiju izračunate primjenom modela Markovljevih lanaca, dok se odabir komponenti indeksa sprovodi testovima značajnosti koeficijenata korelacije i ocjenom logit modela.

Metološki, SERLEI indeks dobijen je na sljedeći način. Metodologija izrade CROLEI indeksa, (koja je svoju primjenu našla i za SERLEI indeks) se sastoji iz četiri faze:

I - Određivanje vjerovatnoća prelaska iz faze recesije u fazu ekspanzije (na bazi indeksa industrijske proizvodnje);

II - Identifikacija makroekonomskih varijabli čija je dinamika najintenzivnije korelisana sa docnjama dinamike BDP-a;

III - Analiza korelacije između dinamike kretanja varijabli identifikovanih u fazi II sa vjerovatnoćama izračunatim u fazi I i selekcija najintenzivnije korelisanih varijabli;

IV - Izračunavanje vrijednosti CROLEI indeksa na bazi selektovanih ekonomskih varijabli iz faza II i III.

Implementacija prve faze u izračunavanju indikatora poslovnih ciklusa privrede zasniva se na modelu Markovljevih lanaca, odnosno stohastičkog procesa koji karakteriše takozvano „odsustvo memorije“ – realizacija vrijednosti stohastičkog procesa u narednom trenutku zavisi samo od prethodno realizovane vrijednosti. U ovom slučaju, za ocjenu modela korišćen je algoritam Perlina (2012) i korespondentni MATLAB programski kod. Neophodno je dobiti ocjene parametara modela, za prve difference mjesečnih desezoniranih vrijednosti indeksa industrijske proizvodnje na uzorku koji se analizira, kao i pripadajuću matricu ocijenjenih vjerovatnoća prelaza iz stanja ekspanzije u stanje recesije. Ovo ujedno čini i najkompleksniji dio ekonometrijske analize (kreiranje koda).

Što se tiče druge faze koju su sproveli Kamenkovićeve i Grubišić (2013), ona je ta koja čini prepreku za kreiranje MONLEI indeksa. Naime, originalna CROLEI metodologija testira 278 varijabli, ali u slučaju Srbije samo 89 serija podataka je bilo dovoljno dugo ili dovoljno frekventno da bi bile upotrebljive. Dakle, za svaku od 11 kategorija u navedenom radu nabrojane su korišćene varijable, sa informacijom za svaku od navedenih varijabli da li je potrebno desezoniranje, deflacioniranje ili interpolacija (u E-views programu).

U fazi dva za ekonomiju Crne Gore nije bilo moguće pronaći ni približan broj varijabli koje su ispitivane za ekonomiju Srbije. Takođe, vremenske serije onih varijabli koje je bilo moguće naći, nijesu bile dovoljno dugačke da bi manipulacija takvim podacima dala rezultate ekonometrijskog istraživanja koji bi sa sobom nosili visok stepen ekonomskog značaja i služili kao preporuka za vođenje ekonomske politike u dijelu spovođenja procikličnih ili kontracikličnih politika u okviru poslovnih ciklusa. Kako je za ekonomiju Srbije samo 89 serija podataka bilo dostupno za obradu i analizu, u poređenju sa hrvatskim primjerom, kredibilnost i relevantnost rezultata istraživanja pri određivanju SERLEI indikatora mogli bi biti dovedeni u pitanje. Ipak, to istraživanje i njegovi rezultati od izuzetnog su značaja za ekonomiju Srbije pošto je navedeno istraživanje prvo takvog karaktera za ekonomiju ove zemlje.

Imajući u vidu da je broj varijabli modela korišćenih za dobijanje CROLEI indikatora bio 278, dok je taj broj u slučaju SERLEI indikatora bio 89, za ekonomiju Crne Gore broj varijabli koje je bilo moguće dobiti i obraditi je bio 24. Varijable koje mjere različite aspekte ponašanja privrede Crne Gore do kojih je autorka došla imaju jako kratak vremenski period u toku kog su mjerene (kratke vremenske serije). Iako je to loša

vijest za potencijalno istraživanje i determinisanje MONLEI indikatora, važno je napomenuti kako će u budućnosti ova situacija za ekonomiju Crne Gore biti povoljnija pošto su odjeljenja najvažnijih institucija koje se bave mjerenjem i prikupljanjem ovih podataka na nacionalnom nivou (poput Monstata, Centralne banke Crne Gore i Ministarstva finansija) pristupila procesima inovacije i modernizacije statističkih analiza i procedura prikupljanja podataka.

Pošto broj inicijalnih varijabli za sada ne bi dobro opisao model (pošto čini svega 8,6% u odnosu na broj prikupljenih varijabli za ekonomiju Hrvatske i 26,9% prikupljenih varijabli za ekonomiju Srbije), smatra se da bi sprovedeno istraživanje imalo pogrešne implikacije i zaključke i samim tim ne bi doprinijelo stvaranju dodatne vrijednosti ovog naučnog istraživanja.

Ipak, iako je autorka rada već u ovoj fazi (prikupljanja podataka) naišla na ozbiljne istraživačke probleme, važno je detaljno objasniti cjelokupan proces u ostalim fazama istraživanja iz razloga što predstavlja teorijsku podlogu za potencijalno buduće istraživanje na ovu temu.

Nakon prethodno objašnjenih koraka testira se korelisanost između kretanja indeksa industrijske proizvodnje i docnji (od pomaka od jednog do pomaka od 12 mjeseci unazad) ekonomskih varijabli koje su dobijene u prethodnoj fazi. Na bazi korelacione analize, selektuju se varijable, čije su varijable sa docnjom najbolje korelisane sa dinamikom industrijske proizvodnje.

U trećoj fazi, analizira se korelacija docnji i dinamika makroekonomskih varijabli i vjerovatnoća da privredni ciklus bude u stanju ekspanzije, odnosno recesije. U skladu sa metodologijom CROLEI, vjerovatnoće prelaska ocijenjene modelom u fazi I su transformisane tako što je svakoj vjerovatnoći manjoj, odnosno većoj od 0.5 dodijeljena vrijednost 0, odnosno 1. Na taj način je dobijena binarna vremenska serija pogodna za logit modeliranje.

Regresioni koeficijenti su ocijenjeni metodom Newton-Raphson numeričke optimizacije u MS Excelu, na bazi programskog VBA (Visual Basic for Application) napisanog u tu svrhu nako čega ponovo je neophodno kreiranje koda.

U posljednjoj fazi, na bazi ukrštanja analiza iz faze II i faze III, selektovano je 16 varijabli koje imaju najbolja svojstva u kontekstu nagovještavanja budućeg trenda kretanja indeksa industrijske proizvodnje, odnosno BDP-a. Na bazi ovih varijabli, odnosno njihovih docnji, konstruisan je indikator za predviđanje zaokreta privrednih ciklusa. U procesu selekcije korišćena su četiri kriterijuma:

- Kriterijum docnje,
- Kriterijum logit p-vrijednosti,
- Kriterijum eliminisanja „outliera“, i
- Kriterijum jedne varijable.

Primjenom ovih selekcionih kriterijuma, od prvobitne liste varijabli korelacija dobijena je lista od 16 varijabli na osnovu kojih je konstruisan indikator.

Kao i za neke druge elemente istraživanja u ovom doktorskom radu, prepreke na koje je autorka naišla u pogledu nedovoljnog broja varijabli i nedovoljne dužine vremenskih serija, sa jedne strane čine objektivnu opstrukciju za kreiranje MONLEI indikatora za predviđanje poslovnih ciklusa privrede Crne Gore. Međutim, prezentacijom aktuelnih poslovnih ciklusa crnogorske privrede i detaljnim pojašnjenjem metodologije izrade CROLEI i SERLEI indeksa koje su kreirale zemlje u okruženju, ne bi li se došlo do odgovora na isto pitanje, u suštini je ova oblast dodirnuta na način da je započet teorijski rad u pravcu kreiranja ovog ili sličnog indeksa.

Objektivni uslovi da se istraživanje u pogledu kreiranja MONLEI indeksa nastavi mogu se smatrati stečenim tek kad statistička podloga (u vidu broja vremenskih serija i dužine istih) bude makar približno opširna koliko je to slučaj bio u kreiranju SERLEI i CROLEI indikatora. Pozitivan je signal činjenica da Monstat i Centralna banka Gore Gore već proširuju statističke baze i smatra se da će se već kroz nekoliko godina steći povoljniji uslovi za sprovođenje pomenutog istraživanja.

Međutim, moguće je na drugi način pristupiti davanju odgovora na pitanje koje se nalazi u naslovu samog rada – na koji način tokovi kapitala utiču na makroekonomsku stabilnost, pa samim tim i rast Crne Gore. Davanjem odgovora na ova pitanja, koja su obrađena u nastavku poglavlja, posredno je moguće dati određeni zaključak i o kretanjima poslovnih ciklusa u ekonomiji Crne Gore.

5.3 Kratkoročni i dugoročni efekti tokova kapitala na rast bruto domaćeg proizvoda

Adaptirani model kojim su određeni kratkoročni, ali i dugoročni efekti tokova kapitala na BDP nalazi se u sljedećim redovima.

Definicije varijabli koje su korišćene u modelu su sljedeće:

- RGROWTH: Realni BDP rast (eng. *Real GDP Growth*)
- FINPORTN: Finansijski račun, portfolio investicije, ukupno u EUR (eng. *Financial Account, Portfolio Investment, Total, EUR*)
- FDIMNEN: Crnogorski finansijski račun, direktne investicije, Ukupno u EUR (eng. *Montenegro Financial Account, Direct Investment, Total, EUR*)
- CAPFINN: Kapitalni i finansijski račun (eng. *Capital and Financial Account, Total, EUR*)
- EURORINTQ: Realna kamatna stopa EU(eng. *Europe real interest rate-EONIA*)

Zavisna varijabla modela je realni rast BDP-a (RGROWTH), a metod određivanja tokova kapitala na BDP je ARDL ekonometrijsko modeliranje, opet iz razloga navedenih u poglavlju broj dva, u kojem su određene kratkoročne i dugoročne determinante deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Naime, u ovom dijelu rada, a sve u funkciji određivanja odgovora na naslov samog rada “međuzavisnosti makroekonomske stabilnosti zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima na primjeru Crne Gore”, sprovedena je ekonometrijska studija u kojoj je dat ekonometrijski odgovor na pitanje kakvi su to uticaji tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore i njen rast analizirajući sami rast BDP-a Crne Gore. To je učinjeno primjenjujući ARDL (Autoregressive Distributed Lag) metod modeliranja, za period od prvog kvartala 2012. godine do drugog kvartala 2018. godine, što čini period (za neophodne varijable) u kojem su dostupni podaci za ekonomiju Crne Gore.

Broj opservacija koji je bio uključen u ovaj ekonometrijski proračun (nakon prilagođavanja dvije opservacije) je 26.

Kao što je i u prethodnom dijelu rada (u kojem je obrađivano ekonometrijsko istraživanje) rečeno, mora biti naglašeno i ovdje – ARDL metodologija ne zahtijeva da sve varijable budu stacionarne na I nivou odnosno da budu I(1) poput “Johansen framework” metodologije.

Na osnovu ARDL modela, koristeći euro kamatnu stopu kao egzogenu varijablu, dokazan je signifikantan uticaj tokova kapitala na rast BDP-a Crne Gore.

Zavisna varijabla modela koji je prezentovan je, kao što je navedeno, rast BDP-a Crne Gore.

Dinamički regresori modela sa četiri lega su u modelu:

- Finansijski račun, Portfolio investicije ; Ukupno u EUR (eng. *Financial Account, Portfolio Investment, Total, EUR*);
- Crnogorski finansijski račun, direktne investicije, ukupno u EUR (eng. *Montenegro Financial Account, Direct Investment, total, EUR*),
- Kapitalni i finansijski račun (eng. *Capital and Financial Account, total, EUR*)

Fiksni regresor čini EURORINTQ C: Realna kamatna stopa EUR (eng. *Europe Real Interest Rate-EONIA*⁶) tj. euro kamatna stopa.

U modelu je prvo neophodno bilo ustvrditi poredak integrisanosti varijabli i stoga je i korišćen ARDL model, zbog mnogobrojnih prednosti u odnosu na druge modele posebno u pogledu prisustva I(0) ili I(1) varijabli, gdje proizvodi veoma konzistentne rezultate na malom uzorku i ne “pati” od problema endogenosti.

Važno je ponoviti ono što je već istaknuto u poglavlju broj dva, u dijelu ekonometrijskog određivanja determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, da je po mišljenju autorke rada, od izuzetnog naučnog značaja korišćenje ARDL modela na primjerima ekonometrijskog proučavanja određenih ekonomskih odnosa u ekonomiji Crne Gore. Razlog za takav zaključak je sljedeći: vremenske serije koje je moguće obezbijediti za ekonomiju Crne Gore su prilično kratke, jer neka, iako ne i sva zvanična statistička mjerenja na državnom nivou potiču od perioda sticanja nezavisnosti (21. maj 2006.), do najskorijeg mogućeg dostupnog podatka (2018. godina i to ne za sve varijable i vremenske serije), što čini sve potencijalne vremenske serije koje je moguće uzeti u obzir prilikom kreiranja modela dugim najviše 12 godina.

Imajući u vidu da je jedno od opšteprihvaćenih pravila kvantitativnih ekonomskih nauka da uzorak mora biti sastavljen od minimum 30 iteracija kako bi bio dovoljno veliki da

se njegovom obradom može doći do statistički značajnih zaključaka, jasno je kako će u slučaju analize crnogorske ekonomije svaki naučnik naići na problem u obradi, ali i sakupljanju podataka. Stoga je preporuka autorke upravo da za što je više moguće modela i proračuna, bili oni ekonometrijski, statistički ili drugi, bude korišćen upravo ARDL model.

Važno je, takođe istaći da je za veliki broj naučnih radova koji su rađeni u prethodnom periodu sa ciljem istraživanja ponašanja i odnosa nekih ekonomskih varijabli ekonomije Crne Gore, korišćen metod ekstrapolacije i izvlačenja podataka iz baza podataka koje su postojale za tadašnju ekonomiju Srbije i Crne Gore. Nijedan model prezentovan u ovom radu nije urađen oslanjajući se na takve varijable, zbog ocijenjenog velikog stepena greške koja bi mogla da se pojavi analizom iz modela. Sa jedne strane, ekstrapolacija podataka na prethodno objašnjeni način dovela bi do povećanja jedinica uzorka i veći broj modela bi bio primjenjiv za objašnjevanje ranije pomenutih ponašanja i odnosa nekih ekonomskih varijabli ekonomije Crne Gore. Sa druge strane, rezultati dobijeni iz takvih modela, prema mišljenju autorke, sadržali bi i sadrže statistički i još važnije, ekonomski, diskutabilne rezultate koje je potrebno tumačiti uz veliku dozu opreza i uz mnogo dodatnih objašnjenja i otvorenih pitanja.

Stoga, sva modeliranja i objašnjenja proistekla iz cjelokupnog rada rađena su na osnovu zvanično dostupnih podataka za ekonomiju Crne Gore od 2006. godine naovamo, i da bi se “izborili” sa kratkim vremenskim serijama korišćen je ARDL model (koji svoju sve veću primjenu i značaj doživljava upravo u posljednje dvije do tri decenije) kao izvstan izbor koji nudi najbolje dostupno rješenje za navedeni statistički problem.

Potrebno je prije određivanja samog modela i postavljanja hipoteza odrediti nivo integracije svih varijabli koje su uključene u model, a prije toga prezentovati tabelu koja je izvor podataka za navedeni model.

Tabela 28, vremenske serije korišćenih varijabli u modelu

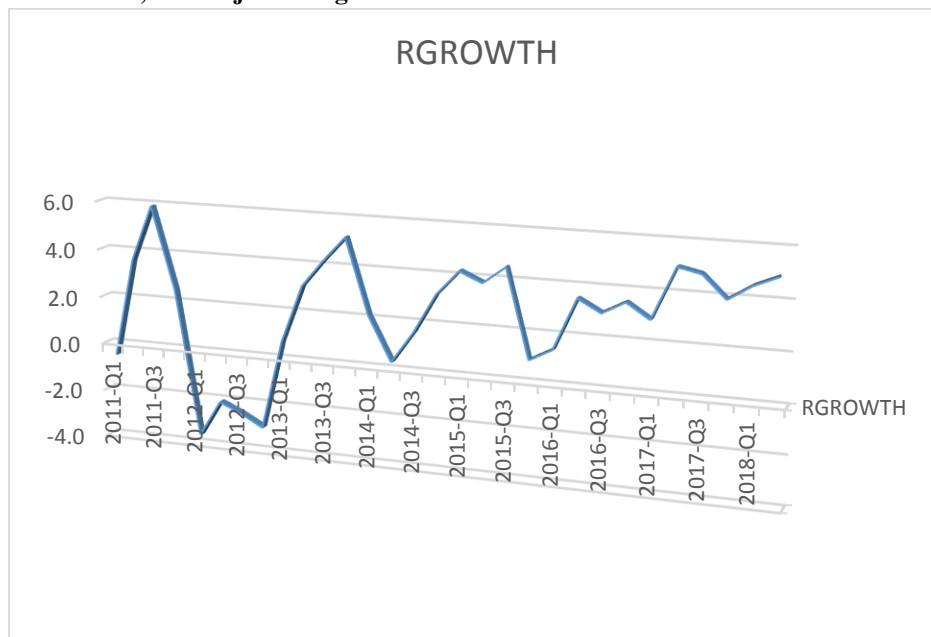
Godina	FDIMNEN	CAPINN	CADMNEN	FINPORTN	NGDP	RGDP	NGROWTH	RGROWTH	IOGROWTH	RCADGDP	REER	TTQ	EURORINT Q	PSGDPQ	PUBSGDPQ
2011-Q1	116.1061	128.2495	-167.1770	-0.8767	624,378	623,111	-0.3	-0.5	-0.5	26.77	98.8737	113.80	0.97	34.28	8.80
2011-Q2	67.4794	156.9069	-222.4412	161.5208	773,548	751,925	6.6	3.6	3.6	28.76	96.0033	108.73	1.36	34.71	7.94
2011-Q3	87.6458	4.3522	142.4523	-4.7853	1,056,753	1,020,639	9.7	5.9	5.9	-13.48	96.2243	108.90	1.13	37.63	7.41
2011-Q4	117.8731	261.3902	-235.2638	-7.2241	810,103	830,307	0.02	2.5	2.5	29.04	97.7482	99.97	0.79	36.93	7.04
2012-Q1	66.9675	148.9830	-212.5460	-2.6941	601,355	602,198	-3.7	-3.6	-3.6	35.34	100.6741	93.37	0.38	36.90	6.97
2012-Q2	86.3172	128.7069	-227.8329	1.8385	755,589	757,246	-2.3	-2.1	-2.1	30.15	101.1108	93.07	0.35	37.39	7.20
2012-Q3	170.0227	-36.6180	188.6798	-1.9318	1,035,808	1,030,333	-2.0	-2.5	-2.5	-18.22	101.0219	92.33	0.11	40.88	7.57
2012-Q4	138.2832	217.3543	-234.4411	-21.9093	788,726	786,077	-2.6	-3.0	-3	29.72	100.5020	98.60	0.10	41.17	7.77
2013-Q1	65.5345	149.2476	-172.2468	-8.3492	637,774	605,788	6.1	0.7	0.7	27.01	100.1107	101.70	0.09	38.80	5.41
2013-Q2	89.6246	113.4925	-197.8665	1.5069	788,140	779,112	4.3	3.1	3.1	25.11	99.2029	97.60	0.14	37.94	6.08
2013-Q3	120.4594	-97.7717	215.8066	-20.2467	1,101,898	1,079,546	6.4	4.2	4.2	-19.58	99.5784	96.67	0.14	41.42	6.78
2013-Q4	48.2601	205.3256	-228.7074	69.0805	834,668	829,940	5.8	5.2	5.2	27.40	100.6761	93.23	0.32	40.09	7.11
2014-Q1	78.9191	110.1726	-162.1171	-0.5539	663,637	651,052	4.1	2.1	2.1	24.43	99.9553	92.37	0.39	38.81	6.68
2014-Q2	76.7748	71.4616	-237.9898	145.3542	800,422	790,484	1.6	0.3	0.3	29.73	98.7154	98.90	0.39	38.71	7.06
2014-Q3	105.4543	-99.2453	187.1317	-34.7384	1,125,016	1,119,136	2.1	1.6	1.6	-16.63	98.8932	110.63	0.16	41.14	7.78
2014-Q4	92.7920	173.9438	-216.1542	-25.6759	868,847	861,785	4.1	3.2	3.2	24.88	101.5980	116.80	0.12	41.81	8.16
2015-Q1	84.8530	110.1132	-172.0858	405.5218	686,296	691,743	3.4	4.2	4.2	25.07	102.1878	116.53	0.07	39.13	8.20
2015-Q2	98.9809	85.3767	-266.6081	-64.3537	859,338	831,149	7.4	3.8	3.8	31.02	101.0798	104.70	-0.06	40.04	8.57
2015-Q3	340.7041	-115.2398	292.0183	-145.8933	1,189,223	1,176,015	5.7	4.5	4.5	-24.56	100.8623	93.13	-0.11	43.41	9.33
2015-Q4	94.7363	169.2366	-254.9991	-78.9997	919,654	876,253	5.8	0.9	0.9	27.73	102.4242	89.00	-0.13	44.80	10.02
2016-Q1	69.9586	112.8524	-270.0461	213.1306	732,008	696,171	6.7	1.4	1.4	36.89	102.5758	91.20	-0.25	39.84	10.28
2016-Q2	85.3456	193.4539	-368.1090	-171.7847	921,711	889,385	7.3	3.5	3.5	39.94	101.4973	97.40	-0.32	39.88	10.69
2016-Q3	126.5864	-78.0858	262.8549	-29.2449	1,290,226	1,224,493	8.5	3.0	3	-20.37	101.1493	100.67	-0.33	43.19	11.58
2016-Q4	89.6770	300.6080	-266.6744	-16.5401	1,010,267	952,245	9.9	3.5	3.5	26.40	103.0480	105.43	-0.33	44.16	11.68
2017-Q1	101.8506	246.7281	-290.4438	1.3639	777,329	753,518	6.2	2.9	2.9	37.36	102.8721	109.77	-0.35	40.25	10.84
2017-Q2	118.7077	186.6753	-276.0089	9.0505	992,611	967,693	7.7	5.0	5	27.81	101.2076	109.67	-0.35	41.19	10.42
2017-Q3	91.0633	-133.2923	251.2438	3.2098	1,391,739	1,352,616	7.9	4.8	4.8	-18.05	100.8507	107.57	-0.35	44.62	11.15
2017-Q4	172.7108	375.9019	-376.4889	12.5835	1,074,844	1,049,422	6.4	3.9	3.9	35.03	102.3732	105.60	-0.31	46.15	11.69
2018-Q1	50.7902	151.0998	-304.8534	5.3438	832,652	812,586	7.1	4.5	4.5	36.54	104.3121	101.53	-0.35	44.70	11.67
2018-Q2	102.8321	261.8322	-309.2788	111.9795	1,077,984	1,041,682	8.6	4.9	4.9	28.61	105.6031	103.30	-0.36	46.03	11.39

Izvor: Monstat, Ministarstvo finansija Crne Gore, Centralna banka Crne Gore i World Data Bank

Obojene kolone (kolone iz prvog reda u žutoj boji) u tabeli broj 28 predstavljaju varijable koje su ispitivane modelom da bi se na osnovu njih došlo do odgovora postavljenog u uvodnom dijelu ovog dijela poglavlja.

Prije određivanja uticaja determinanti modela na zavisnu promjenljivu modela, prikazano je kretanje kroz kvartale posmatranih godina zavisne varijable (realnog rasta BDP-a Crne Gore) na grafičkom prikazu broj 25.

Grafikon 25, Kretanje realnog rasta BDP-a Crne Gore

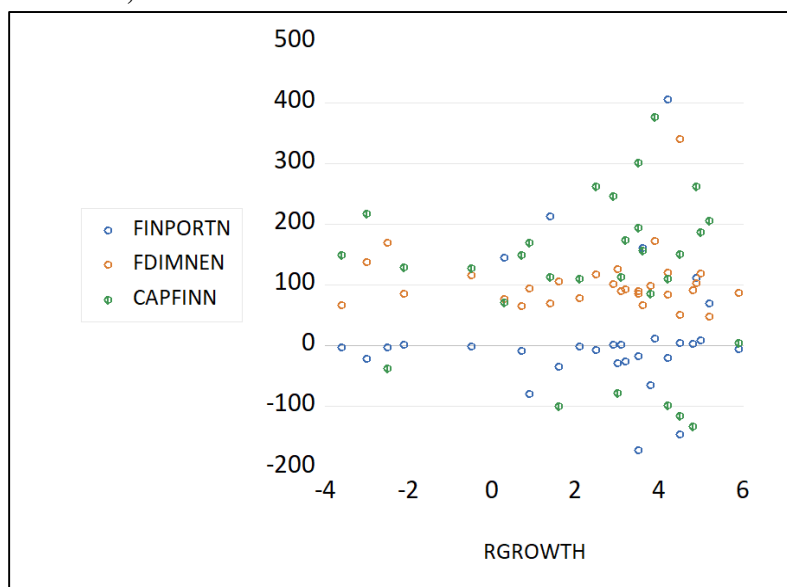


Izvor: Kalkulacija autorke

Fluktuacije ekonomskog rasta Crne Gore, visoko su korelisane sa svjetskim ekonomskim fluktuacijama, jer su se posljedice ekonomske krize u vidu “*spill-over*” efekta prenosile na Crnu Goru, što to se sa grafika dobro vidi, i to najbolje u periodu između 2011. i 2013. godine (pošto podaci iz tabele iznad sežu tek od 2011. godine, a ne ranijeg perioda).

Takođe, prije pristupanja ekonometrijskom modelu, iz tabele broj 28 je u E-views softverskom sistemu izrađen takozvani *scatter plot*, koji je prezentovan ispod teksta u vidu grafikona broj 26.

Grafikon 26, Scatter Plot

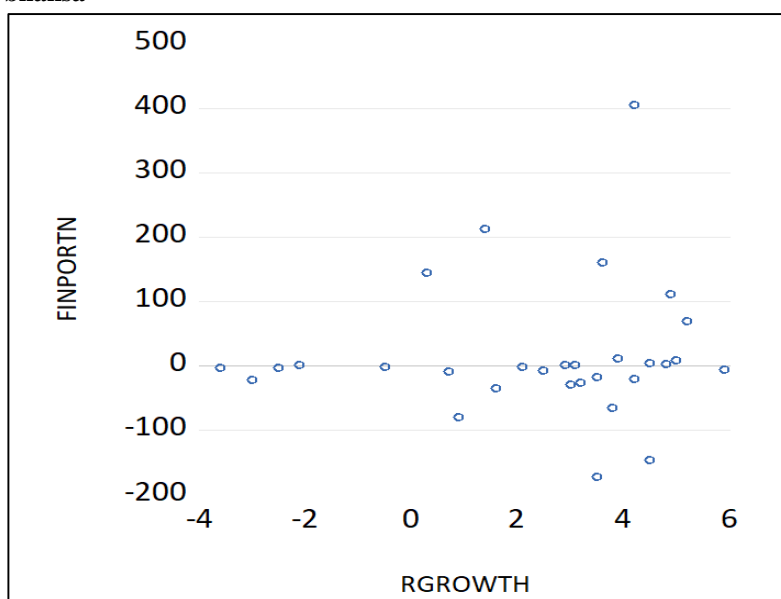


Izvor: Kalkulacija autorke

Scatter Plot je statistička alatka na kojoj se dvodimenzionalno prezentuju vrijednosti jedne ili više varijabli na y osi (u ovom slučaju FINPORTN, FDIMNEN, CAPFINN) i varijable na x osi (u ovom slučaju RGROWTH). *Scatter plot* se koristi da se vizuelno utvrdi koliko su pojedine varijable međusobno korelisane.

Pošto je teško posmatrati korelaciju više varijabli u odnosu na samo jednu (u ovom slučaju u odnosu na ekonomski rast) u nastavku su prezentovani zasebni *scatter plotovi* međusobne korelacije svake od varijabli sa y ose u odnosu na ekonomski rast.

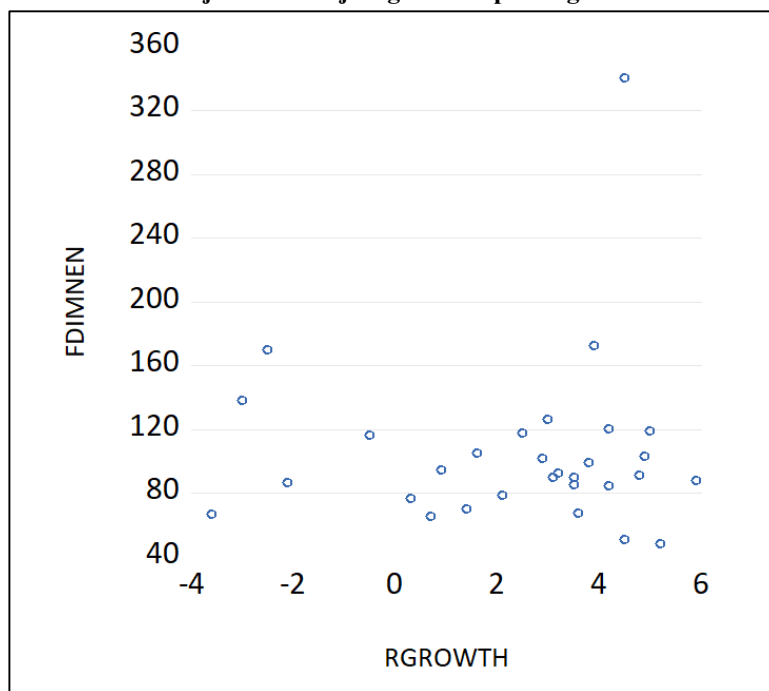
Grafikon 27, Scatter plot, korelisanost realnog rasta BDP-a CG i portfolio investicija sa finansijskog računa platnog bilansa



Izvor: Kalkulacija autorke

Samo posmatranjem grafikon 27, jasno je da je međusobna korelacija navedenih varijabli linearna, što je već sad od pomoći prilikom kasnijeg ekonometrijsko-matematičkog podupiranja rezultatima ARDL modela iste tvrdnje.

Grafikon 28, Scatter plot, korelisanost realnog rasta BDP-a CG i direktnih investicija sa finansijskog računa platnog bilansa



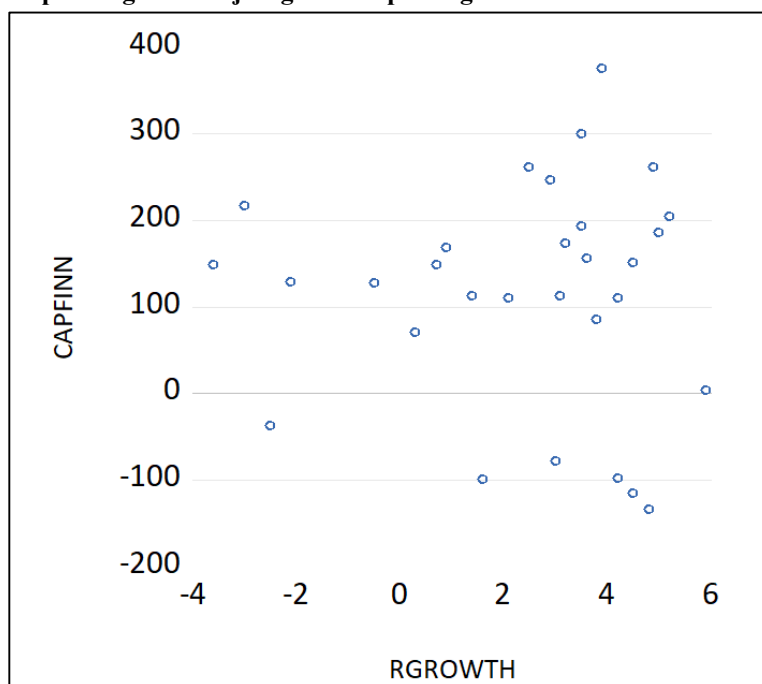
Izvor: Kalkulacija autorke

I sa grafikona 28 može se jasno zaključiti kako postoji međusobna korelacija između dvije posmatrane varijable (što će takođe biti ispitano i modelom koji slijedi), iako manje jasno vidljiva u odnosu na prethodni prikaz.

Na kraju, urađen je posljednji *scatter plot* međusobne korelisanosti vrijednosti varijabli realnog rasta BDP-a i kapitalnog i finansijskog računa platnog bilansa Crne Gore.

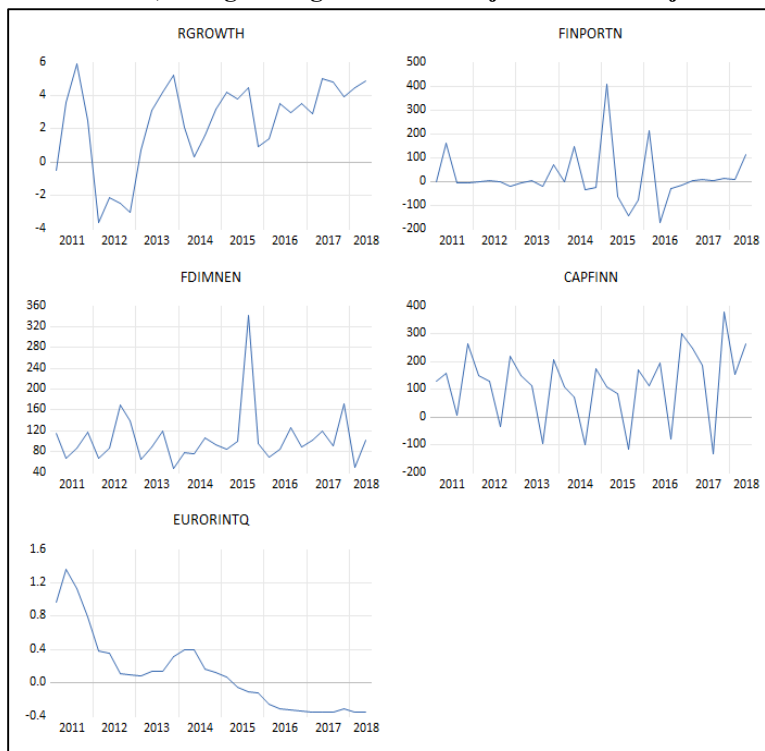
Kategorički grafikoni za svaku od varijabli pojedinačno prezentovani su u narednom sumarnom grafikonu broj 30, na kojem se vidi kretanje svake od varijabli kroz vrijeme.

Grafikon 29, Scatter plot, korelisanost realnog rasta BDP-a CG i kapitalnog i finansijskog računa platnog bilansa



Izvor: Kalkulacija autorke

Grafikon 30, Kategorički grafikon kretanja svake od varijabli iz modela



Izvor: Kalkulacija autorke

Na grafikonu 30, jasno se vidi kako se kretanja iz direktnih investicija i portfolio investicija preslikavaju na ekonomski rast.

Neka za primjer posluži nagli rast investicija u 2015. godini (ovo se najvjerojatnije odnosi na auto-put Bar-Boljare čija je izgradnja počela upravo te godine) i kako se taj rast investicije pozitivno odrazio na ekonomski rast Crne Gore. Pad nakon njega objašnjiv je vraćanjem na prethodni nivo investicija, ali ekonomski rast prati takav pad, iako zbog multiplikatornog efekta te investicije na cijelu ekonomiju zemlje, ostaje na višem nivou nego u prethodnom periodu.

Na samom kraju, prije prezentacije modela, prikazana je sumarna tabela broj 29 koja sadrži deskriptivnu statistiku varijabli koje su korišćene u modelu i na kojoj se vidi, za svaku varijablu ponaosob, njen modus, medijanu, maksimum, minimum, standardnu devijaciju i ostalo.

Tabela 29, Deskriptivna statistika varijabli

	RGROWTH	FINPORTN	FDIMNEN	CAPFINN	EURORINTQ
Mean	2.383333	16.85609	105.2437	116.7737	0.113867
Median	3.150000	-1.404230	91.92766	138.8449	0.090667
Maximum	5.900000	405.5218	340.7041	375.9019	1.362667
Minimum	-3.600000	-171.7847	48.26011	-133.2923	-0.355333
Std. Dev.	2.580308	106.8971	53.28680	129.4597	0.463214
Skewness	-0.943819	1.706842	3.022977	-0.416082	1.094381
Kurtosis	2.905660	7.436501	13.90593	2.581511	3.613977
Jarque-Bera Probability	4.465097 0.107255	39.16974 0.000000	194.3660 0.000000	1.084537 0.581428	6.459558 0.039566
Sum	71.50000	505.6827	3157.310	3503.212	3.416000
Sum Sq. Dev.	193.0817	331382.5	82345.00	486034.3	6.222455
Observations	30	30	30	30	30

Izvor: Kalkulacija autorke

Pored toga što je čitaocu sa elementarnim znanjem o statistici i ekonometriji jednostavno tumačiti elemente tabele koja prikazuje deskriptivnu statistiku kao što su: modus, medijana, maksimum, minimum, možda je važno pomenuti, da, recimo vrijednost standardne devijacije označava volatilnost same varijable. Dakle, što je veća vrijednost standardne devijacije, to je veća volatilnost varijable.

Sudeći po rezultatima iz tabele iznad, može se zaključiti kako je najveća volatilnost kapitalno-finansijskog računa, koje prati sljedeća po visini volatilnosti – portfolio investicije, dok su direktne investicije mnogo manje volatilne. Prirodno je u odnosu na posmatrane varijable da će kamatna stopa EUR-a biti najmanje volatilna varijabla.

Nakon određivanja nivoa integrisanosti varijabli ARDL model se koristi za određivanje uticaja tokova kapitala na rast BDP-a Crne Gore.

Potrebno je napomenuti da zbog objašnjenog izmijenjenog pristupa ekonometrijskom istraživanju u odnosu na postojeće naučne objave u oblasti istraživanja na primjeru ekonomije Crne Gore, rezultati koji proističu iz ovog istraživanja nose veći stepen naučnog značaja i, u globalu, kredibiliteta samog istraživanja i u tom smislu pružaju svoj doprinos naučnom istraživanju ove oblasti na primjeru Crne Gore.

Takođe, pošto je poznato da je jedna od osnovnih podjela ekonometrijskih modela na one sa ili bez docnje, odnosno na statičke i dinamičke, uskoro će se (u sljedećoj tabeli dobijenoj računanjem u E-viewsu) vidjeti da u ovom slučaju govorimo o dinamičkom modelu čije se varijable uzimaju sa docnjom (legom) od 4.

U pogledu odnosa tj. uticaja varijabli:

FINPORTN: Finansijski račun, portfolio investicije, ukupno u EUR (eng. *Financial Account, Portfolio Investment, Total, EUR*)

FDIMNEN: Crnogorski finansijski račun, direktne investicije, ukupno u EUR (eng. *Montenegro Financial Account, Direct Investment, Total, EUR*)

CAPFINN: Kapitalni i finansijski račun (eng. *Capital and Financial Account, Total, EUR*)

EURORINTQ: Realna kamatna stopa EU(eng. *Europe real interest rate-EONIA*)

na varijablu **RGROWTH** odnosno na realni BDP rast (eng. *Real GDP Growth*), modelska jednačina je postavljena:

$$(10) \quad \text{RGROWTH}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{FINPORTN}_t + \beta_2 \text{FDIMNEN}_t + \beta_3 \text{CAPFINN}_t + \beta_4 \text{EURORINTQ}_t + u_t$$

Jednačina broj (1) ne može biti adekvatno estimirana korišćenjem metoda običnih najmanjih kvadrata zbog mogućnosti dobijanja pogrešnih rezultata ukoliko su varijable nestacionarne.

Stoga je korišćen ARDL bounds testing pristup (u prvom koraku određuje se da li postoji odnos između varijabli na dugi rok) i ARDL jednačina može biti prepisana na sljedeći način:

$$(11)$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{RGROWTH}_t = & \alpha_1 + \gamma_1 \text{RGROWTH}_{t-1} + \gamma_2 \text{FINPORTN}_{t-1} + \gamma_3 \text{FDIMNEN}_{t-1} \\ & + \gamma_4 \text{CAPFINN}_{t-1} + \sum_{j=1}^n \beta_{1j} \Delta \text{RGROWTH}_{t-j} + \sum_{j=0}^n \beta_{2j} \Delta \text{FINPORTN}_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^n \beta_{3j} \Delta \text{FDIMNEN}_{t-j} + \sum_{j=0}^n \beta_{4j} \Delta \text{CAPFINN}_{t-j} + \varphi \text{EURORINTQ}_t + u_t \end{aligned}$$

Nakon određivanja poretka integrisanosti varijabli, testira se prisustvo dugoročnog odnosa varijabli.

Da bi se odredilo postojanje dugoročnog odnosa varijabli, prvo se utvrđuje optimalan broj docnji korišćenjem Akaike info kriterijuma (AIC) zbog njegove superiornosti u odnosu na SBC (Schwartz Bayesian kriterijum).

Nulta hipoteza stoga glasi da nema kointegracije u jednačini broj dva, odnosno, to se može zapisati na sljedeći način:

$$H_0: \gamma_1 = \gamma_2 = \gamma_3 = \gamma_4 = 0,$$

Alternativna hipoteza glasi da ima kointegracije u jednačini broj dva, odnosno to se može zapisati na sljedeći način:

$$H_1: \gamma_1 \neq \gamma_2 \neq \gamma_3 \neq \gamma_4 \neq 0$$

Ukoliko je izračunata vrijednost F statistike veća od gornje kritične vrijednosti odbaciće se nulta hipoteza i zaključiti da postoji kointegracija između nabrojanih varijabli.

Uz pomoć AIC utvrđeno je da možemo odbaciti nultu i prihvatiti alternativnu hipotezu o postojanju međusobne korelacije varijabli u modelu.

Možemo pristupiti određivanju kratkoročnih, ali i dugoročnih uticaja pojedinih varijabli na ekonomski rast Crne Gore.

Uz korišćenje ARDL metoda modeliranja možemo odrediti kratkoročne, ali i dugoročne dinamične odnose među varijablama modela.

U modelu posmatramo tzv. „error correction term” odnosno korekciju greške koji mora biti negativan i statistički značajan. On pokazuje brzinu adaptacije i vraćanja na dugoročni ekvilibrijum nakon kratkoročnih šokova.

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 5, Kratkoročne determinante uticaja tokova kapitala na BDP rast CG

Dependent Variable: RGROWTH				
Method: ARDL				
Date: 12/17/18 Time: 12:40				
Sample (adjusted): 2012Q1 2018Q2				
Included observations: 26 after adjustments				
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): FINPORTN FDIMNEN CAPFINN				
Fixed regressors: EURORINTQ C				
Number of models evaluated: 500				
Selected Model: ARDL(4, 1, 3, 4)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RGROWTH(-1)	0.434154	0.132564	3.275056	0.0096
RGROWTH(-2)	-0.488226	0.159257	-3.065648	0.0134
RGROWTH(-3)	0.742738	0.171792	4.323467	0.0019
RGROWTH(-4)	-0.936824	0.147714	-6.342149	0.0001
FINPORTN	0.003695	0.002523	1.464695	0.1770
FINPORTN(-1)	-0.004657	0.002240	-2.078633	0.0674
FDIMNEN	-0.003137	0.004329	-0.724604	0.4871
FDIMNEN(-1)	-0.032607	0.005513	-5.914090	0.0002
FDIMNEN(-2)	-0.015513	0.004860	-3.192131	0.0110
FDIMNEN(-3)	-0.006887	0.004803	-1.433891	0.1854
CAPFINN	-0.029236	0.004925	-5.936200	0.0002
CAPFINN(-1)	-0.014313	0.002452	-5.836545	0.0002
CAPFINN(-2)	-0.007376	0.002240	-3.293407	0.0093
CAPFINN(-3)	-0.010382	0.002536	-4.093878	0.0027
CAPFINN(-4)	0.026684	0.005168	5.163584	0.0006
EURORINTQ	-12.55874	1.555004	-8.076341	0.0000
C	12.36644	2.056510	6.013313	0.0002
R-squared	0.957098	Mean dependent var		2.307692
Adjusted R-squared	0.880828	S.D. dependent var		2.613492
S.E. of regression	0.902213	Akaike info criterion		2.878887
Sum squared resid	7.325889	Schwarz criterion		3.701489
Log likelihood	-20.42554	Hannan-Quinn criter.		3.115767
F-statistic	12.54876	Durbin-Watson stat		2.487065
Prob(F-statistic)	0.000284			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

Izvor: Kalkulacija autorke

Kratkoročni uticaj tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore

Naime, na osnovu prethodno dobijenog modela dokazano je da sljedeće varijable imaju kratkoročni uticaj na ekonomski rast Crne Gore:

- **Prethodne vrijednosti (docnje ili legovi) BDP-a;**

- **Strane direktne investicije;**
- **Ukupni kapitalni prilivi;**
- **Kamatna stopa eura.**

U narednom dijelu modela determinisan je uticaj ispitivanih varijabli (koje označavaju tokove kapitala) na ekonomski rast Crne Gore na dugi rok.

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 6, Dugoročne determinante uticaja tokova kapitala na BDP rast CG

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(RGROWTH)				
Selected Model: ARDL(4, 1, 3, 4)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 12/17/18 Time: 12:42				
Sample: 2011Q1 2018Q2				
Included observations: 26				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.36644	2.056510	6.013313	0.0002
RGROWTH(-1)*	-1.248158	0.146746	-8.505566	0.0000
FINPORTN(-1)	-0.000962	0.003832	-0.251001	0.8075
FDIMNEN(-1)	-0.058144	0.012823	-4.534266	0.0014
CAPFINN(-1)	-0.034624	0.007023	-4.930301	0.0008
D(RGROWTH(-1))	0.682312	0.123675	5.516966	0.0004
D(RGROWTH(-2))	0.194085	0.108730	1.785021	0.1079
D(RGROWTH(-3))	0.936824	0.147714	6.342149	0.0001
D(FINPORTN)	0.003695	0.002523	1.464695	0.1770
D(FDIMNEN)	-0.003137	0.004329	-0.724604	0.4871
D(FDIMNEN(-1))	0.022400	0.007340	3.051821	0.0138
D(FDIMNEN(-2))	0.006887	0.004803	1.433891	0.1854
D(CAPFINN)	-0.029236	0.004925	-5.936200	0.0002
D(CAPFINN(-1))	-0.008925	0.005623	-1.587299	0.1469
D(CAPFINN(-2))	-0.016302	0.005135	-3.174863	0.0113
D(CAPFINN(-3))	-0.026684	0.005168	-5.163584	0.0006
EURORINTQ	-12.55874	1.555004	-8.076341	0.0000
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FINPORTN	-0.000771	0.003078	-0.250359	0.8079
FDIMNEN	-0.046584	0.009702	-4.801617	0.0010

	CAPFINN	-0.027740	0.005285	-5.248674	0.0005
	C	9.907756	1.435754	6.900736	0.0001
EC = RGROWTH - (-0.0008*FINPORTN -0.0466*FDIMNEN -0.0277 *CAPFINN + 9.9078)					
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship			
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)	
Asymptotic: n=1000					
F-statistic	15.21029	10%	2.37	3.2	
K	3	5%	2.79	3.67	
		2.5%	3.15	4.08	
		1%	3.65	4.66	
		Finite Sample: n=35			
Actual Sample Size	26	10%	2.618	3.532	
		5%	3.164	4.194	
		1%	4.428	5.816	
Finite Sample: n=30					
		10%	2.676	3.586	
		5%	3.272	4.306	
		1%	4.614	5.966	

Izvor: Kalkulacija autorke

Dugoročni uticaj tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore

Naime, na osnovu prethodno dobijenog modela dokazano je da sljedeće varijable imaju dugoročni uticaj na ekonomski rast Crne Gore:

- **Strane direktne investicije;**
- **Ukupni kapitalni prilivi.**

Jako je važno zapaziti kako ekonometrijski nije utvrđen dugoročni uticaj portfolio investicija na ekonomski rast Crne Gore.

Iz tabele iznad koja daje ekonometrijski proračun uticaja navedenih varijabli na ekonomski rast Crne Gore, moguće je zaključiti kako postoji negativan uticaj stranih direktnih investicija, ali i ukupnog kapitalnog priliva na ekonomski rast Crne Gore.

Ovo nije nov zaključak za ekonomiju Crne Gore koja je u sadašnjem stepenu razvitka svoje ekonomije zaključila da je potrebno da se preorijentiše sa zavisnosti o investicije na samoodrživost rasta svog ekonomskog sistema.

Na kraju, u narednim redovima dat je proračun brzine prilagođavanja ekonomije i postizanju ekvilibrijuma nakon inicijalnog disekvilibrijuma nastalog kao posljedica jednog od faktora uticaja, određivanjem ECM regresora.

To ujedno predstavlja drugi korak u cijelom procesu – estimaciju jednačine kojom se određuje ECM (eng. *Error Correction Term*) i koja je prezentovana u trećoj jednačini u ovom poglavlju:

$$(12) \quad RGROWTH_t = \alpha_2 + \delta_1 FINPORTN_t + \delta_2 FDIMNEN_t + \delta_3 CAPFINN_t + u_t$$

Da bi se došlo do potrebne jednačine i dobili kratkoročni parametri dinamike i brzine prilagođavanja sistema, polazi se od sljedeće jednačine u koju se uvodi ECM:

$$(13) \quad \Delta RGROWTH_t = \alpha_3 + \sum_{j=1}^n \lambda_{1j} \Delta RGROWTH_{t-j} + \sum_{j=0}^n \lambda_{2j} \Delta FINPORTN_{t-j} + \sum_{j=0}^n \lambda_{3j} \Delta FDIMNEN_{t-j} + \sum_{j=0}^n \lambda_{4j} \Delta CAPFINN_{t-j} + \phi EURORINTQ_t + \theta ECM_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 7, ECM regresija

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(RGROWTH)				
Selected Model: ARDL(4, 4, 3, 1)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 02/11/19 Time: 13:29				
Sample: 2011Q1 2018Q2				
Included observations: 26				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RGROWTH(-1))	0.682312	0.100113	6.815423	0.0001
D(RGROWTH(-2))	0.194085	0.087641	2.214563	0.0540
D(RGROWTH(-3))	0.936824	0.121655	7.700660	0.0000
D(CAPFINN)	-0.029236	0.003807	-7.678749	0.0000
D(CAPFINN(-1))	-0.008925	0.003973	-2.246304	0.0513
D(CAPFINN(-2))	-0.016302	0.004014	-4.060706	0.0028
D(CAPFINN(-3))	-0.026684	0.004128	-6.464100	0.0001

D(FDIMNEN)	-0.003137	0.002826	-1.109982	0.2958
D(FDIMNEN(-1))	0.022400	0.004625	4.843382	0.0009
D(FDIMNEN(-2))	0.006887	0.003389	2.031975	0.0727
D(FINPORTN)	0.003695	0.001153	3.205135	0.0107
EURORINTQ	-12.55874	1.198089	-10.48231	0.0000
CointEq(-1)*	-1.248158	0.119087	-10.48103	0.0000
R-squared	0.929774	Mean dependent var	0.092308	
Adjusted R-squared	0.864950	S.D. dependent var	2.042728	
S.E. of regression	0.750686	Akaike info criterion	2.571195	
Sum squared resid	7.325889	Schwarz criterion	3.200243	
Log likelihood	-20.42554	Hannan-Quinn criter.	2.752338	
Durbin-Watson stat	2.487065			
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
F-Bounds Test	Null Hypothesis: No levels relationship			
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	15.21029	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66

CointEq(-1)* -1.248158 0.119087 -10.48103 0.0000

Izvor: Kalkulacija autorke

Negativan, a statistički značajan CointEq koeficijent govori da će se potpuna prilagođavanja privrede dogoditi u okviru istog kvartala. Brzo prilagođavanje privrede Crne Gore pozitivan je signal o zdravlju ekonomije zemlje posebno u uslovima njene velike izloženosti eksternim šokovima.

5.4 Veza između finansiranja i ekonomskog rasta – kratkoročni i dugoročni uticaj aktivnosti kreditiranja privatnog sektora na rast BDP-a

Na samom kraju, potrebno je uraditi ekonometrijski proračun o vezi koja postoji između finansiranja i ekonomskog rasta u ekonomiji Crne Gore.

Definicije varijabli koje su korišćene u modelu su sljedeće:

GDGP: BDP rast (eng. *GDP Growth*)

DOMCREDGDPA: Racio domaćih kredita i BDP-a (eng. *Domestic Credit GDP Ratio*) u (%)

CRISESDUM: Dami (eng. *Dummy*) varijabla koja označava globalnu krizu iz 2007. godine i koja uzima vrijednost od jedan za godine 2007, 2008 i 2009. U suprotnom je nula!

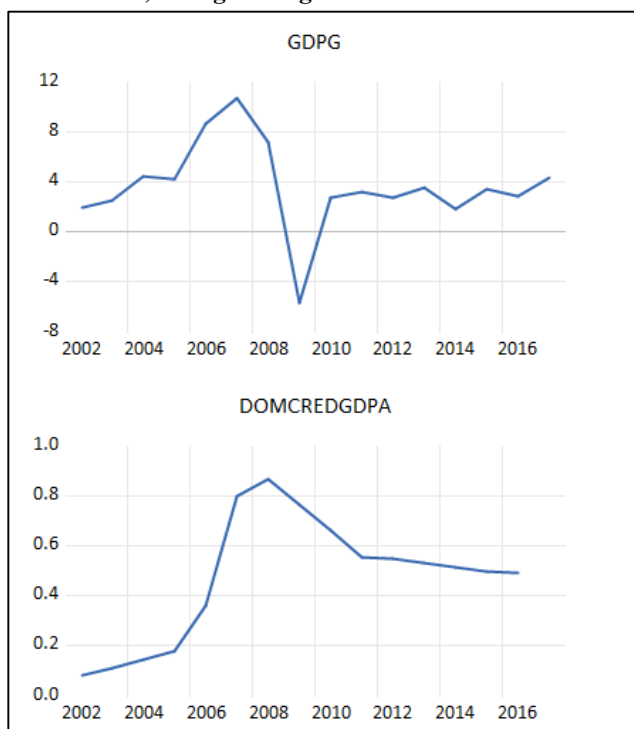
U nastavku je, za potrebe boljeg objašnjavanja samog modela, ali i za potrebe kontrolisanja, upoređivanja, dodatnih mjerenja i svih budućih istraživanja data tabela sa izvorom podataka u kojoj su obojene kolone koje označavaju korišćene podatke.

Kategorički grafikoni za obje varijable pojedinačno prezentovani su u narednom sumarnom grafikonu broj 31, na kom se vidi kretanje svake od varijabli kroz vrijeme.

Na kategoričkom grafikonu 31 moguće je vidjeti visoku korelisanost koja je kasnije i ARDL modelom potvrđena, između dvije navedene varijable. Ono što se desilo 2008. godine (ekonomska kriza) najvidljiviji je element kretanja i zato je u model uključena ta „dummy“ varijabla.

Nakon vizuelnog determinisanja povezanosti rasta i finansiranja domaćeg tržišta, urađen je i *scatter plot* i prezentovan u sljedećim redovima (grafikon broj 32).

Grafikon 31, Kategorički grafikon



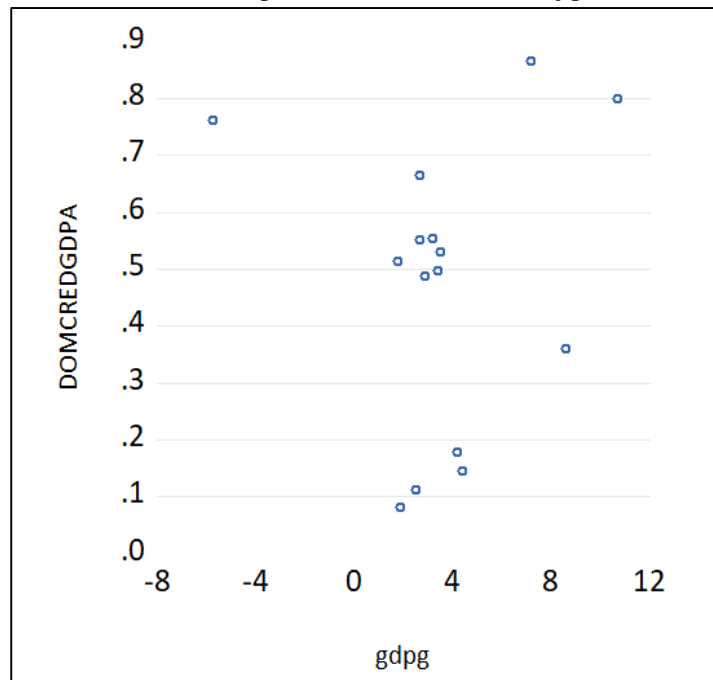
Izvor: Kalkulacija autorke

Tabela 30, Vremenske serije korišćenih varijabli u modelu

Godina	CADGDPA	CADA	DEBTGDPA	PUBDEBTGDPA	GOVLENDBORROW	GDPUSD	DOMCREDGDPA	MS	gdpg	crisesdum
2002	-11.505	-146000000	76.708	75.73	-1.439	1268000000	0.08055	153.319	1.9	0
2003	-6.865	-115000000	40.897	40.261	-4.05	1681000000	0.11294	181.931	2.5	0
2004	-7.176	-149000000	45.372	45.305	-2.45	2072000000	0.14628	222.843	4.4	0
2005	-16.626	-376000000	38.568	38.59	-1.414	2262000000	0.17952	408.651	4.2	0
2006	-31.044	-846000000	36.692	32.623	4.331	2724000000	0.35957	895.586	8.6	0
2007	-39.37	-1451000000	31.758	27.503	8.431	3686000000	0.80002	1780.825	10.7	1
2008	-49.471	-2259000000	34.185	23.654	-2.296	4567000000	0.86523	1600.752	7.2	1
2009	-27.732	-1156000000	43.689	29.936	-6.712	4170000000	0.76207	1456.912	-5.7	1
2010	-20.31	-842000000	45.007	35.629	-4.869	4147000000	0.66472	1504.013	2.7	0
2011	-14.777	-671000000	48.572	43.412	-6.734	4543000000	0.55294	1531.977	3.2	0
2012	-15.28	-625000000	56.87	51.468	-5.843	4090000000	0.5506	1653.175	2.7	0
2013	-11.391	-509000000	58.654	56.301	-4.491	4466000000	0.53049	1735.09	3.5	0
2014	-12.41	-570000000	63.36	58.504	-0.698	4595000000	0.51386	1908.882	1.8	0
2015	-10.978	-445000000	68.758	61.444	-6.18	4055000000	0.49801	2139.422	3.4	0
2016	-16.235	-710000000	66.387	64.951	-6.181	4376000000	0.48875	2363.795	2.9	0
2017	-16.309	-780000000	67.199	68.146	-6.959	4784000000			4.3	0

Izvor: Monstat, Ministarstvo finansija Crne Gore, Centralna banka Crne Gore i World Data Ban

Grafikon 32, Sketer plot, rast i krediti domaćoj privredi



Izvor: Kalkulacija autorke

Na samom kraju, a prije postavljanja i komentarisanja modela, neophodno je uključiti u statistički pregled i deskriptivnu statistiku.

Tabela 31, Deskriptivna statistika

	GDPG	DOMCRE...	CRISESDUM
Mean	3.600000	0.473703	0.200000
Median	3.200000	0.513860	0.000000
Maximum	10.700000	0.865230	1.000000
Minimum	-5.700000	0.080550	0.000000
Std. Dev.	3.640251	0.251958	0.414039
Skewness	-0.441438	-0.198020	1.500000
Kurtosis	4.723046	1.958894	3.250000
Jarque-Bera	2.342724	0.775468	5.664062
Probability	0.309944	0.678593	0.058893
Sum	54.000000	7.105550	3.000000
Sum Sq. Dev.	185.5200	0.888760	2.400000
Observations	15	15	15

Izvor: Kalkulacija autorke

Poput komentarisanja iz prethodnog dijela istog poglavlja, može se zaključiti kako je (prema standardnoj devijaciji) najvolatilnije ponašanje rasta BDP-a, ako se uporedi sa recimo distribucijom kredita privatnim licima.

Ovo je i logično jer je faktor uticaja na nivo distribuiranih kredita (kamatna stopa i tražnja za kreditima) mnogo manje volatilan nego ono što čini uticaj na stopu BDP rasta ekonomije Crne Gore (eksterni uticaji, ekonomske krize, stopa stranih direktnih i/ili porfolio investicija itd.).

Zavisna varijabla modela je rast BDP-a (GDPG), a metod određivanja tokova kapitala na BDP je ARDL ekonometrijsko modeliranje, opet iz razloga navedenih u poglavlju broj dva, u kojem su određene kratkoročne i dugoročne determinante deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Korišćenjem Akaike info kriterijuma (koji je objašnjen u prethodnom dijelu istog poglavlja) i istom ekonometrijskom metodologijom, određen je sljedeći ARDL model (ispod).

Broj opservacija koji je bio uključen u ovaj ekonometrijski proračun je bio 15 a nakon prilagođavanja dvije opservacije je 13.

Dinamički regresor modela sa dvije docnje odnosno lega je u modelu: Racio domaćih kredita i BDP-a (DOMCREDGDPA), dok je fiksni regresor CRISESDUM.

Prvi korak je, dakle, predstavljanje modelske jednačine kojom će biti utvrđeno da li postoji međuzavisnost između varijabli na dugi rok. Jednačina je prezentovana ispod:

(14)

$$\Delta \text{GDPG}_t = \alpha_1 + \gamma_1 \text{GDPG}_{t-1} + \gamma_2 \text{DOMCREDGDPA}_{t-1} + \sum_{j=1}^n \beta_{1j} \Delta \text{GDPG}_{t-j} + \sum_{j=0}^n \beta_{2j} \Delta \text{DOMCREDGDPA}_{t-j} + \varphi \text{CRISESDUM}_t + u_t$$

Zainteresovani smo za dugoročni koeficijent (γ_j) i kratkoročni koeficijent (β_j).

Da bi se došlo do potrebnih odgovora postavlja se nulta hipoteza o postojanju kointegracije između varijabli koje se ispituju i koja izgleda ovako:

$$H_0: \gamma_1 = \gamma_2 = \gamma_3 = 0$$

Alternativna hipoteza glasi:

$$H_1: \gamma_1 \neq \gamma_2 \neq \gamma_3 \neq 0$$

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 8, kratkoročni uticaj aktivnosti kreditiranja privatnog sektora na rast BDP

Dependent Variable: GDPG					
Method: ARDL					
Date: 02/11/19 Time: 13:06					
Sample (adjusted): 2004 2016					
Included observations: 13 after adjustments					
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)					
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)					
Dynamic regressors (2 lags, automatic): DOMCREDGDPA*100					
Fixed regressors: CRISESDUM C					
Number of models evaluated: 6					
Selected Model: ARDL(2, 2)					
HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*	
GDPG(-1)	-0.413453	0.139356	-2.966877	0.0251	
GDPG(-2)	-0.331180	0.102089	-3.244018	0.0176	
DOMCREDGDPA*100	0.269903	0.019791	13.63759	0.0000	
DOMCREDGDPA(-1)*100	0.011585	0.035463	0.326675	0.7550	
DOMCREDGDPA(-2)*100	-0.237973	0.028587	-8.324360	0.0002	
CRISESDUM	-5.911707	2.142380	-2.759411	0.0329	
C	4.227237	0.804358	5.255416	0.0019	
R-squared	0.964233	Mean dependent var		3.815385	
Adjusted R-squared	0.928465	S.D. dependent var		3.881762	
S.E. of regression	1.038217	Akaike info criterion		3.216619	
Sum squared resid	6.467363	Schwarz criterion		3.520823	
Log likelihood	-13.90803	Hannan-Quinn criter.		3.154092	
F-statistic	26.95837	Durbin-Watson stat		1.452178	
Prob(F-statistic)	0.000433				
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.					

Izvor: Kalkulacija autorke

Važno je primijetiti da je procenat objašnjenosti realne ekonomije modelom, koji se mjeri uz pomoć R-squared izuzetno visok (96%) nakon što je uključena *dummy* varijabla koja označava uticaj svjetske ekonomske krize, što može biti dobar signal o tačnosti i primjenjivosti kao i o korisnosti samog modela i njegovih rezultata. Visok nivo R-squared, dakle, u praktičnom prevodu znači da je model dobro postavljen jer u visokom procentu prikazuje promjene u realnoj ekonomiji – modelom i to 96%.

Nakon određivanja modela iznad, testira se prisustvo kointegrisanosti (dugoročna veza između rasta BDP-a (GDPG)) i racija domaćih kredita privatnom sektoru i dobijaju se sljedeći rezultati:

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 9, dugoročni uticaj aktivnosti kreditiranja privatnog sektora na rast BDP

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(GDPG)				
Selected Model: ARDL(2, 2)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 12/17/18 Time: 12:14				
Sample: 2002 2017				
Included observations: 13				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.227237	1.422588	2.971511	0.0249
GDPG(-1)*	-1.744633	0.244406	-7.138263	0.0004
100*DOMCREDGDPA(-1)	0.043515	0.023589	1.844691	0.1146
D(GDPG(-1))	0.331180	0.114431	2.894139	0.0275
D(100*DOMCREDGDPA)	0.269903	0.037243	7.247105	0.0004
D(100*DOMCREDGDPA(-1))	0.237973	0.039923	5.960850	0.0010
CRISESDUM	-5.911707	2.002970	-2.951471	0.0256
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOMCREDGDPA*100	0.024942	0.011758	2.121310	0.0781
C	2.422995	0.273974	8.843891	0.0001
EC = GDPG - (0.0249*DOMCREDGDPA*100 + 2.4230)				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	31.64907	Asymptotic:		
		n=1000		
		10%	3.02	3.51
		5%	3.62	4.16
k	1	2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58
Actual Sample Size	13	Finite		
		Sample:		
		n=35		
		10%	3.223	3.757
		5%	3.957	4.53
		1%	5.763	6.48
		Finite		
		Sample:		
		n=30		

	10%	3.303	3.797
	5%	4.09	4.663
	1%	6.027	6.76

Izvor: Kalkulacija autorke

Na osnovu rezultata, možemo zaključiti da postoji kointegrisanost između rasta BDP-a i domaćih kredita privatnom sektoru (DOMCREDGDPA), što potvrđuje hipotezu da postoji statistički značajna povezanost između finansijskog razvoja koji se mjeri uz pomoć DOMCREDGDPA i rasta BDP-a, pošto je izračunata vrijednost F statistike:

F-statistic 31.64907

veća od gornje kritične vrijednosti od 3.51.

Sljedeće je potrebno ispitati kratkoročnu dinamiku, a zatim i dugoročnu dinamiku ovih varijabli.

Kratkoročna dinamika:

Najprije, na kratak rok, kako BDP rast, tako i ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru imaju pozitivan i signifikantan uticaj na rast BDP-a u Crnoj Gori. Tačnije, prvi leg, odnosno docnja BDP rasta (D/GDPG(-1)), kao i tekući i prvi leg ekspanzije domaćih kredita datih privatnom sektoru, predstavljaju kratkoročne determinante rasta BDP-a, pošto su njihovi koeficijenti statistički značajni (p-vrijednosti t-statistika su manji od 5%).

Takođe, koeficijent *dummy* varijable koja označava globalnu krizu (crisesdum) je negativan, što indicira da je nedavna globalna kriza, započeta u USA, prouzrokovala smanjenu stopu ekonomskog rasta Crne Gore i statistički je značajana.

Sumarno, na osnovu prethodno dobijenog modela **dokazano je da sljedeće varijable imaju kratkoročni uticaj na ekonomski rast (rast BDP-a) Crne Gore:**

- **Prethodna vrijednost (prva docnja) BDP-a;**
- **Prethodna i tekuća vrijednost domaćih kredita privatnom sektoru;**
- **Globalna ekonomska kriza.**

Dugoročni efekti:

Na dugi rok, efekti ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru su takođe pozitivni i predstavljaju signifikantan uticaj na BDP rast, navodeći na zaključak da rast ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru od jedan posto (1%), povećava rast BDP-a na nivou ekonomije za okvirno 0.025%.

Stoga se sumarno može zaključiti da dugoročni uticaj na ekonomski rast Crne Gore ima sljedeća varijabla:

- **Distribucija domaćih kredita privatnom sektoru.**

Može se reći da postoji korelacija ekonomskog rasta Crne Gore i finansiranja i to privatnog sektora, i to bi mogao biti jedan od preporučenih razvojnih pravaca crnogorske ekonomije.

Na kraju je, kao u prethodnom dijelu istog poglavlja, u narednim redovima dat proračun brzine prilagođavanja ekonomije i postizanja ekvilibrijuma nakon inicijalnog disekvilibrijuma nastalog kao posljedica nekog od faktora uticaja, određivanjem ECM (eng. *Error Correction Model*) regresora.

Drugi korak predstavlja jednačinu pomoću koje se određuje ECM i brzina prilagođavanja sistema i ona glasi:

(15)

$$RGDPG_t = \alpha_2 + \delta_1 DOMCREDGDPA_t + \delta_2 CRISESDUM_t + u_t$$

Nakon toga se u jednačinu “ubacuje” ECM i nova jednačina modela glasi:

(16)

$$\Delta GDPG_t = \alpha_3 + \sum_{j=1}^n \lambda_{1j} \Delta GDPG_{t-j} + \sum_{j=0}^n \lambda_{2j} \Delta DOMCREDGDPA_{t-j} + \phi CRISESDUM_t + \theta ECM_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tabelarni rezultat iz E-viewsa 10, ECM regresija

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(GDPG)				
Selected Model: ARDL(2, 2)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 02/11/19 Time: 13:05				
Sample: 2002 2017				
Included observations: 13				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDPG(-1))	0.331180	0.084913	3.900225	0.0080
D(100*DOMCREDGDPA)	0.269903	0.021361	12.63530	0.0000
D(100*DOMCREDGDPA(-1))	0.237973	0.034293	6.939376	0.0004
CRIESEDUM	-5.911707	0.841982	-7.021184	0.0004
CointEq(-1)*	-1.744633	0.155058	-11.25150	0.0000
R-squared	0.977185	Mean dependent var	0.030769	
Adjusted R-squared	0.965777	S.D. dependent var	4.860279	
S.E. of regression	0.899122	Akaike info criterion	2.908927	
Sum squared resid	6.467363	Schwarz criterion	3.126215	
Log likelihood	-13.90803	Hannan-Quinn criter.	2.864264	
Durbin-Watson stat	1.452178			
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	31.64907	10%	3.02	3.51
k	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

Izvor: Kalkulacija autorke

Koeficijent brzine prilagođavanja je

CointEq(-1)* -1.744633

i statistički je značajan pošto ima veću vrijednost od apsolutne jedinične vrijednosti. Poput zaključka iz prethodnog dijela poglavlja, koeficijent govori da će se potpuna prilagođavanja privrede dogoditi u okviru istog kvartala. Brzo prilagođavanje privrede Crne Gore pozitivan je signal o zdravlju ekonomije zemlje, posebno u uslovima njene velike izloženosti eksternim šokovima.

	-	-		
CointEq(-1)*	1.7446	0.15505	11.2515	0.000
	33	8	0	0

5.5 Implikacije, preporuke i zaključna razmatranja

U posljednjem poglavlju rada u kojem je bilo riječi o uticaju tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore, u stvari je dat odgovor na sami naslov teze, odnosno utvrđeno je postojanje međuzavisnosti makroekonomske stabilnosti zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima u Crnoj Gori.

U prvom dijelu petog poglavlja dat je pregledni prikaz teorijske postavke i kratkih metodoloških objašnjenja nečega što je autor predložio budućim istraživačima da ispituju i potencijalno nazovu MONLEI indikatorom, kojim bi se, kada se za to steknu objektivni uslovi, određivale faze poslovnih ciklusa privrede Crne Gore.

Premda hipoteza broj četiri – **H4**: „Konstruisanjem novog vodećeg indikatora privrednog ciklusa u Crnoj Gori moguće je predvidjeti narednu fazu privrednog ciklusa uz određeni vremenski pomak“ – nije mogla biti dokazana, iznađen je inoviran ekonometrijski pristup rješavanju ove problematike, pa se sljedeći dio istog poglavlja ticao determinacije kratkoročnih i dugoročnih efekata tokova kapitala na rast bruto domaćeg proizvoda, a naredni na vezu između finansija i rasta na primjeru Crne Gore.

Na ovaj način, data je solidna ekonometrijska podloga za zaključivanje na temu međusobne korelisanosti rasta i makroekonomske stabilnosti i tokova kapitala za koje je Crna Gora otvorena.

U radu je korišćenjem ARDL modela utvrđeno postojanje kratkoročnih uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore sljedećih varijabli:

- Prethodne vrijednosti (docnje ili legovi) BDP-a;
- Strane direktne investicije;
- Ukupni kapitalni prilivi;
- Kamatna stopa eura.

Što se tiče dugoročnih uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore, dokazano je da sljedeće varijable imaju dugoročni uticaj na ekonomski rast Crne Gore:

- Strane direktne investicije;
- Ukupni kapitalni prilivi i.

Istom ekonometrijskom metodologijom utvrđeno je kako nema dugoročnog uticaja portfolio investicija na ekonomski rast Crne Gore.

Na kraju, izračunata je i brzina prilagođavanja ekonomije Crne Gore novom ekvilibrijumu nakon inicijalnog disekvilibrijuma nastalog kao posljedica nekog od faktora uticaja, određivanjem ECM regresora. Negativan, a statistički značajan CointEq koeficijent govori da će se potpuna prilagođavanja privrede dogoditi u okviru istog kvartala.

Brzo prilagođavanje privrede Crne Gore pozitivan je signal o zdravlju ekonomije zemlje, posebno u uslovima njene velike izloženosti eksternim šokovima.

Naredni dio poglavlja broj pet je bio utvrđivanje veze između finansija i rasta na primjeru Crne Gore. U zaključku na sprovedeno ekonometrijsko istraživanje određena je kratkoročna i dugoročna dinamika uticaja finansiranja (gdje je posmatran uticaj disperzije domaćih kredita privatnom sektoru) na rast.

Utvrđeno je da na kratak rok, kako BDP rast, tako i ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru imaju pozitivan i signifikantan uticaj na rast BDP-a u Crnoj Gori. Tačnije, prvi leg, odnosno docnja BDP rasta ($D/GDPG(-1)$) kao i tekući i prvi leg ekspanzije domaćih kredita datih privatnom sektoru, predstavljaju kratkoročne determinante rasta BDP-a, pošto su njihovi koeficijenti statistički značajni (p-vrijednosti t-statistika su manji od 5%).

Koeficijent *dummy* varijable koja označava globalnu krizu (*crisesdum*) je negativna, što indicira da je nedavna globalna kriza, započeta u USA, prouzrokovala smanjenu stopu ekonomskog rasta Crne Gore i statistički je značajna.

Zaključeno je da kratkoročni uticaj na rast BDP-a Crne Gore imaju sljedeće varijable:

- Prethodna vrijednost (prva docnja) BDP-a;
- Prethodna i tekuća vrijednost domaćih kredita privatnom sektoru;
- Globalna ekonomska kriza.

Na dugi rok, efekti ekspanzije u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru su takođe pozitivni i predstavljaju signifikantan uticaj na BDP rast, navodeći na zaključak da rast ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita

privatnom sektoru od jedan posto (1%), povećava rast BDP-a na nivou ekonomije za okvirno 0.025%.

Zaključeno je kako dugoročni uticaj na ekonomski rast Crne Gore ima varijabla distribucija domaćih kredita privatnom sektoru.

Može se stoga reći kako postoji korelacija ekonomskog rasta Crne Gore i finansiranja i to privatnog sektora, što bi mogao biti jedan od preporučenih razvojnih pravaca crnogorske ekonomije.

Na kraju je, prezentovan proračun brzine prilagođavanja ekonomije i postizanja ekvilibrijuma nakon inicijalnog disekvilibrijuma nastalog kao posljedica nekog od faktora uticaja, određivanjem ECM regresora.

Takozvani "Error correction model", odnosno, koeficijent brzine prilagođavanja, utvrđeno je da je statistički značajan, pošto ima veću vrijednost od apsolutne jedinične vrijednosti.

Poput zaključka iz prethodnog dijela poglavlja koeficijent govori da će se potpuna prilagođavanja privrede dogoditi u okviru istog kvartala. Brzo prilagođavanje privrede Crne Gore pozitivan je signal o zdravlju ekonomije zemlje, posebno u uslovima njene velike izloženosti eksternim šokovima.

Na kraju, imajući u vidu da je u ovom poglavlju obavljeno ne samo teorijsko sumiranje u pogledu postojećih istraživanja na osnovu kojih je zamišljeno određivanje MONLEI indikatora, već i u kratkim crtama postavljena i metodologija kojom je moguće razviti ga na primjeru ekonomije Crne Gore onda kada dovoljan broj vremenskih serija postane dostupan za kalkulacije, ali i kada postojeće vremenske serije postanu dovoljno dugačke, tako da u sumi, taj uzorak ima statistički značaj i rezultati tog potencijalnog istraživanja mogu da se tumače kao značajni i budu od realne ekonomske koristi svim potencijalnim korisnicima, može se smatrati da je u tom dijelu doprinijeto razvoju ekonomske misli, te da su date važne preporuke i smjernice za dalje ekonometrijsko i ekonomsko istraživanje u ovoj oblasti.

Pošto hipoteza koja se strogo ticala MONLEI indikatora, objektivno nije mogla biti dokazana, jer sami MONLEI indikator nije mogao biti konstruisan, prešlo se na kreiranje dva ekonometrijska modela kojima je na empirijski napredan način objašnjeno kako u suštini ekonomski rast Crne Gore zavisi od investicija i da ta zavisnost (protivno aktuelnim tumačenjima) nije pozitivna po ekonomiju Crne Gore kao ni tokovi kapitala, međutim dugoročne pozitivne implikacije na BDP rast u Crnoj Gori ima distribucija domaćih kredita privatnom sektoru Crne Gore.

Ekonomski značaj ove misli itekako je važan jer on nudi inovirano rješenje svim zainteresovani stranama a potencijalno i donosiocima ekonomskih odluka u Crnoj Gori, i to na način da mijenja ono što se do sada smatralo osnovnim preporukama za razvoj crnogorske ekonomije.

Naime, ukoliko se adekvatno pristupi tumačenju rezultata istraživanja iz ovog poglavlja, preporučuje se potpuno radikalna zaokret od oslanjanja na strane prilive, odnosno na tokove kapitala po osnovu stranih direktnih investicija u Crnu Goru na jačanje domaće privrede, kreditiranje privatnog sektora i poboljšanje realne ekonomije i njene konkurentnosti na globalnom tržištu.

6. Zaključak

6.1 Zaključna razmatranja i osnovni teorijski i empirijski rezultati istraživanja

Sveukupno istraživanje koje je u ovom radu sprovedeno, a onda u prethodnim poglavljima izloženo, daje odgovor na mnogobrojna značajna ekonomska pitanja za ekonomiju Crne Gore, ali i ona koja se tiču čitavog „globalnog sela“. U radu su obrađene teme koje su ekonomski, ali i politički aktuelne, i o njima se u javnosti razmatra na svjetskom nivou posljednjih godina. Analizirane su sa više aspekata, te je stoga njihov značaj utoliko veći.

Ekonomija Crne Gore prolazi ekonomski turbulentan period iz više razloga. Naime, Crna Gora je relativno mlada država koja je svoju državnu nezavisnost obnovila 21. maja 2006. godine, što čini svega trinaest godina u odnosu na trenutak pisanja ovog rada. Sve do tog trenutka, najvažnije ekonomske odluke donošene su bez njenog autonomnog uticaja. Takođe, u periodu prije 2006. godine nije postojala statistička „centrala“ ili direkcija podataka koja bi sumirala i pratila statistiku Crne Gore, te je stoga za svako zaključivanje i empirijsku analizu ovog rada bilo nemoguće koristiti podatke iz perioda prije 2006, bez neophodnosti da se izvrši ekstrapolacija po proizvoljnom kriterijumu. Prema naučnom stanovištu autorke ovog rada, ta ekstrapolacija bi proizvela podatke upitne naučne vrijednosti i upotrebljivosti, jer bi uveliko zavisila od odabranog kriterijuma i samog naučnika koji izvodi proces ekstrapolacije.

Ipak, za potrebe naučnih istraživanja koja su rađena do u nekoliko godina unazad, da bi se postigao neophodan broj ponavljanja uzorka u vremenskim serijama koje su odabirane za proces istraživanja, dosad je ipak korišćen metod ekstrapolacije i aproksimacije podataka za period od prije 2006. godine. Rezultati ovakvih procesa ispitivanja sa sobom nose dio metodološkog „rizika“ u vidu nedostataka u pogledu vjerodostojnosti istih. Da bi se taj problem prevazišao u domenu mogućeg i u onim djelovima rada u kojima je to zaista bilo izvodljivo korišćen je ekonometrijski model (ARDL) koji se u novijoj naučnoj istoriji pokazao djelotvornim u istraživanju na uzorcima sa malim brojem modaliteta.

Za svaki od djelova disertacije dobijeni su važni rezultati u vidu podataka, preporuka, smjernica i zaključaka koji se mogu (za najveći dio rada) smatrati prvim dobijenima na primjeru Crne Gore uz korišćenje realnih podataka koji važe za ekonomiju Crne Gore i koje mjere /ili prikupljaju nadležne institucije poput Monstata, Centralne banke Crne Gore, World Data Banke, Ministarstva finansija Crne Gore i slično.

Radi sistematične prezentacije zaključaka samog rada u svakom od narednih potpoglavlja šestog poglavlja rada, zaključci i implikacije biće razdvojeni na četiri dijela:

1. Dio istraživanja u pogledu deficita tekućeg računa bilansa plaćanja i njegovih determinanti (na primjeru Crne Gore);
2. Dio istraživanja u pogledu blizanačkog deficita (na primjeru Crne Gore);
3. Dio istraživanja u pogledu teoreme o nemogućem trojstvu (adaptirana teorema za primjer Crne Gore);
4. Dio istraživanja u pogledu uticaja tokova kapitala na stabilnost i rast Crne Gore.

Osnovna zaključna razmatranja podijeljena su prema djelovima istraživanja koja su sistematično prezentovana u nastavku ovog poglavlja.

1. Dio istraživanja u pogledu deficita tekućeg računa bilansa plaćanja i njegovih determinanti (na primjeru Crne Gore)

Nakon teorijske analize bilansa plaćanja i svih njegovih računa, dat je pregled definicija platnog bilansa koje su usvojene i važe i danas, ne bi li se na taj način stvorila dobra teorijska osnova da se problematika deficita tekućeg računa Crne Gore može analizirati sa više naučnih aspekata.

Usljedilo je utvrđivanje nekih elementarnih polaznih pretpostavki za istraživanje, dok je sljedeći dio činilo definisanje tekućeg računa platnog bilansa kao i, posebno, deficita tekućeg računa platnog bilansa. Jasno je da, da bi se došlo do navedene ciljane definicije, bilo potrebno poći od definisanja platnog bilansa jedne zemlje, zatim dati preglednu sliku njegovih računa i teorijski objasniti formulu platnog bilansa. Kako je ovaj dio istraživanja zaključen rezultatima na temu tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, tako je dat presjek crnogorskog platnog bilansa, po godinama i po sektorima, prvo samo za period od 2010. do 2017. godine (što su posljednji javno dostupni podaci CBCG i Monstata).

U tom dijelu poglavlja dat je grafički, ali i numerički pregled kretanja računa platnog bilansa Crne Gore sa posebnim osvrtom na kretanje i objašnjenje varijacija u kretanju podračuna „Rezerve CGCB“, ali i detaljnim teorijskim objašnjenjima koja prate kategoriju platnog bilansa pod nazivom „neto greške i omaške“.

Da bi se izveli zaključci iz empirijskog (ekonometrijskog istraživanja) dijela na temu u kojem se stadijumu razvoja i stanju nalazi platni bilans Crne Gore i njegovi računi, dat je na uvid pregled platnog bilansa Crne Gore u periodu od 2005. do 2017. godine.

Tome je uslijedilo teorijsko određivanje determinanti tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore kroz oslanjanje na postojeću teorijsku podlogu malobrojnih naučnika koji su pristupili toj tematici. Kao zaključak tog dijela navedeno je kako je spisak pet najuticajnijih aspekata koji imaju efekta na deficit tekućeg računa platnog bilansa:

- Nizak nivo izvoza;
- Izuzetno visok nivo uvoza;
- Visok nivo agregatne tražnje;
- SDI prilivi;
- Visok nivo cijena poljoprivrednih proizvoda i proizvoda energije.

Takođe je pomenuto kako će jedan od značajnih faktora uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore biti, već izvjesno i najavljeno, pridruživanje Crne Gore zajednici evropskih zemalja.

Pomenuti uticaj u trenutku pisanja rada bilo je teško procijeniti najviše iz razloga što je nemoguće precizno utvrditi na koje će sve elemente platnog bilansa uticati, ali je takođe jedna od preporuka ovog poglavlja izrada naučnog istraživanja upravo sa fokusom na potencijalne realne implikacije ovakvog događaja na crnogorsku ekonomiju, odnosno njen platni bilans. Izvjesno je da će taj uticaj biti značajan, a jedna od odrednica ili smjernica moglo bi biti ujednačavanje (makar) pravaca istraživanja prema sličnim istraživanjima sprovedenim u onim zemljama koje imaju bliske ekonomske karakteristike kao Crna Gora ili su sa njom dijelile istoriju ili geografsku granicu (poput Hrvatske).

Navedene determinante koje su prvo teorijski predstavljene i objašnjene, potom su ekonometrijski provjerene, što čini možda i najznačajniji naučni doprinos razvoju ekonomske misli u ovoj oblasti, makar u okvirima ovog dijela rada. Rezultati istraživanja se, važno je napomenuti, nijesu poklopili sa postojećom teorijom iz ove oblasti.

Naime, prema postojećoj literaturi koju je na navedenu temu moguće pronaći, jedino što je ponuđeno jeste teorijski okvir koji obezbjeđuje sumaran prikaz determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore i razvrstava djelove njegovih podračuna.

Drugačije rečeno, ono što već postoji u teoriji ne inovira niti daje značajan naučni doprinos u smislu na šta je potrebno djelovati da se pokuša sniziti deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Iz formule za deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore jasno je da što je veći jaz između uvoza i izvoza, to je veći deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Po mišljenju autorke ovog istraživanja potrebno je otići korak dalje i otkriti šta je to što uzrokuje svaki od navedenih podračuna deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore da se ispolji.

Dakle šta je to što utiče na postojanje:

- Niskog nivoa izvoza;
- Izuzetno visokog nivoa uvoza;
- Visokog nivoa agregatne tražnje;
- SDI prilive,
- Visok nivo cijena poljoprivrednih proizvoda i proizvoda energije.

Ekonometrijski dio istraživanja je za rezultat dao spisak kratkoročnih i dugoročnih determinati deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Spisak dobijenih kratkoročnih determinanti deficita tekućeg računa koje su posljedica ekonometrijskog istraživanja su prezentovane u nastavku:

- Stopa rasta;
- Uslovi trgovanja;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a;
- Kamatna stopa eura.

Na koji način **stopa rasta** utiče na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore? Naime, može se zaključiti, povezujući taj zaključak sa uvodnom teorijom iz istog poglavlja, kako stadijum ekonomskog razvoja Crne Gore u kojem se trenutno nalazi (i to za čitav posmatrani period, od obnove nezavisnosti, a isto će sa velikom vjerovatnoćom biti slučaj i u budućnosti) za sobom kao neophodnost povlači deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Najbolji primjer da se objasni prethodna konstatacija bio bi postojeći projekat izgradnje auto-puta. Dakle, auto-put Bar–Boljare (čija je izgradnja u toku od 2015. godine i traje i u trenutku pisanja ovog rada) predstavlja veliki finansijski trošak, to jest, investiciju u budućnost ekonomije Crne Gore, neophodan za njen dalji rast i razvoj, ali iz razloga neophodnosti obavljanja ove aktivnosti mora doći i do povećanja uvoza materijala, opreme, radne snage i slično.

Posljedično, na ovaj način povećava se i potreba za eksternim zaduživanjem i kategorije tekućeg računa platnog bilansa „uvoz“. Kao što je u detaljnoj analizi tog poglavlja objašnjeno, važi pravilo za zemlje koje su na globalnom tržištu nedovoljno razvijene da „pozajmljuju“ sredstva od razvijenijih zemalja koje generišu suficite tekućih računa svojih platnog bilansa, i na taj način postaju njihovi kreditni dužnici, dok su zemlje koje generišu suficite tekućih računa svojih platnog bilansa, njihovi kreditni povjerioci. To nije nova teza, ali je ekonometrijski potvrđena za slučaj Crne Gore. Takođe, to nije nužno negativna informacija o ekonomiji Crne Gore, već upravo suprotno, pošto se zemlja zadužuje ne samo da „pokrije“ slabosti svoje ekonomije na najrazličitije načine već i da bi načinila svoju privredu stabilnijom i zdravijom, sistem samoodrživim i primamljivijim za dalje investiranje, da bi povezala svoje granice i omogućila još lakši transport roba, usluga, ljudi, kapitala i slično.

Na osnovu navedenog je moguće zaključiti da će ta zemlja u brzom roku ostvariti dodatnu ekonomsku vrijednost i na taj način u dugom roku osnažiti ekonomiju i postići međunarodnu konkurentnost, što će rezultirati suficitima na njenom tekućem računu, pretvarajući je od kreditnog dužnika prema jednoj ili više zemalja i/ili institucija u inostranstvu, u kreditnog povjerioca za manje razvijene zemlje.

Uslovi trgovanja su takođe značajan faktor uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa, jer je jasno da što su povoljniji uslovi trgovanja, to je za manje ekonomski razvijenu, otvorenu i dolarizovanu/eurizovanu zemlju ekonomski logičnije da radije uvozi nego izvozi. Međutim, ekonomski utemeljena izjava da je dobro, ili makar preporučljivo, pogoršavati uslove trgovanja jer bi to, pored kratkoročne pozitivne implikacije na postojeći deficit tekućeg računa svog platnog bilansa bilo na uštrb stanovnika te zemlje koji bi bili prinuđeni da se okrenu kapacitetima interne proizvodnje, a ne globalnom tržištu.

Jedna od iznenađujućih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa jeste: **Racio štednje privatnog sektora** i BDP-a, ali i kamatna stopa EUR-a.

Iz definicije deficita tekućeg računa platnog bilansa razumljivo je zašto prva od dvije determinante ima uticaja na deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Za **kamatnu stopu eura**, međutim, nije toliko očigledno, ali je moguće objasniti. Naime, pošto Crna Gora i njen vrhovni monetarni autoritet (Centralna banka) nemaju funkciju štampanja svoje valute, crnogorska ekonomija umnogome je zavisna o kamatnoj stopi eura. Što je veća, to je “skuplja” kupovina valute, te se deficit povećava.

Sve ove determinante imaju uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa na kratak rok, kako je već rečeno. Navedeni zaključci su od izuzetnog značaja za kreatore monetarne politike kako za razumijevanje dešavanja na polju tekućeg računa platnog bilansa, tako i za postavljanje kratkoročnih ciljeva i kreiranje očekivanja od monetarne politike na kratak rok.

Što se tiče značajnijih, dugoročnih determinanti, koji su opet uvezani sa kratkoročnim ciljevima, to su:

- Stopa rasta;
- Realni devizni kurs;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a;
- Racio štednje javnog sektora i BDP-a.

Dobijeni podaci su izvedeni korišćenjem ARDL metodom, koristeći kamatnu stopu eura kao egzogenu varijablu što je značajno uticalo na racio deficita tekućeg računa platnog bilansa i BDP-a.

Jasno je da je **stopa rasta** (objašnjeno u dijelu kratkoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa) od najvećeg značaja za regulaciju permanentnog deficita tekućeg računa platnog bilansa.

Sumarni zaključak ekonometrijskog istraživanja je da je u slučaju Crne Gore opravdano postojanje deficita tekućeg računa platnog bilansa na kratak rok kao posljedica investicija u zemlju i njeno osnaživanje, a kako je za očekivati da se u budućnosti uz pomoć samokorigujućeg mehanizma i multiplikacije dodatne vrijednosti koja je stvorena pravilnim investicijama, taj deficit postepeno smanjuje do potpunog nestanka.

Navedeni zaključci iznad čine gro istraživanja ovog dijela rada i nude realne smjernice i uputstva kreatorima politike Crne Gore, ali ne samo njima, već i budućim istraživačima iz ovih oblasti.

Na samom kraju, posljednja podoblast u okviru ovog dijela rada koja je istraživana jeste ujedno bio i pokušaj da se dokaže hipoteza da *prilivi po osnovu doznaka iz inostranstva*

snžavaju zavisnost crnogorske ekonomije od stranih direktnih investicija i portfolio investicija.

Da bi se navedena hipoteza dokazala prvo je bilo neophodno istražiti i analizirati oblast tekućih, odnosno sekundarnih dohodataka, kao posebne pozicije u dijelu tekućeg računa platnog bilansa. Dat je uticaj ovog podračuna tekućeg računa na iznos njegovog deficita, a onda upoređen sa iznosom neto investicija. Sve navedene elemente istraživanja prate numerološka i grafička objašnjenja.

Ono što je iz ovog istraživanja dokazano, pored hipoteze, jeste činjenica da Crna Gora, poput ostalih manje razvijenih zemalja sa značajnim brojem njenih nekadašnjih rezidenata koji se sada nalaze u inostranstvu, svjedoči konstantnom prilivu po osnovu sekundarnog dohotka odnosno doznaka iz inostranstva. Čak štaviše, za razliku od nivoa SDI, koji su tradicionalno najviši u periodima ekonomskog prosperiteta i oporavka od ekonomskih kriza, priliv po osnovu sekundarnog dohotka, odnosno doznaka iz inostranstva je veći upravo u periodima ekonomske recesije i posrnuća ekonomskog sistema. Kada se uzme u obzir činjenica kako je najveći dio ovih transfera predstavljao transfere fizičkim licima, a ne ka državi, jasno je da su upravo periodi kriza bili povod za povišen iznos sredstava koja je dijaspora slala ljudima u Crnoj Gori.

U ovom dijelu smo zaključili kako prilivi po osnovu tekućih transfera odnosno sekundarnog dohotka, pozitivno djeluju na balans na tekućem računu platnog bilansa na način da kontinuirano i u značajnoj mjeri smanjuju njegov deficit, omogućavajući zemlji da na taj način da uz manji neophodni iznos investicija (bile one strane direktne, portfolio, finansijski derivati ili tzv. ostale investicije) ili kreditnim zaduženjem u inostranstvu, „pokriva“ deficit tekućeg računa, koji, moguće je zaključiti, nepobitno postoji i postojaće u bliskoj budućnosti Crne Gore, pošto je njen stepen razvoja i dalje na nedovoljnom nivou (u poređenju sa zemljama zapadne Evrope, Amerikom ili slično), a uključena je u globalno tržište kao liberalna, unilaterlno eurizovana zemlja koja je u međunarodnoj trgovini aktivan participant.

Hipoteza se može se smatrati dokazanom. Moguće je, dakle, izvesti sljedeći zaključak: što je veći procenat stranih direktnih investicija i što je njihova struktura povoljnija za ekonomski sistem zemlje, to se smanjuje potreba zemlje za inostranim zaduživanjem da bi se pokrio deficit tekućeg računa.

Na takav način zatvara se oblast istraživanja deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore uz namjeru da se oblast i dalje istraži u budućim naučnim radovima.

2. Dio istraživanja u pogledu blizanačkog deficita (na primjeru Crne Gore)

Kako je u uvodu rečeno, treće poglavlje čini jedan od teorijski najzanimljivijih ekonomskih fenomena koji je u samom radu temeljno ispitan sa teorijskog stanovišta, a tiče se analize teorijske koncepcije o blizanačkom deficitu.

U radu je, na primjeru Crne Gore, dokazano da ne postoji direktni uticaj jednog od deficita na drugi, ali je dat naučno zanimljiv zaključak kojim se tvrdi da je u osnovi oba deficita, najčešće, isti ekonomski pokretač. Sve prethodno navedeno potkrijepljeno je realnim empirijskim primjerima, a zaokruženo u dijelu zaključnih razmatranja trećeg poglavlja rada.

Pošto su nabrojana istraživanja relativno nova i prema informacijama dostupnim autorki rada, nema sličnog istraživanja na primjeru ekonomije Crne Gore, rezultati teorijske analize i ispitivanja karakteristika crnogorske ekonomije u funkciji odgonetanja odgovora na postavljeno pitanje, nose sa sobom određeni stepen naučnog značaja.

Na samom kraju ovog dijela rada, bilo je važno podsjetiti kako je u godini pisanja rada (tačnije u februaru 2019.) još jedna od zemalja Evropske unije proglasila stanje recesije sopstvene ekonomije. Riječ je o Italiji. Uz sve veći broj zemalja koje se suočavaju sa problematikom ekonomske recesije, perzistentnim fiskalnim deficitom, ali i deficitom tekućeg računa platnog bilansa, važno je imati adekvatne mjerne instrumente za određivanje da li u toj ekonomiji postoji uzročno-posljedična povezanost ovih deficita, koji od navedena dva deficita utiče na drugi ukoliko je njihova povezanost jednosmjerna, i kakva je dinamika i smjer te povezanosti.

Da bi se došlo do tog odgovora neophodno je bilo uporediti crnogorsku ekonomiju, ekonomsku liberalizaciju i otvorenost za trgovinsku „komunikaciju“ sa zemljama u susjedstvu, svijetom, i generalno globalnim tržištem, ekonomsko uređenje, devizni kurs, stanje na tekućem računu platnog bilansa i još neke ekonomske parametre. U ovom poglavlju korišćen je dio metodologije (ali ne i zaključci) iz rada Sakyia i Okopua (2016). U navedenom radu je objašnjena aktuelna, naučno prihvaćena metodologija kojom je ispitan uticaj pomenutih deficita jedan na drugi – dakle, analizirana je hipoteza o postojanju blizanačkog deficita u zemljama u razvoju.

Jedan od naučnih rezultata ovog poglavlja upravo je i temeljna analiza i smjernice postojećeg i preporučenog istraživanja za ekonomiju Crne Gore onda kada to bude moguće, kada to statistička veličina uzorka, koju određuje još uvijek nedovoljna vremenska serija neophodnih podataka, bude dozvolila. U navedenom radu je, na primjeru Gane je dokazano kako fiskalni deficit povoljno utiče na trgovinski deficit (deficit na tekućem računu platnog bilansa).

U pokušaju da daju odgovor na pitanje međuzavisnosti navedenih deficita, ekonometričari su na primjeru ekonomije Gane, dali empirijsko rješenje po ovom pitanju. Sa ciljem davanja odgovora na zadato pitanje morali su da potvrde jednu od sljedećih hipoteza, odnosno da daju odgovore na sljedeća pitanja:

- Hipoteza o blizanačkom deficitu (na primjer: da li povećanje fiskalnog deficita pogoršava dodatno i trgovinski deficit, odnosno deficit tekućeg računa platnog bilansa?);
- Rikardijanska ekvivalencija (na primjer: povećanje u domenu fiskalnog deficita nema uticaja na nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa); ili
- Hipoteza o blizanačkoj divergenciji (na primjer: povećanje fiskalnog deficita poboljšava nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa)

Za veliki broj zemalja upravo je korišćenjem jednostavnog ekonometrijskog modela koji je objašnjen u ovom poglavlju moguće doći do potvrđivanja neke od navedene tri hipoteze. Međutim, zbog premalog uzorka za ekonomiju Crne Gore to nije bilo moguće.

Ipak, to je autorku rada usmjerilo na drugi pravac kojim su iskorišćeni rezultati ekonometrijskog istraživanja iz poglavlja rada u kojem je riječ o determinantama deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore.

Implementacijom rezultata dobijenih kompleksnom ekonometrijskom analizom iz tog poglavlja rada u pitanja koja pomenuti naučnici (koji su analizirali ekonomiju Gane sa aspekta upravo ovog pitanja) bilo je moguće na koncu doći do traženih odgovora i potvrditi nultu hipotezu.

Da bi se došlo dakle do odgovora, bilo je potrebno znati odgovore na sljedeći set pitanja:

- Na koji način je (ukoliko jeste) fiskalni deficit ove zemlje doprinio deficitu tekućeg računa platnog bilansa?
- Koje su implikacije takve povezanosti po ekonomsku stabilnost i održivi ekonomski rast?

Kao što ni na primjeru Gane, nikada do ovog članka nije urađeno slično ekonometrijsko ispitivanje, tako, koliko je poznato autoru, nikada nije urađeno ni na primjeru Crne Gore. U tome se još jednom ogleda naučni značaj i inovativnost ovog rada.

Kako je crnogorska ekonomija, baš kao i ekonomija Gane, prošla kroz procese liberalizacije ekonomskog i političkog režima, od rezultata istraživanja očekivalo se da ukažu na slične zaključke, odnosno da se rezultati istraživanja sprovedenog na ekonomiji Gane makar u jednom dijelu mogu primijeniti i na Crnu Goru. Međutim, za razliku od ekonomije Gane, gdje je dokazano da jedan od deficita ima uticaja na drugi i to pozitivan, u ovom naučnom radu to nije dokazano za ekonomiju Crne Gore.

Moguće je reći da su oprečni rezultati ova dva istraživanja produkt tehničkih, odnosno statističkih ograničenja koje ima ekonomija Crne Gore. Naime, kao što je već naglašeno, problematika koja uzrokuje da za primjer Crne Gore nije moguće empirijom doći do odgovora na postavljena pitanja sadržana je u izuzetno slabom uzorku neophodnih varijabli (vremenskih serija) potrebnih da se empirijski potrebne determinante stave u međuodnos.

Stoga je pristupljeno teorijskom tumačenju ekonometrijskih rezultata iz drugih djelova ovog rada i njihovom stavljanju u službu pronalaženja odgovora na ovdje postavljena pitanja.

Prvo je odgovoreno na pitanje broj jedan.

- Na koji način je (ukoliko jeste) fiskalni deficit ove zemlje doprinio deficitu tekućeg računa platnog bilansa?

Imajući u vidu da je kompleksnom ekonometrijskom analizom iz trećeg poglavlja ovog rada (ARDL ekonometrijskim modeliranjem) dokazano da su:

Dugoročne, ali i kratkoročne determinante deficita tekućeg računa Crne Gore:

- Stopa rasta;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a:

Isključivo dugoročne determinante deficita tekućeg računa:

- Realni devizni kurs;
- Racio štednje javnog sektora i BDP-a.

Isključivo kratkoročne determinante deficita tekućeg računa:

- Uslovi trgovanja;
- Kamatna stopa eura.

Iz navedenog istraživanja ne postoji dokazana povezanost između fiskalnog i deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Drugim riječima – finansijski deficit ne čini jednu od determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, makar ne direktno. Posljednji dio ove rečenice ekonomski je veoma značajan i treba ga naglasiti.

Razlog tome leži u jednom od zaključaka ovog rada u kojem je iznesena teza kako su ciljevi ekonomske politike međuzavisni u najvećem broju slučajeva, posebno kada se govori o najvažnijim makroekonomskim ciljevima, što znači da je nerealno i u praksi neobjašnjivo da jedan od ovih deficita nema nikakav uticaj na drugi. To je, pride, jednostavno teorijski i rastumačiti.

Na primjer, moguće je reći da se fiskalnim deficitom koji se konstantno povećava, poskupljuje zaduživanje zemlje kod eksternih izvora/organizacija. Na taj način zemlji je potrebno sve više novca da finansira nedostajući dio svog državnog budžeta što „guši“ i slabi ekonomiju koja sve više gubi potencijal da stvori dodatnu vrijednost i za osnovni cilj ima pokrivanje budžetskih „rupa“.

Kao dugoročna posljedica ovakvog stanja, može se javiti i (ukoliko zemlja ima svoju valutu što za Crnu Goru nije slučaj, i što nju upravo čini izuzetkom u takvom tumačenju i zaključivanju o blizanačkim deficitima) slabljenje domaće valute, što bi učinilo zemlju manje konkurentnom na globalnom planu i čime bi se pogoršali njeni uslovi trgovanja što bi prije ili kasnije vodilo produbljivanju deficita tekućeg računa njenog platnog bilansa.

Međutim, iako je navedeni primjer „*spill-over*“ efekta perzistentnog budžetskog deficita definitivno potvrda da ne može postojati jedan, a da makar u jednom dijelu, odnosno da u nekoj mjeri ne izvrši uticaj na drugi tip deficita, za Crnu Goru blizanački deficit ne može u potpunosti biti dokazan, to jest, ne može biti potvrđeno njegovo postojanje.

U jednom dijelu možemo reći da korijen deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore leži u deficitu državnog budžeta, ali ne može se reći i obrnuto. Ovo je jasno kada se uzme u obzir iznesena konstatacija koja važi za ekonomiju Crne Gore koja leži na krilima investicija i nije okrenuta štednji. Navedene investicije se najčešće implementiraju zaduživanjem države kod drugih država, međunarodnih monetarnih autoriteta ili drugih velikih pravnih lica (poput banaka), ali i subvencijama i donacijama.

Primjer koji je u ovom poglavlju iznešen jeste izgradnja auto-puta u Crnoj Gori za potrebe kog je Vlada Crne Gore podigla kredit kod velike kineske komercijalne banke. Dakle, može se reći da je takva investicija, koja je produbila deficit tekućeg računa platnog bilansa, „pokrivena“ državnim zaduživanjem i imala za efekat povećavanje fiskalnog deficita.

Dakle, iako nije moguće osporiti međusobnu povezanost finansijskog i deficita tekućeg računa platnog bilansa, u slučaju crnogorske ekonomije ne može se reći da finansijski deficit *uzrokuje* deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Ipak, kad bi Crna Gora imala svoju valutu, koju bi deficit državnog budžeta mogao devalvirati, vjerovatno bi rezultati ovog naučnog istraživanja bili mnogo drugačiji.

U samom poglavlju prethodna konstatacija je detaljno razložena objašnjenjem da na Crnu Goru, njenu ekonomiju i deficit tekućeg računa platnog bilansa dugoročno utiču realni devizni kurs i štednja javnog sektora. Kako realni devizni kurs za neku drugu zemlju može da se oslabi povećanjem finansijskog deficita koji što postaje veći sve ga je teže i skuplje finansirati, slučaj ekonomije Crne Gore izuzetan je u smislu da ona uvozi valutu i nema veliki uticaj na njenu snagu.

Naprotiv, uticaj tako male ekonomije, gotovo nevažne za veličinu i značaj ECB i Eurozone, je inkrementalan. Koliko god da je skupo u smislu kamatne stope na zaduživanje finansirati fiskalni deficit Crne Gore, on neće narušiti realni devizni kurs. Međutim, u perspektivi, ipak može poskupiti sva sljedeća zaduživanja same zemlje.

Što se tiče štednje javnog sektora, ona opet ne zavisi u prevelikoj mjeri od stanja fiskalnog deficita Crne Gore, posebno u vremenu kada je zemlja okrenuta razvoju i spremna da „trpi“ nuspojave razvoja koje jedna takva zemlja mora imati – a to su deficit državnog budžeta, ali i deficit tekućeg računa platnog bilansa.

Šta je to onda što je razlog sličnoj dinamici ali i smjeru kretanja budžetskog ili fiskalnog i deficita tekućeg računa?

Kao što je u ovom poglavlju objašnjeno, može se reći da samo u izvjesnoj mjeri, ukoliko uopšte, fiskalni deficit utiče na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Konačno razjašnjenje sličnosti u kretanju ovih indikatora uspješnosti vođenja jedne ekonomije u razvoju (valja napomenuti) leži u istim ekstremnim uzročnicima i jednog i drugog tipa deficita.

Kako su u ekonomiji Crne Gore, uzročnici oba deficita isti eksterni faktori koji čine rezultat donošenja makroekonomskih odluka vrhovnih monetarnih autoriteta, treba imati u vidu da je utoliko ovaj nalaz važniji.

Ekonomija Crne Gore je, na više mjesta je istaknuto, u razvoju. Donosioci odluka u njenoj ekonomiji dugoročno su se opredijelili za investicije radije nego za štednju, što, ekonometrijski dokazano, po ekonomiju Crne Gore ima za dugoročnu posljedicu – povećanje deficita tekućeg računa platnog bilansa. Da bi se on „pokrio“, a pošto

ekonomija sama po sebi ne generiše dodatnu vrijednost u dovoljnoj mjeri, neophodno je dodatno zaduživanje kod eksternih izvora. Najbolji primjer koji je aktuelan u Crnoj Gori i na lijep način povezuje i empirijski dokazuje prethodnu teorijsku konstataciju je upravo izgradnja auto-puta.

Nedovoljni stepen razvoja natjerao je Crnu Goru da se zaduži eksterno ne bi li finansirala ovu investiciju što je, prirodno, povećalo nivo deficita tekućeg računa zemlje. Sa druge strane, a bez direktnog uticaja samog finansijskog deficita, nedovoljan nivo mašina, opreme, sirovih materijala i ljudskog kapitala natjerao je Crnu Goru da sve nabrojano uveze u periodu rada na auto-putu, što je proširilo jaz između uvoza i izvoza (koji je ostao na relativno sličnom nivou kao u prethodnom periodu), i to je produbilo nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa.

Dakle, investicija u izgradnju auto-puta, na sasvim različit način uticala je na oba navedena deficita, iako ih je oba pomjerila u istom smjeru.

Na kraju, u ovom poglavlju iznesena je i pretpostavka važnosti rada na razmišljanje u pogledu fiskalne konsolidacije i njenom uticaju na održivost fikslanog deficita.

Ukoliko se nastavi postojeći trend sužavanja sive zone crnogorske ekonomije, što utiče na povećanje poreske osnovice, to će i u budućnosti omogućiti pokrivanje tekuće potrošnje na državnom nivou iz tekuće proizvodnje, što će dalje uticati na snižavanje zavisnosti crnogorske ekonomije o eksterno finansiranje sve manjeg dijela fiskalnog deficita.

Na ovaj način, samo razvoj crnogorske privrede, i to dugoročni, biće finansiran eksterno i činiće dio fiskalnog deficita. Međutim, takvo stanje nije i ne može biti aktuelno u pretjeranom dugom roku, pošto se očekuje da će adekvatno investiranje prije ili kasnije početi da generiše dodatnu vrijednost i kojom će finansijski deficit biti polako i postepeno snižavan.

Na ova način je treća hipoteza – *H3: Dinamika i smjer kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita nijesu međusobno direktno korelisani, na primjeru zemlje poput Crne Gore, iako ne u smislu dinamike, ali u pogledu smjera korelacije kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita, potvrđena.*

3. Dio istraživanja u pogledu teoreme o nemogućem trojstvu (adaptirana teorema za primjer Crne Gore)

Nakon bavljenja pojmom blizanačkog deficita i njegovog eventualnog postojanja na primjeru ekonomije Crne Gore, koje je, dakle, osporeno, četvrti dio disertacije bavi se metodološkim osnovama analize teorije o nemogućem trojstvu.

Naime, navedena teorija govori o tome kako je za zemlju koja se njome analizira, moguće da dozvoli slobodan protok kapitala i da ima potpunu nezavisnost u pogledu vođenja monetarne politike. Posljedično, u ovom slučaju nije moguće (prema ovoj teoriji) da zemlja ima fiksni režim deviznog kursa. Ukoliko se zemlja ne odluči na tu kombinaciju, njena sljedeća opcija jeste omogućavanje slobodnog toka kapitala i istovremeno fiksiranje režima deviznog kursa, što rezultira izostankom monetarne nezavisnosti u sprovođenju ekonomske politike. Posljednja od tri opcije se sastoji od ograničavanja ili onemogućavanja slobodnog protoka kapitala pri čemu zemlja ima svu moć monetarne politike, ali je i u stanju je da odabere fiksni režim deviznog kursa. Ovakav slučaj podsjeća na situaciju zatvorene ekonomije i stopu deviznog kursa određuju domaće ekonomske sile.

Dakle, za svaki ekonomski sistem može se reći da je u obavezi da „odabere“ kombinaciju jedne od tri moguće situacije, koja najbolje odgovara njenoj sopstvenoj ekonomiji i da je onda sprovede u djelo i analizira efekte. Po ovoj teoriji, u praksi je nemoguće izbjeći donošenje ovakve odluke.

Nakon postavki makroekonomskog sistema Crne Gore, ali i prezentacije osnovnih postulata teorijske koncepcije o nemogućem trojstvu, upareni su zaključci i rezultati na način da je razumljivo kako se teorija o nemogućem trojstvu, kao takva, ne može primijeniti na uslove crnogorske ekonomije, iz razloga što se u ovoj teoriji polazi se od očigledne pretpostake, koja važi u najvećem broju zemalja, a koja se tiče liberalnosti tih zemalja da odaberu slobodno bilo koju od tri moguće situacije koje su gore objašnjene. U prevodu, zemlja može slobodno da bira da li želi da ima fiksni ili fluktuirajući režim deviznog kursa, zatim, da li je u stanju da „otvori“ ili da naprotiv „zatvori“ zemlju za protok kapitala, i na posljednjem mjestu, da li može da se odrekne ili da afirmiše postojanje monetarnog autoriteta u zemlji.

Na primjeru Crne Gore, koja je zemlja sa unilateralnom eurizovanom ekonomijom koja, uz to, nema funkciju štampanja valute koja je u opticaju, vidljivo je ograničenje teorije o nemogućem trojstvu. Crna Gora, dakle prema originalnoj teoriji, nema tri opcije između kojih može da bira.

Opcija koju crnogorska ekonomija ima ispred sebe jeste oslobađanje granica zemlje za slobodan tok kapitala (ili zatvaranje granica i zabranu istog), dok su alternativna opredeljenja poput monetarne nezavisnosti i odabira između fiksiranog ili plivajućeg režima deviznog kursa, van njene kontrole. Na ovaj način, donosiocima ekonomskih odluka ruke su ruke vezane. Dakle potrebno je ili prihvatiti takvo stanje stvari ili adaptirati teorijski modelski okvir teorije o nemogućem trojstvu prilagođavajući je sistemu koji ima „uvezenu“ valutu, koju ne štampa.

U radu je odabran pristup adaptacije teorijske koncepcije i on je učinjen uključivanjem kategorije deficita na tekućem računu platnog bilansa u originalnu teorijsku koncepciju eliminišući pritom one djelove originalnog okvira koji nijesu primjenjivi na crnogorski sistem. U prilagođenoj teoriji, ispred Crne Gore nalaze se tri različita potencijalna cilja ekonomske politike i to:

- Stabilnost deviznog kursa kroz eurizovanje sistema i eliminaciju nezavisnosti u vođenju monetarne politike, ili alternativno deeurizaciju istog;
- Oslobađanje ili ograničavanje slobode protoka kapitala;
- Targetiranje nivoa deficita tekućeg računa platnog bilana zemlje.

Posljedično, nabrojane su „kombinacije“ moguće politike koje Crna Gora, teorijski, ima:

- A.** Prvu opciju čini targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje i postizanje stabilnosti deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema, što je moguće kroz kontrolu kapitala.
- B.** Druga opcija koja je moguća za crnogorsku ekonomiju je stabilnost deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema i slobodnog kretanja kapitala, što je moguće samo uz postojanje značajnog nivoa deficita na tekućem računu zemlje.
- C.** I na kraju, posljednja opcija je targetiranje nivoa deficita na tekućem računu zemlje uz slobodno kretanja kapitala, što bi morala da prati deeurizacija monetarnog sistema i formiranje fluktuirajućeg režima deviznog kursa.

Crnogorska ekonomija je unilateralno eurizovana ekonomija, a uz to je i otvorena, kako za prilive, tako i za odlive kapitala. Dakle, uz takav sistem ekonomskih politika, postojanje (čak i perzistentnog) nivoa deficita na tekućem računu platnog bilansa je neophodnost, jednako koliko i prirodna posljedica sistemskog prilagođavanja.

Na ovakav način, teorijski je dokazano da je u sistemu koji je eurizovan (i samim tim, njegova monetarna vlast nema moći ni kapaciteta da izjednačava devizni kurs, odnosno da ga fiksira, ali nema uticaja ni na količinu novca u opticaju) i otvoren za tokove kapitala, a čija je ekonomija je nedovoljno konkurentna u poređenju sa svjetskom, logična posljedica upravo deficit na tekućem računu platnog bilansa. Ova teorija o neophodnosti postojanja deficita na tekućem računu platnog bilansa Crne Gore dokazana je kako u usporedbi sa ekonomijom Gane (koja je učinjena u samom radu), tako i na empirijskom primjeru iz petog poglavlja u kojem je analizirana ekonomija Crne Gore od nezavisnosti do danas sa aspekta poslovnih ciklusa njene ekonomije.

U aktuelnom nivou razvoja ekonomije, dakle, dokazano je, da će se ljudi, posebno imajući u vidu stepen ekonomske otvorenosti kako za tokove kapitala tako i za trgovinu sa inostranstvom, logično radije opredjeljivati za uvoz, nego za izvoz, što će bitno uticati na trgovinski disbalans u korist deficita istog računa. Takođe, kako je to često slučaj sa manje razvijenim zemljama, uglavnom će biti izvožen sirovi materijal i poluproizvodi, a uvoženi gotovi proizvodi. Posljedično, sa rastom, doći će i do direktno proporcionalne promjene na tekućem računu platnog bilansa. Dakle, može se smatrati dokazanom hipoteza o tome kako centralni problem crnogorske ekonomije nije deficit njenog tekućeg računa platnog bilansa, već je njen mnogo veći izazov i ranjivost njene eurizovane i otvorene privrede, nedovoljan nivo konkurentnosti i to posljedično povlači perzistentan deficit na tekućem računu.

U istom poglavlju teorijski je ispitano da li bi bilo moguće da crnogorska ekonomija iskusi na sopstvenom primjeru neku od preostale dvije opcije i kakve bi to posljedice imalo po zemlju i njenu ekonomiju.

Rezultat teorijskog istraživanja ovog dijela rada sastoji se u zaključku da su, sa ekonomskog stanovišta, dosežne i druge situacije, iako nijedna od njih nije idealnija od aktuelne u pogledu zdravlja crnogorskog ekonomskog sistema.

Naime, moguće situacije koje Crna Gora može potencijalno da ima su:

- A. Targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz postizanje stabilnost deviznog kursa

Crnogorski ekonomski sistem bi u situaciji „A“, imao kontrolisan nivo deficita na tekućem računu države (dakle neke prepreke i/ili motivacije u pogledu uslova trgovanja) i stabilan nivo deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema.

Jedini način na koji je moguće regulisati ovu situaciju jeste kroz kontrolu kapitala. Dakle, trenutne strateške postavke i određenja zemlje u globalu ne bi mogle biti dosegnute.

U teorijskom istraživanju nije pronađen odgovor na to da li bi ova situacija bila uopšte moguća i koje bi implikacije po Crne Goru ona imala. Razlog tome je činjenica da je crnogorsko strateško-političko opredjeljenje da napreduje u razvoju, a sve u pravcu pridruživanja većim sistemima koji bi joj omogućili ekonomsku, političku i drugu sigurnosti, stabilnost i dalji napredak, pružajući joj postojeću figuraciju sistema, pristup većim tržištima kako rada tako i kapitala i još mnogo toga drugog. U tom strateško-razvojnom cilju Crna Gora se prije nekoliko godina pridružila NATO alijansi, a već je u završnim fazama pregovora za pridruživanje Evropskoj uniji. Dakle, sa aspekta liberalizacije svojih tokova kapitala, sad je to praktično nemoguće. Sav dosadašnji ekonomski rast i razvoj Crne Gore, pratilo je liberalizaciono opredjeljenje u toku kojeg je crnogorska ekonomija rasla, jačala i postajala sve više međunarodno umrežena i stabilna.

Zaključak koji prati prethodno postavljeno teorijsko pitanje, koje bi bilo korisno i empirijski modelirati, pa onda ekonometrijski ispitivati u budućnosti jeste da bi Crna Gora kao ekonomija koja niti je dovoljno razvijena, niti nezavisna od globalnog tržišta, ukoliko bi se odlučila za kontrolu kapitala, kao jedinu opciju da bi dozvolila targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz postizanje stabilnost deviznog kursa, mnogo više izgubila nego dobila u ekonomskom smislu. Trgovina bi se smanjila i na taj način bi se deficit „vještački“, umanjio ali bi agregatna tražnja ostala „nezadovoljena“. Ovo bi moglo rezultirati, na primjer, povećavanjem zone sive ekonomije, a svakako bi narušilo kvalitet života građana.

- B.** Targetiran nivo deficita na tekućem računu zemlje uz slobodno kretanja kapitala, što bi morala da prati deeurizacija monetarnog sistema i formiranje fluktuirajućeg režima deviznog kursa.

Jedini način koji je, prema modifikovanoj teoremi nemogućeg trojstva za ekonomiju Crne Gore, moguć za situaciju simultanog targetiranja nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje i dozvoljavanje slobodnog protoka kapitala bilo bi moguće samo uz ispunavanje dva preduslova:

- C.** Deeurizaciju monetarnog sistema, i

Dozvoljenu situaciju štampanja dodatne količine novca u opticaju ne bi li se na kratak rok nivelisao veliki (postojeći) deficit tekućeg računa platnog bilana zemlje i doveo na željeni nivo.

Da li je ova, druga, situacija, moguća i koje bi ona implikacije po Crne Goru ona imala, jasnije je nego iz situacije „A“, i, takođe je u radu teorijski odgonetnuto.

Deeurizacijom monetarnog sistema, Crna Gora bi suštinski izgubila elementarnu prednost koju ima među zemljama regiona koje nijesu članice Evropske unije, a koja joj dozvoljava ekonomsku konkurentnost njene valute, povjerenje građana u stabilnost monetarnog sistema, i mnogo drugih pozitivnih implikacija. Deeurizacijom, Crna Gora bi se „vratila“ u monetarnu situaciju koju je imala prije uvođenja njemačke marke i eura u svoj monetarni sistem.

Važno je podsjetiti se na koji način se ta epizoda ekonomskog života Jugoslavije završila – jednom od najvećih hiperinflacija na svijetu ikada. Još iz tog vremena, čak i kada bi crnogorski monetarni autoriteti u toj potencijalnoj situaciji vodili monetarni sistem savršeno precizno i nepristrasno (što je u malim i veoma povezanim sredinama poput crnogorske gotovo nemoguće), povjerenje ljudi u valutu koja se štampa u zemlji nije veliko. A poznato je da su inflatorna očekivanja, jedan od važnih odrednih parametara stabilnosti svake valute.

Uz pretpostavku da bi deeurizacija monetarnog sistema bila uopšte moguća i da bi ista omogućila kontrolisanje nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje, važno je računati sa aktuelnim stepenom razvoja crnogorske ekonomije (koji je na mnogo nižem nivou nego nekih drugih ekonomskih sila koje su takođe participanti globalnog tržišta), koji bi u „normalnoj“ situaciji liberalizacije trgovine prirodno izazvao deficit tekućeg računa platnog bilansa zemlje. Tada bi bilo neophodno manipulirati sopstvenom valutom i deviznim kursom ne bi li se postigao željeni efekat.

Rezultat ovih aktivnosti bio bi još oslabljenija ekonomija, viši stepen inflacije, a jednako „zadovoljenje“ agregatne tražnje. Praktično bi se u takvoj situaciji samo zamaskirao osnovni problem zemlje (njena nedovoljna razvijenost i nedostatak konkurentnosti kao i ranjivosti realne ekonomije). Ovo bi moglo biti učinjeno kroz privremeno maskiranje manipulacijama deviznog kursa i valute, umjesto rješavanja problema deficita na trajan način. To je ono što se između ostalog i u ekonomskom žargonu zove „brzo rješenje“ problema, koji bi nastavio da postoji i podriva rast i samoodrživost ekonomskog sistema u budućnosti.

Stoga je rezultat dijela teorijskog istraživanja koji je za cilj imao da istraži i ispita potencijalne implikacije druge dvije opcije koje su, makar teorijski, dostupne Crnoj Gori, rezultirao važnim zaključcima. Naime, nijedna od dvije alternativne opcije, u ekonomskom smislu, nije održiva za sistem ekonomije Crne Gore. Ono što ona trenutno radi, u kombinaciji sa adekvatnim investiranjem u razvojne grane njene ekonomije je ključno dugoročno rješenje za postizanje sistemske održivosti.

4. Dio istraživanja u pogledu uticaja tokova kapitala na stabilnost i rast Crne Gore.

Peto poglavlje rada, poput drugog poglavlja, takođe sadrži ključne ekonometrijske proračune kojima je, uz sva prethodno iznesena pojašnjenja, teorijska razmatranja i empirijska istraživanja, dat odgovor na sami naslov disertacije, a to je koji je to uticaj moguće identifikovati između tokova kapitala i makroekonomske stabilnosti i ekonomskog rasta Crne Gore.

Da bi se došlo do ovih odgovora, u petom dijelu je na prvom mjestu prezentovana teorijska podloga u vidu objašnjenja metodologije za dobijanje SERLEI i CROLEI indikatora za predviđanje poslovnih ciklusa Srbije i Hrvatske. Odmah potom, nakon prezentacije metodologije obračuna SERLEI i CROLEI indikatora za predviđanje poslovnih ciklusa tih ekonomija, objašnjeno je zašto je MONLEI indikator trenutno nemoguće razviti na primjeru Crne Gore.

Međutim, iznađen je bolji način da se dođe do odgovora na isto pitanje koje se postavlja „pred“ MONLEI indikator, i to kroz ARDL modeliranje dva ekonometrijska problema odnosno pitanja.

Dakle, u poglavlju rada u kojem je bilo riječi o uticaju tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore u stvari je dat odgovor na sami naslov teze, odnosno utvrđeno je postojanje međuzavisnosti makroekonomske stabilnosti zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima u Crnoj Gori.

Premda hipoteza broj četiri nije mogla biti dokazana – *H4: „Konstruisanjem novog vodećeg indikatora privrednog ciklusa u Crnoj Gori moguće je predvidjeti narednu fazu privrednog ciklusa uz određeni vremenski pomak“* – iznađen je inoviran napredni ekonometrijski pristup rješavanju ove problematike, pa se sljedeći dio istog poglavlja ticao determinacije kratkoročnih i dugoročnih efekata tokova kapitala na rast bruto domaćeg proizvoda a naredni na vezu između finansija i rasta na primjeru Crne Gore.

Na ovaj način, data je ekonometrijska podloga za zaključivanje o međusobnoj korelisanosti rasta i makroekonomske stabilnosti i tokova kapitala za koje je Crna Gora otvorena.

U radu je korišćenjem ARDL modela utvrđeno postojanje kratkoročnih uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore i to u vidu uticaja sljedećih varijabli:

- Prethodne vrijednosti (docnje ili leg-ovi) BDP-a;

- Strane direktne investicije;
- Ukupni kapitalni prilivi ;
- Kamatna stopa eura.

Što se tiče dugoročnih uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore, dokazano je da sljedeće varijable imaju dugoročni uticaj na ekonomski rast Crne Gore:

- Strane direktne investicije;
- Ukupni kapitalni prilivi.

Istom ekonometrijskom metodologijom utvrđeno je kako nema dugoročnog uticaja portfolio investicija na ekonomski rast Crne Gore.

Na kraju, izračunata je i brzina prilagođavanja ekonomije Crne Gore novom ekvilibrijumu nakon inicijalnog disekvilibrijuma nastalog kao posljedica nekog od faktora uticaja, određivanjem ECM regresora. Negativan, a statistički značajan, CointEq koeficijent govori da će se potpuna prilagođavanja privrede dogoditi u okviru istog kvartala. Brzo prilagođavanje privrede Crne Gore pozitivan je signal o zdravlju ekonomije zemlje posebno u uslovima njene velike izloženosti eksternim šokovima.

Naredni dio poglavlja broj pet je bio, dakle, utvrđivanje veze između finansija i rasta na primjeru Crne Gore.

U zaključku na sprovedeno ekonometrijsko istraživanje određena je kratkoročna i dugoročna dinamika uticaja finansiranja (gdje je posmatran uticaj disperzije domaćih kredita privatnom sektoru) na rast.

Utvrđeno je da na kratak rok, kako BDP rast, tako i ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru, imaju pozitivan i signifikantan uticaj na rast BDP-a u Crnoj Gori. Tačnije, prvi leg, odnosno docnja BDP rasta ($D/GDPG(-1)$) kao i tekući i prvi leg ekspanzije domaćih kredita datih privatnom sektoru, predstavljaju kratkoročne determinante rasta BDP-a, pošto su njihovi koeficijenti statistički značaji (p-vrijednosti t-statistika su manji od 5%).

Takođe koeficijenti *dummy* varijable koja označava globalnu krizu (*crisesdum*) je negativna, što indicira da je nedavna globalna kriza, započeta u USA, prouzrokovala smanjenu stopu ekonomskog rasta Crne Gore i statistički je značajana.

Dakle, zaključeno je da kratkoročni uticaj na rast BDP-a Crne Gore imaju sljedeće varijable:

- Prethodna vrijednost (prva docnja) BDP-a;
- Prethodna i tekuća vrijednost domaćih kredita privatnom sektoru;
- Globalna ekonomska kriza.

Na dugi rok, efekti ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru su takođe pozitivni i predstavljaju signifikantan uticaj na BDP rast, navodeći na zaključak da rast, tačnije ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru od jedan posto (1%), povećava rast BDP-a na nivou ekonomije za okvirno 0.025%.

Stoga, zaključeno je kako dugoročni uticaj na ekonomski rast Crne Gore ima varijabla distribucija domaćih kredita privatnom sektoru.

Može se stoga reći kako postoji korelacija ekonomskog rasta Crne Gore i finansiranja i to privatnog sektora, i to bi mogao biti jedan od preporučenih razvojnih pravaca crnogorske ekonomije.

Na kraju je, kao u prethodnom dijelu istog poglavlja, dat proračun brzine prilagođavanja ekonomije i postizanju ekvilibrijuma nakon inicijalnog disekvilibrijuma nastalog kao posljedica nekog od faktora uticaja, određivanjem ECM regresora.

Takozvani "Error correction model", koeficijent brzine prilagođavanja je utvrđen kao statistički značajan pošto ima veću vrijednost od apsolutne jedinične vrijednosti.

Poput zaključka iz prethodnog dijela poglavlja koeficijent govori da će se potpuna prilagođavanja privrede dogoditi u okviru istog kvartala. Brzo prilagođavanje privrede Crne Gore pozitivan je signal o zdravlju ekonomije zemlje, posebno u uslovima njene velike izloženosti eksternim šokovima.

Sumarno, nakon prezentacije metodologije istraživanja i zaključaka koji su nastali iz istih, može se smatrati da je tangiran naslov same doktorske disertacije i na njega odgovoreno na adekvatan način. Naime, na osnovu prezentovanih rezultata može se zaključiti kako je utvrđeno postojanje ne samo uticaja makroekonomske stabilnosti zemlje na njenu otvorenost prema globalnim ekonomskim tokovima, već i obratno. Tačnije sumarno, svim istraživanjima (teorijskim i empirijskim) koji su u radu sprovedeni može se zaključiti kako je, na primjeru ekonomije Crne Gore, sa svim njenim nekoliko puta prezentovanim opisnim karakteristikama, moguće govoriti o

međuzavisnosti makroekonomske stabilnosti Crne Gore i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima.

Autorka rada se nadovezuje na sami naslov i nakon sprovedenih istraživanja smatra da se može prethodna izjava nadopuniti govoreći o tome da za aktuelnu situaciju u privredi Crne Gore, ceteris paribus, što je zemlja stabilnija (gledano sa makroekonomskog aspekta), to njena otvorenost prema globalnim finansijskim tokovima treba da bude izraženija.

Isto tako, što se više zemlja otvori prema globalnim finansijskim tokovima, to je za očekivati da će postići još veći stepen makroekonomske stabilnosti. Međutim, prilikom iznošenja prethodne konstatacije ne smije biti zanemaren jedan od najvažnijih rezultata naprednog ekonometrijskog istraživanja koji je prezentovan u radu.

Naime, u pogledu otvorenosti zemlje prema globalnim finansijskim tokovima, ne smije biti zanemarena činjenica da će isti generisati pozitivnije rezultate što snažnija bude konkurentnost zemlje u odnosu na okruženje i što jača bude njena realna ekonomija. Stoga, puko otvaranje ka globalnim finansijskim tokovima, bez „internog“ rada u samoj zemlji na navedenim slabostima privrede, ne bi imalo željeni rezultat na kratak, srednji, ali ni na dugi rok. Te vrste aktivnosti, u svim svojim modalitetima ispoljavanja, moraju biti sprovedene simultano za postizanje željenog pozitivnog efekta po ekonomiju Crne Gore.

6.2 Potencijalne implikacije istraživanja na politiku odlučivanja

1. Dio istraživanja u pogledu deficita tekućeg računa bilansa plaćanja i njegovih determinanti (na primjeru Crne Gore)

Kratkoročne determinante deficita tekućeg računa su na primjeru ekonomije Crne Gore sljedeće:

- Stopa rasta;
- Uslovi trgovanja;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a;
- Kamatna stopa EUR-a.

Vrlo je važno po prvi put imati te informacije na umu, za one koji donose makroekonomske odluke, jer svaka implementirana mjera ekonomske politike koja ima za cilj supresiju deficita tekućeg računa platnog bilansa, imaće za posljedicu kratkoročni uticaj na neku od gore nabrojanih determinanti tog deficita i obrnuto.

Na sličan način izvedene su i dugoročne determinante deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore, koji su opet uvezani sa kratkoročnim ciljevima, i to su:

- Stopa rasta;
- Realni devizni kurs;
- Racio štednje privatnog sektora i BDP-a;
- Racio štednje javnog sektora i BDP-a.

Jedna od poruka zainteresovanim licima jeste svakako da se jedino na dugi rok može očekivati da će investicije u razvoj zemlje (poput investicije u infrastrukturu puteva zemlje koja je pomenuta) dati rezultate i da je stoga opravdano postojanje deficita tekućeg računa platnog bilansa u datom trenutku, dok stadijum razvoja zemlje još uvijek nije na zavidnom nivou.

Nekoliko puta je u radu pomenuta teza kako je jedna od suštinskih ranjivosti ekonomije Crne Gore nedostatak konkurentnosti realne ekonomije, i osnaživanjem tog elementa i bez demotivacije trgovine njenih stanovnika sa inostranstvom, moguće je postepeno od situacije postojanja deficita tekućeg računa platnog bilansa doći do suficita tog računa. U tom slučaju govorili bismo o smanjenoj potrebi za eksternim finansiranjem ovog deficita čak i mogućnosti oplođavanja ovog viška vrijednosti kroz davanje sredstava kao pozajmicu manje razvijenim zemljama.

Realni devizni kurs, jeste jedna od dugoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa, međutim za razliku od prethodne, ne predstavlja isključivo odredicu crnogorskog sistema već se može primijeniti na mnogo veće političke i državne sisteme poput cjelokupne EU, koja konstantno pokušava raditi na poboljšanju pozicije eura u odnosu na druge konkurentske valute. Što povoljniji devizni kurs, to snažnija ekonomija koja ga koristi.

Što se tiče racija štednje privatnog sektora i BDP-a i racija štednje javnog sektora i BDP-a, ove determinante moguće je povezati sa prvom, odnosno stopom ekonomskog rasta. Poznato je da su zemlje koje generišu suficite tekućeg računa platnog bilansa one koje se suočavaju sa većim iznosom štednje u poređenju sa investicijama. Crna Gora je

dokaz suprotne ekonomske “situacije”, tako da je još uvijek u stadijumu “neto dužnika” ka inostranstvu.

Polazeći od postojeće teorije iz navedene oblasti ekonomije, nabrojane su predložene mjere za snižavanje deficita na tekućem računu platnog bilansa zemlje (Crne Gore) i to su:

- Povećati nivoa izvoza – osnažiti domaću ekonomiju i povećati konkurentnost domaćih proizvoda;
- Sniziti nivo uvoza – predlog je da se zaštiti domaća proizvodnja kroz anti-damping, kompenzatorne carine, zaštitu od prekomjernog uvoza, kao i pojačanje kontrole ispravnosti atesta, sertifikata i ispunjenosti standarda kvaliteta uvezene robe, sa ciljem sprečavanja nelojalne konkurencije domaćim proizvođačima i zaštite domaće proizvodnje;
- Sniziti nivo agregatne tražnje;
- Sniziti nivo uvoza koji je povezan sa stranim direktnim investicijama - „dio deficita tekućeg računa platnog bilansa ima samokorigujući efekat, odnosno da sa prestankom priliva SDI dolazi do značajnog smanjenja uvoza“;
- Snižavanje visokih cijena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda i energetskih proizvoda.

Ono što bi autorka rada dodala na urađenu analizu zavisnosti i uticaja koji strane direktne investicije imaju na platni bilans Crne Gore, odnosno „pokrivanje“ deficita tekućeg računa jeste iznalaženje načina za podsticanje povećanja iznosa tekućih transfera u Crnu Goru – bilo kroz povlašćene tarife, deregulaciju tržišta kapitala po tom osnovu ili sličnim mjerama koje bi poslužile kao motivacione da se ovaj segment tekućeg računa platnog bilansa dodatno podstakne i osnaži.

2. Dio istraživanja u pogledu blizanačkog deficita (na primjeru Crne Gore)

Nakon što je u radu otklonjena vjerovatnoća postojanja blizanačkog deficita na primjeru ekonomije Crne Gore, bilo je neophodno izvesti korisne zaključke i implikacije koje bi bile od upotrebne vrijednosti. Naime, da bi se finalizovao odgovor na pitanje o postojanju blizanačkog deficita u Crnoj Gori, iako je iz svega prethodnog već prilično jasan odgovor, ipak je, prema objašnjenju metodologiji bilo potrebno obezbijediti i odgovor na pitanje:

Koje su implikacije takve povezanosti po ekonomsku stabilnost i održivi ekonomski rast?

Odgovor na pitanje koliko je povezanost deficita državnog budžeta i deficita tekućeg računa platnog bilansa važna za ekonomski rast unekoliko je kompleksnije za odgovoriti u odnosu na prethodno.

Jasno je da se ekonomski rast Crne Gore ne može dogoditi bez produbljivanja deficita tekućeg računa platnog bilansa (ekonometrijski dokazano na primjeru Crne Gore). Isto tako, jasno je da Crna Gora, mora makar u ovom trenutku ekonomske razvojne putanje, financirati taj razvoj eskternim zaduživanjem i/ili investicijama. Imajući to na umu, može se zaključiti kako je praktično preduslov, a ne samo nuspojava ekonomskog rasta, postojanje deficita kako na fiskalnom, tako i na tekućem računu platnog bilansa. Dakle, ekonomski rast, a ne fiskalni deficit pretpostavljen je postojanju deficita tekućeg računa platnog bilansa.

Ovakav zaključak nije jedinstven samo za Crnu Goru, već i za mnoge druge zemlje u razvoju.

Postavlja se i pitanje zašto se kreatori makroekonomskih odluka ne angažuju u pogledu eliminacije upravo onog uzroka koji utiče na produbljivanje oba deficita? Da bi se dao ekonomski „razuman“ i prihvatljiv odgovor na ovo pitanje, potrebno je vratiti na uvodne postavke ovog rada i prisjetiti se *trade-off* odluke koju Crna Gora ima konstantno pred sobom, a koja se tiče opredijeljenosti za štednju ili investicije i u kojoj se ona odlučila za drugo.

U trenutnom stepenu razvoja crnogorske ekonomije, za očekivati je da se postojanje deficita na tekućem računu platnog bilansa, ali i fiskalnog deficita, jednostavno, ne može izbjeći. Stoga je potrebno da se na adekvatan način uvijek bude u toku sa time šta uopšte treba da bude razvojni put crnogorske ekonomije, i koje su grane njene industrije u koje je potrebno investirati, na način da te investicije, prije nego investicije u neke druge grane, počnu da generišu sve veći privredni rast i kreiraju dodatnu vrijednost, što bi se multiplikatorno širilo cijelim ekonomskim sistemom i vremenom, uticalo na snižavanje ovih, međusobno nekorelisanih deficita.

Crna Gora je, možemo slobodno reći, odabrala „teži“ put za razvoj svoje ekonomije i postojanje ovih deficita koji se ne snižavaju iz godine u godinu, suštinski posljedica je tog njenog izbora.

Naime, crnogorska se ekonomija, za razliku od britanske recimo (što je na lijep način objasnio Adam Smith u svojem kapitalom djelu „Bogatstvo naroda“) okrenula trgovini

sa globalnim tržištem na nedovoljnom stepenu razvoja, a bez velikih trgovinskih ili bilo kakvih drugih barijera.

To je činilo preduslov za stvaranje inicijalnog trgovinskog deficita sa čime je dalje krenula u proces ekonomskog razvoja. Sa druge strane, otvorena koliko jeste prema svijetu, i uz to uvozi stranu valutu, a ne štampa sopstvenu, čini je ranjivom na sve eksterne „šokove“ pa se njena nedovoljno razvijena ekonomija, koja još iz perioda tranzicije (koji nije u potpunosti završen ni do trenutka pisanja ovog rada) „vuče“ probleme svojih deficita, mnogo teže nego naprednije, razvijenije ekonomije, „oporavlja“ od tih šokova.

Kako je ekonomija nauka o društvenim odnosima i pošto je svaku ekonomsku pojavu potrebno objasniti kroz stavljanje u odnos sa nekom društvenom, za crnogorsku ekonomiju bi se moglo reći da podsjeća na dijete sa slabim imunim sistemom koje je stavljeno u sredinu koja nije zaštićena od virusa i bakterija. Da li će na iste stvoriti odbrambeni sistem i poboljšati imunitet zavisi od mnogo čega, ali ponajviše od njenih unutrašnjih procesa i adekvatnog ulaganja (odnosno od rada na osnaživanju nenog „imunog sistema“).

3. Dio istraživanja u pogledu teoreme o nemogućem trojstvu (adaptirana teorema za primjer Crne Gore)

Imajući na umu dio zaključnog poglavlja koji se odnosi na zaključke o adaptiranom modelu teoreme o nemogućem trojstvu na primjeru Crne Gore, autorka je stanovišta da bi, odabirom bilo koje kombinacije ciljeva iz navedene dileme o nemogućem trojstvu na primjeru ekonomije Crne Gore, koja isključuje euro kao zvaničnu valutu sistema sa, u tom poglavlju prezentovane slike, ova zemlja mnogo više izgubila nego što bi dobila.

Još jedan od važnih zaključaka u ovom poglavlju rada upravo je utvrđivanje kako je za crnogorski sistem, u stvari, idealna situacija da su mu u pogledu emisije novca „vezane ruke“, dok za ECB ne predstavlja prijetnju po pitanju stabilnosti valute. Na ovaj način Crna Gora dobija „najbolje od oba svijeta“, a stanje u svojoj ekonomiji kontroliše na druge načine, sve osim funkcije štampanja novca.

Imajući to u vidu, „ostaje“ opcija iz prilagođene teoreme o nemogućem trojstvu koja je već na snazi u Crnoj Gori, a tiče se stabilnosti deviznog kursa kroz eurizovanje monetarnog sistema i slobodnog kretanja kapitala, što je moguće samo uz postojanje značajnog nivoa deficita na tekućem računu zemlje.

Na ovaj način, uz pretpostvaku da je kontinuirano strateško opredjeljenje Crne Gore da prati razvoj zapadnih sila i da teži uključivanju u njihova tržišta sve više i više, njen ekonomski sistem mora ostati liberalan.

Međutim, takođe, uz liberalizaciju sistema, ruku pod ruku mora ići i kontinuirano unapređenje njenog ekonomskog sistema, jačanje razvojnih komponenti istog i adekvatno finansiranje, odnosno stalno privlačenje novih stranih direktnih investicija i investitora.

Na samom kraju, u ovom dijelu istraživanja, zbog svega prethodno objašnjenog i taksativno navedenog potvrđena je nulta hipoteza rada kojom se kaže kako *„fiksni režim deviznog kursa, u eurizovanoj ekonomiji, u kontekstu modifikovane teoreme o nemogućem trojstvu neizbježno vodi visokom nivou deficita na tekućem računu, za zemlju koja je u razvoju“*.

Za crnogorski deficit na tekućem računu platnog bilansa države može se zaključiti kako čini produkt kombinacije faktora, koji sežu u daleku prošlost zemlje i ne mogu se svrstati ni u polje strogo ekonomskih, niti razvojnih, ni političkih niti isključivo bilo kog specijalnog tipa problema. On je plod nedovoljne razvijenosti ekonomskog sistema čiji su uzroci ratovi, politički nemiri i nestabilnosti, hiperinflacija, mijenjanje valutnih režima, cijepanje država na području Balkana, nespremnost privrede da „kroči“ u potpunu liberalizaciju u pogledu trgovinskih odnosa sa inostranstvom i mnogo toga drugog. Dakle, deficit na tekućem računu platnog bilansa države je u samoj suštini naslijeđeni sistemski problem, koji se vođenjem uspješne ekonomske politike ne može riješiti u jednom niti u dva politička mandata. Za njegovo permanento rješavanje treba vremena, ali i neophodan stepen ekonomskog razvoja.

Stoga, situacija u kojoj se ekonomija Crne Gore nalazi može se reći, najbolji je set pretpostavljenih uslova za dalji kontinuirani razvoj iste.

4. Dio istraživanja u pogledu uticaja tokova kapitala na stabilnost i rast Crne Gore.

Velika je važnost ekonometrijskog proračuna koji je sproveden u radu a rezultirao je dobijanjem kratkoročnih uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore, odnosno determinacijom sljedećih varijabli korišćenjem naprednih ekonometrijskih alatki (poput ARDL modeliranja):

- Prethodne vrijednosti (docnje ili leg-ovi) BDP-a;

- Strane direktne investicije;
- Ukupni kapitalni prilivi;
- Kamatna stopa eura.

Dugoročni uticaj tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore ogleda se u uticaju sljedećih varijabli na isti:

- Strane direktne investicije;
- Ukupni kapitalni prilivi.

Još je možda i značajnije imati u vidu da je dokazano kako nema dugoročnog uticaja portfolio investicija na ekonomski rast Crne Gore.

U istom poglavlju, što je takođe od značaja za kreatore ekonomskih politika, zaključeno je da kratkoročni uticaj na rast BDP-a Crne Gore imaju sljedeće varijable:

- Prethodna vrijednost (prva docnja) BDP-a;
- Prethodna i tekuća vrijednost domaćih kredita privatnom sektoru;
- Globalna ekonomska kriza.

Na dugi rok, efekti ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru su takođe pozitivni i predstavljaju signifikantan uticaj na BDP rast, navodeći na zaključak da rast ekspanzija u oblasti distribucije domaćih kredita privatnom sektoru od jedan posto (1%), povećava rast BDP-a na nivou ekonomije za okvirno 0.025%.

Dakle, dugoročno, na ekonomski rast Crne Gore ima varijabla **distribucija domaćih kredita privatnom sektoru**.

Svi ovi zaključci mogu poslužiti kao smjernice razvoja crnogorske ekonomije i njenog strateškog pozicioniranja na globalnoj mapi.

Pošto hipoteza koja se strogo ticala MONLEI indikatora, objektivno nije mogla biti dokazana, jer sami MONLEI indikator nije mogao biti konstruisan, prešlo se na kreiranje dva ekonometrijska modela kojima je na prilično napredan način objašnjeno kako u suštini ekonomski rast Crne Gore zavisi od investicija i ta zavisnost nije pozitivna po ekonomiju Crne Gore kao ni tokovi kapitala, međutim, dugoročne

pozitivne implikacije na BDP rast u Crnoj Gori ima distribucija domaćih kredita privatnom sektoru Crne Gore.

Ekonomski značaj ove misli itekako je važan jer on nudi inovirano rješenje donosiocima ekonomskih odluka u Crnoj Gori na način da mijenja ono što se do sada smatralo osnovnim preporukama za razvoj crnogorske ekonomije. Naime, ovim istraživanjima preporučuje se zaokret od oslanjanja na strane prilive, odnosno na tokove kapitala po osnovu stranih direktnih investicija u Crnu Goru na jačanje domaće privrede, kreditiranje privatnog sektora i poboljšanje realne ekonomije i njene konkurentnosti na globalnom tržištu.

6.3 Ograničenja istraživanja i preporuke za dalja istraživanja

1. Dio istraživanja u pogledu deficita tekućeg računa bilansa plaćanja i njegovih determinanti (na primjeru Crne Gore)

Prvo ograničenje sa kojim se autorka rada susrela u oblasti istraživanja deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore jeste izuzetno visok stepen neto greški i omaški.

U tom dijelu istraživanja objašnjeno je kako je u slučaju platnog bilansa Crne Gore kategorija “neto greške i omaške” obuhvata značajan broj transakcija i stoga ima i veliku vrijednost. Taj fenomen se djelimično može objasniti sljedećim:

- Ne postoje precizne informacije o tome koja je količina novca u opticaju (*M0*) u Crnoj Gori, s obzirom na to da nema funkciju štampanja sopstvene valute, već „uvozi“ euro. Ono što je dostupno jeste aproksimacija valute u opticaju koja je urađena uz ekspertsku pomoć Međunarodnog monetarnog fonda;
- Zemlja se suočava sa poteškoćama u pogledu mjerenja prihoda nastalog od turističkog sektora. Razlozi su, kako nekompletne ili zastarjele informacije, tako i izbjegavanje prijavljivanja broja turista i broja noćenja (koja nastaju zbog izbjegavanja plaćanja poreskih obaveza koji bi nastali po tom osnovu). Podaci na kojima se baziraju informacije o prihodima nastalim po osnovu turizma („izvoza turističkih usluga”) su estimacije koje mogu da se dalje analiziraju i/ili izmijene;
- Pretpostavlja se, takođe, da se dio transakcija koje u suštini čine strane direktne investicije u dobra, statistički računava kao uvoz.

Sumarno, ono što visok nivo „neto greški i omaški“ govori, jeste da deficit na tekućem računu, u ekonomskoj realnosti i nije toliko visok kolikim se on to „na papiru“ čini, što nam potencijalno otvara opcije za uravnotežavanje platnog bilansa ne samo kroz aktivnosti na kapitalnom i finansijskom računu, već intenzivniji rad na što boljem i realnijem prikazivanju svakog od elemenata tekućeg računa platnog bilansa.

Prethodna konstatacija predstavlja i jednu od glavnih preporuka rada, od značaja za izradu strategije zaduživanja zemlje kod internih ili eksternih izvora. Naime, predlaže se dodatni napor sa ciljem kreiranja što boljih alata i metodologija za prikazivanje realnog stanja ekonomije (snižavanje nivoa „neto greški i omaški“).

Kako je u navedenom dijelu rada i objašnjeno, pozitivne implikacije takvog čina bile bi omogućavanje svim zainteresovanim stranama da dobiju sljedeće:

- Realniju, informativnu sliku o stanju crnogorske privrede;
- Informaciju o stepenu konkurentnosti realne ekonomije (što je trenutno jedna od najvećih ranjivosti crnogorske privrede);
- Posljedično, korekcijom pretjerano konzervativno izračunate kategorije „neto grešaka i omašaka“ snizila bi se u određenoj mjeri potreba da se na kapitalnom i finansijskom računu „pegla“ dio deficita tekućeg računa platnog bilansa što za sobom „vuče“ brojne dalje pozitivne implikacije.

2. Dio istraživanja u pogledu blizanačkog deficita (na primjeru Crne Gore)

U oblasti istraživanja eventualnog postojanja blizanačkog deficita za ekonomiju Crne Gore, a posebno imajući u vidu da je dat temeljan prikaz metodologije radova koji su se bavili tom problematikom na primjerima drugih zemalja za Crnu Goru, autorka se suočila sa nedovoljnim brojem dostupnih varijabli i prekratkim vremenskim serijama onih varijabli koje je bilo moguće naći, da bi se objašnjenja metodologija obračuna mogla primijeniti.

Stoga, jedan je od predloga da, bez uzimanja u obzir rezultata istraživanja iz ovog rada, nastalih u 2019. godini, isto pitanje bude pokrenuto i nakon određenog perioda, kada se bude sa sigurnošću moglo reći kako je period ekonomskih recesija daleko u prošlosti, kada su se ekonomije na neki način stabilizovale na nekom novom stadijumu ekvilibrijuma i kada će rezultati istraživanja nositi veći naučni značaj, što zbog objašnjene stabilnije situacije, tako i zbog, makar za Crnu Goru, još jednog važnog

elementa – dostupnosti dužih vremenskih serija nego što su one sa kojima je moguće raspolagati u 2019. godini.

Predlog budućim istraživačima iz navedene oblasti bio bi, da prateći preporuke iz uradu prezentovanih i nabrojanih naučnih objava koji su se ekonometrijski bavili određivanjem tačne dinamike i smjera kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita i njihovom međusobnom korelacijom, jeste da čim vremenske serije postanu dovoljno dugačke tako da bi njihovo ekonometrijsko ispitivanje rezultiralo statistički i ekonomski značajnim zaključcima, ispitaju ekonometrijski navedene pojave i kvantifikuju ih.

3. Dio istraživanja u pogledu teoreme o nemogućem trojstvu (adaptirana teorema za primjer Crne Gore)

Svi zaključci u pogledu teoreme o nemogućem trojstvu (adaptirana za primjer Crne Gore) čine važne smjernice za dalji razvoj ekonomskog sistema Crne Gore, ali i otvaraju pitanja o produbljivanju teorijskog, ali i empirijskog istraživanja i dokazivanja navedenih teorijskih zaključaka i eventualne dodatne adaptacije teorijske postavke teoreme o nemogućem trojstvu na primjeru Crne Gore.

Takođe, ova analiza može poslužiti i kao podloga za istraživanje i upoređivanje sa zemljama koje imaju približno slične karakteristike svojih privreda onoj koju ima Crna Gora.

Na kraju autorka je stanovišta da je ovo naučno primamljiva i još uvijek nedovoljno istražena ideja koju bi bilo uputno i plodonosno dalje obrađivati i baviti se istraživanjem u navedenoj oblasti.

4. Dio istraživanja u pogledu uticaja tokova kapitala na stabilnost i rast Crne Gore

U prvom dijelu petog poglavlja dat je pregledni prikaz teorijske postavke i kratkih metodoloških objašnjenja nečega što je autorka predložila budućim istraživačima da ispitaju i potencijalno nazovu MONLEI indikatorom, kojim bi se, kada se za to steknu objektivni uslovi, određivali sljedeći ciklusi, odnosno faze kretanja ekonomije Crne Gore.

MONLEI indikator za ekonomiju Crne Gore nije bilo moguće izraditi u ovom naučnom istraživanju, iako to ne smanjuje važnost nominovanja ove teme za eventualna dalja

istraživanja koja bi se mogla uraditi u budućnosti, kao ni važnost objašnjenja metodologije koja se koristi prilikom izrade istog.

Što se tiče nemogućnosti izrade i njenog objašnjenja valja sumirati ono što je detaljno objašnjeno u samom poglavlju, a to je činjenica kako je broj varijabli modela korišćenih za dobijanje CROLEI indikatora bio 278, dok je taj broj u slučaju SERLEI indikatora bio 89, a za ekonomiju Crne Gore broj varijabli koje je bilo moguće dobiti i obraditi je bio 24.

Varijable koje mjere različite aspekte ponašanja privrede Crne Gore do kojih je autorka došla imaju jako kratak vremenski period u toku kojeg su iste mjerene (kratke vremenske serije). Iako je to loša vijest za potencijalno istraživanje i determinisanje MONLEI indikatora, važno je napomenuti kako će u budućnosti ova situacija za ekonomiju Crne Gore biti povoljnija pošto su odjeljenja najvažnijih institucija koje se bave mjerenjem i prikupljanjem ovih podataka na nacionalnom nivou (poput Monstata, Centralne banke Crne Gore i Ministarstva finansija Crne Gore) pristupila procesima inovacije i modernizacije statističkih analiza i procedura prikupljanja podataka. U odgovor na pitanje autorke, ove institucije potvrdile su početke mjerenja nekih od najvažnijih varijabli (prva godina mjerenja za neke od varijabli je 2018.) koje opisuju kretanje privredne aktivnosti Crne Gore zbog čega će u predstojećem periodu biti dovoljno podataka i dovoljno dugačkih vremenskih serija koje će biti upotrebljive za dobijanje MONLEI indikatora.

Za sada, pošto broj inicijalnih varijabli ne bi dobro opisao model (pošto čini svega 8,6% u odnosu na broj prikupljenih varijabli za ekonomiju Hrvatske i 26,9% prikupljenih varijabli za ekonomiju Srbije), smatra se da bi sprovedeno istraživanje imalo pogrešne implikacije i zaključke i samim tim ne bi doprinijelo stvaranju dodatne vrijednosti ovog naučnog istraživanja.

Ipak, iako je autorka rada već u fazi prikupljanja podataka naišla na ozbiljne istraživačke probleme, cjelokupan proces u ostalim fazama istraživanja je detaljno objašnjen. Ovo je učinjeno iz razloga što na taj način sami rad dobija na naučnom značaju za buduće istraživače zainteresovane za istraživanje ovog ekonomskog elementa. Ovo ujedno čini kako prepreku, tako i preporuku za buduće istraživanje ove naučne oblasti.

Stoga, kao i za neke druge elemente istraživanja u ovom doktorskom radu, prepreke na koje je autorka naišla u pogledu nedovoljnog broja varijabli i nedovoljne dužine vremenskih serija, sa jedne strane čine objektivnu opstrukciju kreiranju samog MONLEI indikatora za predviđanje sledeće faze poslovnih ciklusa privrede Crne Gore.

Međutim, imajući u vidu kako je prezentacijom aktuelnih poslovnih ciklusa crnogorske privrede i detaljnim pojašnjenjem metodologije izrade CROLEI i SERLEI indeksa koje su kreirale zemlje u okruženju, ne bi li se došlo do odgovora na isto pitanje, u suštini je ova oblast dodirnuti na način da je započet teorijski rad u pravcu kreiranja ovog ili sličnog indeksa. Uvođenjem novih varijabli među varijable koje obavezno mjere Monstat i Centralna banka Gore Gore, već kroz nekoliko godina steći će se objektivni uslovi da se istraživanje u pogledu kreiranja MONLEI indeksa nastavi. Razlog za to, što ovo ujedno čini i preporuku za buduće istraživanje, je činjenica da ovaj metod predikcije kretanja poslovnih ciklusa u ekonomiji Crne Gore (MONLEI), potencijalno “nosi” izuzetan naučni i praktični značaj i mogao bi postati najznačajnija alatka u donošenju krucijalnih makroekonomskih odluka.

Imajući u vidu da je u ovom poglavlju obavljeno ne samo teorijsko sumiranje u pogledu postojećih istraživanja na osnovu kojih je zamišljeno određivanje MONLEI indikatora, već i u kratkim crtama postavljena i metodologija kojom je moguće razviti ga za primjer ekonomije Crne Gore onda kada dovoljan broj vremenskih serija postane dostupan za kalkulacije ali i kada postojeće vremenske serije postanu dovoljno dugačke, tako da u sumi, taj uzorak ima statistički značaj i rezultati potencijalnog istraživanja mogu da se tumače kao značajni i budu od realne ekonomske koristi svim korisnicima kojima to mogu biti, može se smatrati da je u tom dijelu doprinijeto razvoju ekonomske misli i date važne preporuke i smjernice za dalje ekonometrijsko i ekonomsko istraživanje u istoj oblasti.

Na samom kraju, citat koji najbolje objašnjava značaj samog rada i istraživanja sprovedenog u njemu je da „*kretanja na tekućem računu platnog bilansa predstavljaju značajan izvor informacija kreatorima ekonomske politike*” Boris Kilibarda, (2011). Deficit tekućeg računa platnog bilansa, dakle, ne predstavlja ekonomski problem za Crnu Goru, sam po sebi, već nužnu stanicu na putu ekonomskog oporavka, završetka tranzicije zemlje i postizanja stadijuma održivog ekonomskog rasta i razvoja.

Iz svega čime je ova disertacija rezultirala, važno je zaključiti kako, iako kretanja na tekućem računu platnog bilansa predstavljaju značajan izvor informacija kreatorima ekonomske politike, za ovaj stepen razvoja ekonomije Crne Gore, to ne bi trebalo da zabrinjava niti da bude „crvena lampica” donosiocima ekonomskih odluka. Razlog leži u činjenici da je ekonometrijski u radu dokazano da je postojanje deficita tekućeg računa na platnom bilansu Crne Gore očekivana situacija ukoliko se ide u pravcu ekonomskog razvoja. To je nuspojava koja će samu sebe iskorigovati na dovoljno dug rok.

Takođe jedan od najvažnijih zaključaka samog rada jeste da ukoliko se želi uticati na smanjenje jednog od deficita koji u Crnoj Gori postoje i ispitivani su (bilo da je u pitanju fiskalni ili onaj na tekućem računu države) predlaže se analiza koja bi obuhvatila

implikacije koje bi predložene mjere ekonomske politike imale na drugi deficit, jer je u radu dokazano da su “korijeni” oba deficita u istim ekonomskih fenomenima i pojavama koje se odvijaju u zemlji.

Takođe, radom je otkriveno da je crnogorska ekonomija, za nju, na idealan način pristupila odgovoru na pitanje koje se postavlja u adaptiranoj teoremi o nemogućem trojstvu, i preporuka je rada očuvanje aktuelnog stanja jer ima najbolje aktuelne i potencijalne implikacije u odnosu na obje alternative koje model predlaže.

Zanimljivim zaključkom rada može se smatrati otkrivanje međuzavisnosti tokova kapitala i ekonomskog rasta crnogorske ekonomije, koji na dovoljno dug rok obezbjeđuje njenu makroekonomsku stabilnost i samoodrživost sistema.

Kako je već rečeno, autorka rada koristi priliku da se nadoveže na aksiom iz naslova disertacije i nakon sprovedenih istraživanja isti nadopuni govoreći o tome da za aktuelnu situaciju u privredi Crne Gore važi tvrdnja da, ceteris paribus, što je zemlja stabilnija (gledano sa makroekonomskog aspekta), to njena otvorenost prema globalnim finansijskim tokovima treba da bude izraženija.

Što se više zemlja otvori prema globalnim finansijskim tokovima, utoliko je više za očekivati da će postići viši stadijum makroekonomske stabilnosti.

Na samom kraju, važno je vratiti se na inicijalno postavljene postulate istraživanja i reći kako ni u jednom trenutku ne smije biti zanemaren jedan od najvažnijih rezultata naprednog ekonometrijskog istraživanja koji je prezentovan u jednom od poglavlja samog rada.

Naime, u pogledu otvorenosti zemlje prema globalnim finansijskim tokovima, važno je ugledati se na razvijene zemlje i u tom duhu se „vratiti“ kroz procesni razvoj ekonomske misli preporukama nekih od velikana ekonomske nauke (od kojih je prema autorkinom mišljenju najbolje analizirati stvaralaštvo Adama Smita) koji su prepoznali i preporučili rad na generisanju ekonomskog rasta, ali tek nakon što je u zemlji postignut adekvatan stepen ekonomskog i privrednog razvoja (Velika Britanija i njeno otvaranje za ekonomsku „komunikaciju“ sa inostranstvom nakon industrijske revolucije što je detaljno opisano u „Bogatstvu naroda“ u sva tri toma).

Ni u jednom trenutku, kreatori ekonomskih odluka ne smiju zanemariti činjenicu da će otvaranje zemlje prema svjetskim finansijskim tokovima, generisati pozitivnije rezultate što razvijenija bude konkurentnost realne ekonomije zemlje u odnosu na njeno okruženje, i svijet u globalu, u trenutku pomenutog otvaranja. Ovo je ujedno centralna misao disertacije ali i, prema autorkinom mišljenju, elementarno objašnjenje za činjenicu da neke zemlje izađu iz raznih ekonomskih prevrata, transakcija sa ostatkom svijeta i

uopšteno svih previdivih i nepredvidivih promjena koje ekonomska realnost nepobitno nosi u svakom trenutku, kao pobjednici, a druge to „plaćaju“ bolnim kontrakcijama sopstvenih ekonomija.

Stoga, puko otvaranje ka globalnim finansijskim tokovima, bez internog rada u okviru same privrede zemlje na raznim slabostima koje ista ima, ne bi imalo željeni rezultat na kratak, srednji ali, kako je radom dokazano, ni na dugi rok. Aktivnosti otvaranja ekonomije ka globalnim finansijskim tokovima i sprovođenje koraka u cilju osnaživanja svih elemenata njenog unutrašnjeg sistema moraju biti sprovedene simultano da bi se postigao željeni pozitivni efekat po ekonomiju.

Spisak literature

- Abel, J. (1990). Twin Deficits during the 1980s: An Empirical Investigation. *Journal of Macroeconomics*, 81-96.
- Aristovnik, A. (2006). Current Account deficit sustainability in selected transition economies. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu Vol.24, No.1*, 81-102.
- Aristovnik, A. (2006). The determinants and Excessiveness of current account deficits in eastern Europe and former Soviet Union. *William Davidson Institute Working Paper No.827, University of Michigan*.
- Aristovnik, A. (2013). Twin Deficits and the Feldstein-Horioka Puzzle: A comparison of the EU Member States and Candidate Countries. *Actual Problems of economics Vol.143, No.5*, 205-214.
- Baliño, T. J., Bennett, A., & Borensztein, E. (1999). *Monetary policy in Dollarized Economies, IMF occasional paper*. Washington D.C.: IMF.
- Ball, L., & Mankiw, N. (1995). What do Budget Deficits Do. *Proceedings Federal Reserve*, 95-119.
- Barro, R. (1989). The Ricardian Approach to Budget Deficits. *Journal of Economic*, 37-52.
- Bernheim, D. (1989). A neoclassical Perspective on Budget Deficits. *TJOEP*, 57-60.
- Bluedorn, J., & Leigh, D. (2011, November). Revisiting the Twin Deficit Hypothesis: The Effect of Fiscal Consolidation on the Current Account. *IMF Economic Review, Vol.59, No.4*, pp. 582-602.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, J. A. (2009). *Osnovi investicija*. Beograd: Datastatus, VI izdanje.
- Calderon, C. A., Chong, A., & Loayza, N. V. (2002). Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries. *Contributions to Macroeconomics*, 1-31.
- Catık, A. N., Gök, B., & Akseki, U. (2015). A nonlinear investigation of the twin deficits hypothesis over the business cycle: Evidence from Turkey,". *Economic Systems* , 181-196.
- Cavallo, M. (2005). Understanding the Twin Deficits: New Approaches, New Results. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*.
- CBCG. (2019, 01 27). *CBCG*. Retrieved from CBCG: http://www.cb-cg.org/index.php?mn1=press_centar&mn2=saopstenja_2011&mn3=mart
- CBCG, r. s. (2010). *Analiza uticaja mjera CBCG na bankarski sistem Crne Gore*. Podgorica: CBCG.
- CBCG, S. z. (2006). *Empirijsko istraživanje uticaja obavezne rezerve na osnovne finansijske varijable u Crnoj Gori*. Podgorica: CBCG.

- Chibber, K. (2014, September 14). *Here are the countries that don't have a currency of their own*. Retrieved from Quartz: <https://qz.com/260980/meet-the-countries-that-dont-use-their-own-currency/>
- Chinn, M., & Prasad, E. (2003). Medium-term determinants of current account in industrial and developing countries: An empirical exploration. *Journal of International Economics*, Vol.59, No.1, 47-76.
- Corsetti, G., & Muller, G. J. (2005). Twin Deficits: Squaring Theory, Evidence and Common Sense". *European University Institute, Working Paper ECO No. 2005/22*.
- Ćirović, M. (1980). *Teorija uravnoteženja platnog bilansa*. Beograd: Savremena administracija.
- D'Adamo, G., & Rovelli, R. (2015). The role of exchange rate regime in the process of real and nominal convergence. *Journal of Macroeconomics* Vol.43, 21-37.
- Darrat, A. F. (1988). Have Large Budget Deficits Caused Rising Trade Deficit? *Southern Economic Journal*, 879-87.
- Davide Furceri, A. Z. (2018). Twin deficits in developing countries. *IMF Working paper No 18/170*.
- De Grauwe, P., & Schnabl, G. (2005). Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability In Central And Eastern Europe . *Euro adoption in Central and Eastern Europe: opportunities and Challenges*, IMF, 41-58.
- Debelle, G., & Faruque, H. (1996). What Determines the Current Account? A cross Sectional and Panel Approach. *International Monetary Fund Working Paper 58*. IMF, PP. 1-42.
- Despotović, D., & Ribać, S. (2011). Uticaj poreza na ekonomsku efikasnost i nacionalnu štednju. *Ekonomika*, 126-138.
- Dimitrijević, B., Fabris, N., Vladušić, L., Radović, M., & Jandrić, M. (2016). *Ekonomska politika, regionalni aspekti*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet u Beogradu.
- Domac, I., Peters, K., & Yuzefovich, Y. (2001). Does the exchange rate regime affect macroeconomic performance? Evidence from transition economic. *Policy research working paper 2642, The world bank, Europe and Central asia Region*.
- Dragaš, B., & Nicović, Đ. (1986). *Trgovanje devizama i devizni kurs*. Zagreb: JUGOART Zagreb.
- Dudley, W. C., & McKelvey, E. F. (2004). *The US Budget Outlook: A Surplus of Deficits*. New York: Goldman Sachs.
- Dybka, P. (2017). What Determines the Current Account: Intratemporal versus Intertemporal Factors. *Czech Journal of Economics and Finance*, 2-14.
- Eisner, R. (1986). *How real is federal deficit*. New York: Free Press.
- Encinas-Ferrer, C. (2015, September). Professor. *The ABC of Dollarization*. Leon, Mexico.

- European Commission. (2014, January). To what extent has the current account adjustment in the stressed euro area countries been cyclical or structural? *European Commission Monthly Bulletin*, pp. 47-50.
- Fabris, N., & Kilibarda, B. (2008). Analiza održivosti deficita Crne Gore. *Radna studija CBCG*.
- Fabris, N., & Pejović, I. (2012). Montenegrin agriculture: diagnosis and policy recommendation. *Economics of agriculture*, 657-673.
- Fabris, N., Kilibarda, B., & Radunović, M. (2010). *Analiza statistike spoljne trgovine Crne Gore po opštem i specijalnom sistemu trgovine*. Podgorica: CBCG.
- Fabris, N., Kilibarda, B., Kalezić, Z., Radunović, M., & Rakočević, M. (2008). *Strane direktne investicije kao pokretač privrednog razvoja Crne Gore*. Podgorica: CBCG.
- Fabris, N., Vukajlović-Grba, D., Radunović, T., & Janković, J. (2004). *Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru*. Retrieved from CBCG: http://www.cb-cg.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publikacije/radne_studije/ekonompolitika.pdf
- Fabris, N., Vukajlović-Grba, D., Vlahović, A., Bakić, G., Saveljić, V., Vlahović, M., . . . Popović, S. (2007). *Analiza finansijskog tržišta u Crnoj Gori, radna studija br. 10*. Podgorica: CBCG.
- Federal Bank of Atlanta. (2006). Official Dollarization and the Banking System in Ecuador and El Salvador. *Economic Review*.
- Frankel, J. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. *National Bureau of Economic Research*.
- Friedman, M. (1953). Essay in positive economics. *University of Chicago Press*.
- Gore, C. b. (2018, Januar 21). *CBCG; Platni bilans*. Retrieved from CBCG: http://www.cb-cg.org/index.php?mn1=statistika&mn2=ekonomski_odnosi_sa_inostranstvom&mn3=platni_bilans
- Gore, U. p. (2010, 08 06). Zakon o Centralnoj Banci Crne Gore. *Službeni list Crne Gore br. 40/10 od 22.07.2010, 46/10*. Podgorica: Vlada.
- Grubišić, Z., & Kamenković, S. (2013). Exchange rate regime and its influence on Balance of Payments Imbalances in the SEE Countries. *Post Crisis Recovery* (pp. 84-98). Belgrade Banking Academy, Belgrade.
- Grubišić, Z., & Kamenković, S. (2015). Analiza efekata mera ekonomske politike u Srbiji preko Mundell-Flemingovog modela. *Ekonomске teme*, 53-64.
- Grubišić, Z., Đukić, M., & Redžepagić, S. (2010). The principle of impossible trinity: does it count for Serbia during the pre-crisis and post-crisis period. Belgrade, Serbia.
- Grubišić, Z., Kamenković, S., & Zdravković, A. (2018). Impact of government balance and exchange rate regime on current account during the economic cycle: evidence from CEE countries.

- IMF. (2018, 10 21). *Balance of payments, Manual*. Retrieved from IMF.org: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf>
- IMF. (2018, 10 21). *Datahelp-IMF*. Retrieved from IMF.org: : <http://datahelp.imf.org/knowledgebase/articles/484330-what-is-the-balance-of-payments-bop>
- Jacome Luis, L. A. (2010). Implementing Official Dollarization. *IMF Working Paper*.
- Kamenković, S., & Grubišić, Z. (2013). Predviđanje privredne aktivnosti u Srbiji primenom SERLEI indikatora. *Industrija*, 81-101.
- Kilibarda, B. (2011). *Platni bilans Crne Gore, teorija i praksa*. Podgorica: Centralna Banka Crne Gore. Retrieved from CBCG: http://www.cb-cg.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publikacije/nase_knjige/mr_boris_kilibarda_tekuci_racun.pdf
- Kilibarda, B. (2013). *Neto greške i omaške*. Podgorica: CBCG.
- Kilibarda, B. (2017). *Tok gotovine i uticaj na neto greške i omaške*. Podgorica: CBCG.
- Kilibarda, M., & Rovčanin, B. (2012). *Državni dug sa posebnim osvrtom na državni dug Crne Gore u periodu 2002-2011*. Podgorica: CBCG.
- Kim, S., & Roubini, N. (2008). Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal policy, Current Account and Real Exchange Rate in the U.S. *Journal of International Economics*, 74: 362-383.
- Kovač, O. (1994). *Platni bilans i međunarodne finansije*. Beograd.
- Krugman, P., & Obstfeld, M. (2009). *Međunarodna ekonomija, teorija i politika*. Beograd, Srbija: Data Status.
- Kukoleča, S. (1990). *Organizaciono poslovni leksikon izraza, pojmova i metoda*. Beograd: Zavod za ekonomske ekspertize.
- Leiderman, L., Maino, R., & Parrado, E. (2006). *Inflation Targeting in Dollarized Economies, IMF Working Paper*. Washington D.C.: IMF, Monetary and Financial Systems Department.
- Mankiw, G. N. (2005). *Principi ekonomije*. Beograd: Centar za izdavačku djelatnost.
- Mankiw, N. G. (2010). *Macroeconomics, 7th edition (7th ed.)*. New York, New York, USA: Worth Publishers.
- Marčetić, M. (2017). *Analiza eksterne neravnoteže Srbije, Doktorska disertacija*. Beograd: Univerzitet Union, Beogradska Bankarska Akademija.
- McCoskey, S., & Chihwa, K. (1999). Comparing Panel Data Cointegration Tests with an Application to the Twin Deficits Problem. *Syracuse University, Mimeo*.
- Michael, M., & Stefan, N. (2017). The Balance of Payments. *International Money and Finance*.
- Miljić, V., Kilibarda, B., & Vujanović, N. (2016). *SWOT analiza ekonomije Crne Gore*. Retrieved from CBCG: http://www.cb-cg.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publikacije/radne_studije/swot_analiza_ekonomije_cg-izmene.pdf




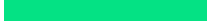




























- Ministry of Finance, M. (2008, September 30). Publication: Beyond the Peak: Growth Policies and Fiscal Constraints, Public expenditure and institutional review (Volume II). Podgorica, Crna Gora.
- Miskin, F. S. (2006). *Monetary economics, banking and financial markets*. Belgrade: Data Status.
- Mundi. (2018, Februar 2). *Index Mundi*. Retrieved from Index Mundi.com: <https://www.indexmundi.com/g/r.aspx?v=145>
- Obadić, A., Globan, T., & Nadoveza, O. (2014). Contradicting the twin deficit hypothesis: The role of tax revenues composition. *Panoeconomicus Vol.61, No.6*, 653-667.
- Obadić, A., Globan, T., & Nadoveza, O. (2014). Contradicting the twin deficit hypothesis: The role of tax revenues composition. *Panoeconomicus Vol.61, No.6*, 653-667.
- Ozmen, E. (2005). Macroeconomic and institutional determinants of current account deficits. *Applied Economics Letters, Vol.12, No.9*, 557-560.
- Pancaro, C. (2013). Current Account Reversals in industrial countries: does the exchange rate regime matter. *ECB Working Paper No.1547*.
- Petrović, P. (2014). Econometric Modeling of Serbian Current Account Determinants: Jackknife Model Averaging Approach. *Industrija, Vol.42, No.3*, 41-60.
- Prlja, B. (2006). Privredni rast i 'blizanački defeciti' u Sjedinjenim Američkim Državama - može li se izbeći tužan kraj? *Megatrend revija vol. 3 br.2*, 93-107.
- Radonjić, O. (2009). *Finansijska tržišta - rizik, neizvjesnost i uslovna stabilnost*. Beograd, Srbija.
- Rahman, J. (2008). Current account developments in new member states of the European Union: Equilibrium, excess, and the EU-phoria. *IMF Working Paper Vol.8, No.92*.
- Rašić Bakarić, I., Tkalec, M., & Vizek, M. (2011). Primjen modelskog pristupa u izračunu najvešćujućeg kompozitnog indeksa: slučaj CROLEI indeksa. *Ekonomski pregled, Vol.62*, 613-635.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2004). Serial default and the "paradox" of rich to poor capital flows. *National Bureau of Economic Research No.w10296*.
- Sakyi, D., & Opoku, O. E. (2016). The twin deficits hypothesis in developing countries: Empirical evidence for Ghana. *International Growth Center*, 2-34.
- Salvatore, D. (2006). Twin Deficits in the G-7 countries and Global Structural Imbalances. *Journal of Policy Modeling*, 701-712.
- Sanlisoy, S. (September 2017). Political instability and balance of payments. *Sosyo Ekonomi*, 209-210.
- Schiller, R. (1996). Zašto ljudi ne vole inflaciju. *NBER Working Paper No. 5539*, 1-75.
- Schnabl, G., & Wollmershauser, T. (2013). Fiscal Divergence and Current Account Imbalances in Europe. *CESifo Working Paper No.4108*.

- Somia, I., Phil, M., Shahid, A., Mahpara, S., & Fazli, R. (March 2011). Old Wine in New Bottles: Testing the Keynesian Preposition of Twin Deficit in Case of Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 208-2013.
- Stanulović, M. (2017). Problem budžetskog deficita u savremenim ekonomijama. *Ekonomija, teorija i praksa*, 27-43.
- Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan, the impact of the highly improbable*. London: Penguin books.
- Tas, R. (2003). *Theoretical and Empirical Aspects of Budget Deficits*. Retrieved from Ankara.edu.tr: <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/457/5217.pdf>
- Temin, P. (1989). *Lessons from the Great Depression*. Massachusetts: MIT Press.
- Urošević, B., Nedeljković, M., & Zildžović, E. (2012). Jackknife model averaging of the current account determinants. *Panoeconomicus Vol.59, No.3*, 267-281.
- Vizek, M., & Bacic, K. (2006, December). A brand new CROLEI: Do we need a new forecasting index? *Ekonomski pregled 50 (11)* 648-668. Croatia.
- Vlahović, M., & Cerović, S. (2005). *Nezavisnost Centralne Banke, primjer zemalja Zapadnog Balkana*. Podgorica: CBCG.
- Wall, W. (2016). The New Deal, 20th Century: Pre-1945, Economic History, Cultural History, Urban History, Labor and Working Class History. *Oxford Research Encyclopedias of American History*, 1-34.
- Wright.edu. (2018, 01 27). *Balance of Payments*. Retrieved from Wright.edu: <http://www.wright.edu/~tdung/BOP.htm>
- Yurdakul, F., & Cevher, E. (2015). Determinants of Current Account Deficit in Turkey: The Conditional and Partial Granger Causality Approach. *4th World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM* (pp. 92-100). Turkey: Procedia Economics and Finance.
- Zildžović, E. D. (2015). *Analiza determinanti, dinamike i održivosti tekućeg računa bilansa plaćanja; Doktorska disertacija*. Beograd: Ekonomski fakultet u Beogradu.
- Žugić, J., Ozer, M., & Tomas-Miskin, S. (2018). The relationship between Current Account Deficits and Growth in Montenegro: ARDL Bounds Testing Approach. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3, pp. 5-24.
- Žugić, R. (2010). Intervju, Naši standardi moraju biti strožiji od međunarodnih. *Bankar*, 2-11.
- Žugić, R., & Fabris, N. (2014). Framework for Preserving Financial Stability in Montenegro. *Journal of Central banking Theory and Practice*, 27-41.

Apendiks

A. Spisak zemalja i njihovo rangiranje po osnovu ravnoteže tekućeg računa platnog bilansa u periodu 2016 – 2018. godine

Tabela 32, Spisak zemalja i njihovo rangiranje po osnovu ravnoteže tekućeg računa platnog bilansa

	Zemlja	Balans na tekućem računu (u US\$)	
1	Njemačka	295,999,995,904	
2	Japan	174,999,994,368	
3	Kina	162,500,001,792	
4	Južna Koreja	85,139,996,672	
5	Holandija	82,440,003,584	
6	Taivan	79,000,002,560	
7	Švajcarsksa	67,329,998,848	
8	Singapur	59,790,000,128	
9	Italija	52,829,999,104	
10	Tajland	44,000,002,048	
11	Rusija	41,459,998,720	
12	Španija	24,299,999,232	
13	Danska	23,609,999,360	
14	Norveška	21,730,000,896	
15	Iran	21,600,000,000	
16	Švedska	21,400,000,512	
17	Makao	16,860,000,256	
18	Izrael	14,279,999,488	
19	Irska	10,940,000,256	
20	Hong Kong	10,060,000,256	
21	Austrija	8,545,999,872	
22	Ujedinjeni Arapski Emirati	7,878,000,128	
23	Nigerija	7,666,999,808	
24	Malezija	7,486,000,128	
25	Mađarska	6,338,999,808	
26	Saudijska Arabiaja	4,321,999,872	
27	Nova Gvineja	4,052,999,936	
28	Katar	3,900,999,936	
29	Luksemburg	2,967,000,064	
30	Vijetnam	2,793,999,872	
31	Slovenija	2,415,000,064	
32	Hrvatska	2,038,000,000	
33	Island	1,540,000,000	

34	Bulgarska	1,371,000,064	|
35	Češka	1,192,000,000	|
36	Malta	1,075,000,064	|
37	Avganistan	999,000,000	|
38	Kuba	985,400,000	|
39	Finska	922,000,000	|
40	Portugal	888,000,000	|
41	Bocvana	746,000,000	|
42	Azerbejdžan	732,000,000	|
43	Uzbekistan	632,000,000	|
44	Libija	591,000,000	|
45	Brunej	580,000,000	|
46	Estonija	452,000,000	|
47	Gvatemala	364,000,000	■
48	Britanska Djevičanska Ostrva	362,600,000	■
49	Surinam	344,000,000	■
50	Paragvaj	327,000,000	■
51	Slovačka	282,000,000	■
52	Francuska Polinesija	207,700,000	■
53	Južni Sudan	49,000,000	■
54	Eritreja	40,000,000	■
55	Kukova ostrva	26,670,000	■
56	Antigva i Barbuda	22,000,000	■
57	Maršalova Ostrva	12,000,000	■
58	Mikronesija	11,000,000	■
59	Nauru	1,000,000	■
60	Gvineja-Bisao	1,000,000	■
61	Sveta Lucija	-8,000,000	■
62	Kiribati	-9,000,000	■
63	Tuvalu	-15,000,000	■
64	Angvila	-23,200,000	■
65	Dominika	-38,000,000	■
66	Sao Tome i Principe	-38,000,000	■
67	Palau	-39,000,000	■
68	Svazi	-44,000,000	■
69	Samoa	-48,000,000	■
70	Tonga	-59,000,000	■
71	Komoros	-63,000,000	■
72	Solomonova Ostrva	-64,000,000	■
73	Gvajana	-70,000,000	■

74	Granada	-79,000,000	■
75	Nepal	-88,000,000	■
76	Haiti	-91,000,000	■
77	Gambija	-97,000,000	■
78	Letonija	-100,000,000	■
79	Zelenortska ostrva	-105,000,000	■
80	Vanuatu	-120,000,000	■
81	Sveti Kristofor i Nevis	-120,000,000	■
82	Sveti Vinsent i Grenadini	-120,000,000	■
83	Belize	-145,000,000	■
84	Istočni Timor	-153,000,000	■
85	Barbados	-160,000,000	■
86	Čad	-191,000,000	■
87	Centralna Afrička Republika	-194,000,000	■
88	Sejšeli	-230,000,000	■
89	Lesoto	-232,000,000	■
90	Fidži	-254,000,000	■
91	Makedonija	-261,000,000	■
92	El Salvador	-266,000,000	■
93	Urugvaj	-268,000,000	■
94	Moldavija	-314,000,000	■
95	Filipini	-315,000,000	■
96	Jamajka	-390,000,000	■
97	Togo	-396,000,000	■
98	Armenija	-398,000,000	■
99	Burundi	-422,000,000	■
100	Džibuti	-437,000,000	|
101	Tadžikistan	-458,000,000	|
102	Madagaskar	-494,000,000	|
103	Grčka	-498,000,000	|
104	Mongolija	-532,000,000	|
105	Malavi	-568,000,000	|
106	Liberija	-571,000,000	|
107	Jemen	-579,000,000	|
108	Zimbabve	-617,000,000	|
109	Butan	-682,000,000	|
110	Ekvador	-706,000,000	|
111	Mauritanija	-709,000,000	|
112	Mauricijus	-710,000,000	|
113	Kuvajt	-714,000,000	|

114	Somalija	-722,000,000	|
115	Kosovo	-738,000,000	|
116	Litvanija	-747,000,000	|
117	Bosna i Hercegovina	-752,000,000	|
118	Maldivi	-779,000,000	|
119	Ekvatorijalna Gvineja	-806,000,000	|
120	Kirgistan	-817,000,000	|
121	Senegal	-817,000,000	|
122	Sijera Leone	-822,000,000	|
123	Benin	-822,000,000	|
124	Crna Gora	-889,000,000	|
125	Ruanda	-905,000,000	|
126	Honduras	-917,000,000	|
127	Zambija	-918,000,000	|
128	Namibija	-921,000,000	|
129	Burkina Faso	-947,000,000	|
130	Venecuela	-947,000,000	|
131	Mali	-1,045,000,000	|
132	Kamerun	-1,095,000,064	|
133	Nikaragva	-1,154,000,000	|
134	Obala slonovače	-1,160,999,936	|
135	Dominikanska Republicka	-1,192,000,000	|
136	Albanija	-1,200,999,936	|
137	Kongo	-1,243,000,064	|
138	Gabon	-1,348,000,000	|
139	Gaza pojas	-1,444,000,000	|
140	Zapadna Obala	-1,444,000,000	|
141	Nova Kaledonija	-1,468,999,936	|
142	Belgija	-1,470,000,000	|
143	Niger	-1,471,000,064	|
144	Uganda	-1,476,000,000	|
145	Bahrein	-1,556,000,000	|
146	Srbija	-1,586,000,000	|
147	Bahami	-1,626,000,000	|
148	Laos	-1,652,999,936	|
149	Bangladeš	-1,751,000,064	|
150	Bolivija	-1,791,000,064	|
151	Džordžija	-1,811,000,064	|
152	Trinidad i Tobago	-1,835,000,064	|
153	Demokratska Republika Kongo	-1,848,999,936	|

154	Kambodža	-1,904,000,000	|
155	Šri Lanka	-2,094,000,000	|
156	Sirija	-2,123,000,064	|
157	Kosta Rika	-2,291,000,064	|
158	Gvineja	-2,296,999,936	|
159	Sudan	-2,316,999,936	|
160	Gana	-2,643,000,064	|
161	Bjelorusija	-2,800,999,936	|
162	Tanzaniaja	-2,907,000,064	|
163	Panama	-2,990,000,128	|
164	Mozambik	-3,161,999,872	|
165	Peru	-3,220,000,000	|
166	Ukraina	-3,408,999,936	|
167	Jordan	-3,412,000,000	|
168	Tunis	-3,487,000,064	|
169	Burma	-4,392,999,936	|
170	Maroko	-4,441,999,872	|
171	Kenija	-4,750,000,128	|
172	Poljska	-4,958,000,128	|
173	Angola	-5,921,999,872	|
174	Čile	-5,939,999,744	|
175	Rumunija	-6,130,999,808	|
176	Turkmenistan	-6,416,999,936	|
177	Etiopija	-6,592,000,000	|
178	Novi Zealand	-7,169,999,872	|
179	Kazahstan	-8,290,999,808	|
180	Liban	-9,488,000,000	|
181	Južna Afrika	-9,809,999,872	|
182	Oman	-10,300,000,256	|
183	Pakistan	-11,669,999,616	|
184	Columbija	-11,699,999,744	|
185	Iraqk	-12,220,000,256	|
186	Indonezija	-17,029,999,616	|
187	Meksiko	-19,810,000,896	|
188	Egipat	-19,829,999,616	|
189	Australija	-21,680,001,024	|
190	Argentina	-22,129,999,872	|
191	Alžir	-22,869,999,616	|
192	Francuska	-28,920,000,512	|
193	Brazil	-28,989,999,104	|
194	Indija	-33,679,998,976	|

195	Turska	-38,949,998,592	
196	Kanada	-55,570,001,920	
197	Ujedinjeno Kraljevstvo	-91,420,000,256	
198	SAD	-461,999,996,928	

Izvor originalnih podataka: CIA World Factbook (podaci od 1. januara 2018.); preuzeto sa Index MUNDI

Definicija: U obračun je uključen neto iznos trgovine dobrima i uslugama plus neto zarada od renti, kamata, profita i dividendi, kao i neto transferi plaćanja (poput penzionih fondova i doznaka radnika) od i ka ostatku svijeta tokom naznačenog perioda. Ove brojke su izračunate na bazi deviznog kursa, a ne npr. na bazi kupovnog pariteta moći (prevod sa zvaničnog sajta Index Mundi).

B. Spisak zemalja i njihovo rangiranje po osnovu nivoa deficita državnog budžeta (u Milionima US \$ ali i kao % BDP-a)

Tabela 33, Spisak zemalja i njihovo rangiranje po osnovu nivoa deficita državnog budžeta (u milionima US \$, ali i kao % BDP-a)

Rbr	Zemlja	Datum	Deficit (M \$)	Deficit (% BDP-a)
1	SAD	2016	-780,642	-4.19%
2	UK	2017	-47,539	-1.80%
3	Njemačka	2017	38,419	1.00%
4	Francuska	2017	-67,038	-2.60%
5	Japan	2016	-181,364	-3.66%
6	Španija	2017	-40,560	-3.10%
7	Italija	2017	-46,385	-2.40%
8	Portugal	2017	-6,510	-3.00%
9	Grčka	2017	1,571	0.80%
10	Irska	2017	-824	-0.20%
11	UAE	2016	-8,644	-2.48%
12	Avganistan	2016	23	0.12%
13	Antigva i Barbuda	2016	-2	-0.14%
14	Albanija	2016	-209	-1.76%
15	Armenija	2016	-594	-5.62%
16	Angola	2016	-4,572	-4.80%
17	Argentina	2016	-35,235	-6.36%
18	Austrija	2017	-3,331	-0.80%
19	Australija	2016	-33,464	-2.65%
20	Azerbejdžan	2015	-2,447	-4.81%
21	Bosna i Hercegovina	2016	58	0.35%
22	Barbados	2016	10	0.21%
23	Bangladeš	2016	-7,403	-3.36%
24	Belgija	2017	-4,376	-0.90%
25	Burkina Faso	2016	-396	-3.50%
26	Bulgarska	2017	661	1.10%

27	Bahrein	2016	-5,770	-17.93%
28	Burundija	2015	-160	-5.31%
29	Benin	2016	-507	-5.91%
30	Brunej	2016	-2,449	-21.48%
31	Bolivija	2016	-2,256	-6.62%
32	Brazil	2016	-161,607	-9.01%
33	Bahami	2016	-310	-2.76%
34	Butan	2016	-23	-1.10%
35	Bocvana	2016	-176	-1.12%
36	Bjelorusija	2016	-1,604	-3.36%
37	Belize	2016	-69	-3.77%
38	Kanada	2016	-16,850	-1.10%
39	Demokratska Republika Kongo	2016	-397	-1.01%
40	Centralna Afrička Republika	2016	27	1.56%
41	Republika Kongo	2016	-1,757	-22.55%
42	Švajcarska	2017	8,674	1.30%
43	Obala Slonovače	2016	-1,414	-3.89%
44	Čile	2016	-6,629	-2.65%
45	Kameron	2016	-1,988	-6.17%
46	Kina	2016	-415,735	-3.70%
47	Kolumbija	2016	-8,268	-2.95%
48	Kosta Rika	2016	-3,055	-5.28%
49	Zelenortska ostrva	2016	-51	-3.08%
50	Kipar	2017	389	1.80%
51	Češka	2017	3,356	1.50%
52	Džibuti	2016	-343	-18.16%
53	Danska	2017	3,888	1.20%
54	Dominikana	2016	22	3.83%
55	Dominikanska Republika	2016	-2,018	-2.82%
56	Alžir	2016	-20,892	-13.13%
57	Ekvador	2016	-8,226	-8.34%
58	Estonija	2017	-102	-0.40%
59	Egipat	2016	-35,599	-10.70%
60	Eritreja	2008	-291	-21.13%
61	Etiopija	2016	-1,713	-2.34%
62	Finska	2017	-1,742	-0.70%
63	Fidži	2016	-64	-1.37%
64	Mikronezija	2015	33	10.51%
65	Gabon	2016	-661	-4.71%
66	Granada	2016	24	2.31%
67	Džordžija	2016	-230	-1.61%
68	Gana	2016	-3,788	-8.85%
69	Gambija	2016	-94	-9.75%
70	Gvineja	2016	-13	-0.15%
71	Ekvatorijalna Gvineja	2016	-1,221	-11.99%
72	Gvatemala	2016	-745	-1.08%

73	Gvineja Bisao	2016	-55	-4.71%
74	Gujana	2016	-150	-4.28%
75	Hong Kong	2016	14,313	4.39%
76	Honduras	2016	-86	-0.40%
77	Hrvatska	2017	478	0.90%
78	Haiti	2016	-7	-0.08%
79	Mađarska	2017	-3,103	-2.20%
80	Indonesija	2016	-23,180	-2.49%
81	Izrael	2016	-6,710	-2.11%
82	Indija	2016	-151,293	-6.65%
83	Irak	2016	-23,834	-13.88%
84	Iran	2016	-9,177	-2.27%
85	Island	2017	9	0%
86	Jamajka	2016	-28	-0.20%
87	Jordan	2016	-1,304	-3.37%
88	Kenija	2016	-5,862	-8.31%
89	Kirgistan	2016	-299	-4.56%
90	Kambodža	2016	-340	-1.69%
91	Kiribati	2016	11	6.04%
92	Komoros	2016	-45	-7.27%
93	Sveti Kristofor i Nevis	2016	38	4.24%
94	Južna Koreja	2016	24,697	1.75%
95	Kuvajt	2016	695	0.63%
96	Kazakhstan	2016	-7,344	-5.49%
97	Laos	2016	-735	-4.72%
98	Liban	2015	-3,736	-7.49%
99	Sveta Lucija	2016	-28	-1.70%
100	Šri Lanka	2016	-4,356	-5.38%
101	Liberija	2016	-123	-3.74%
102	Lesoto	2016	-155	-6.35%
103	Litvanija	2017	233	0.50%
104	Luxemburg	2017	863	1.40%
105	Letonija	2017	-176	-0.60%
106	Libija	2016	-21,015	-113.33%
107	Maroko	2016	-4,238	-4.09%
108	Moldavija	2016	-142	-2.10%
109	Crna Gora	2016	-272	-6.23%
110	Madagaskar	2016	-131	-1.31%
111	Maršalova Ostrva	2016	8	4.02%
112	Republika Makedonija	2016	-288	-2.68%
113	Mali	2016	-553	-3.94%
114	Burma - Mjanmar	2016	-1,592	-2.52%
115	Mongolija	2016	-1,877	-16.98%
116	Mauritanija	2016	-24	-0.51%
117	Malta	2017	444	3.50%
118	Mauricijus	2016	-446	-3.59%

119	Maldivi	2016	-408	-9.68%
120	Malavi	2016	-361	-7.32%
121	Meksiko	2016	-29,831	-2.77%
122	Malezija	2016	-7,750	-2.61%
123	Mozambija	2016	-704	-6.24%
124	Namibija	2016	-998	-9.11%
125	Niger	2016	-462	-6.13%
126	Nigerija	2016	-15,942	-3.93%
127	Nikaragva	2016	-211	-1.60%
128	Holandija	2017	10,121	1.20%
129	Norveška	2017	20,237	5.10%
130	Nepal	2016	287	1.36%
131	Nauru	2016	24	23.52%
132	Novi Zeland	2016	2,425	1.31%
133	Oman	2016	-14,235	-21.30%
134	Panama	2016	-1,042	-1.80%
135	Peru	2016	-4,565	-2.34%
136	Papua Nova Gvineja	2015	-995	-4.82%
137	Filipini	2016	-1,132	-0.37%
138	Pakistan	2016	-12,308	-4.41%
139	Poljska	2017	-7,423	-1.40%
140	Palau	2016	10	3.32%
141	Paragvaj	2016	-143	-0.52%
142	Katar	2015	8,755	5.41%
143	Rumunija	2017	-6,099	-2.90%
144	Srbija	2016	-456	-1.19%
145	Rusija	2016	-46,872	-3.66%
146	Ruanda	2016	-197	-2.33%
147	Saudijska Arabija	2016	-110,980	-17.20%
148	Solomonova Ostrva	2016	-41	-3.32%
149	Sejšeli	2016	3	0.21%
150	Sudan	2016	-921	-1.60%
151	Švedska	2017	8,036	1.50%
152	Singapur	2016	10,230	3.26%
153	Slovenija	2017	32	0.10%
154	Slovačka	2017	-745	-0.80%
155	Sijela Leone	2016	-320	-8.46%
156	San Marino	2016	-4	-0.28%
157	Senegal	2016	-623	-4.23%
158	Suriname	2016	-257	-7.83%
159	Južni Sudan	2016	-650	-21.25%
160	Sao Toma i Principe	2016	-10	-2.75%
161	El Salvador	2016	-707	-2.64%
162	Sirija	2009	-1,562	-2.89%
163	Svazilend	2016	-404	-10.36%
164	Čad	2016	-197	-1.96%

165	Togo	2016	-427	-9.56%
166	Tajland	2016	2,315	0.57%
167	Tadžikistan	2016	-679	-9.77%
168	Timor	2016	-832	-32.99%
169	Turkmenistan	2015	-250	-0.70%
170	Tunis	2016	-2,473	-5.88%
171	Tonga	2016	-2	-0.42%
172	Turska	2016	-20,107	-2.33%
173	Trinidad i Tobago	2016	-2,807	-12.44%
174	Tuvalu	2016	6	16.55%
175	Taivan	2016	-11,667	-2.20%
176	Tanzanija	2016	-1,037	-2.18%
177	Ukraina	2016	-2,076	-2.23%
178	Uganda	2016	-1,238	-4.89%
179	Urugvaj	2016	-2,026	-3.86%
180	Uzbekistan	2016	263	0.40%
181	Sveti Vinsent i Grenadini	2016	9	1.13%
182	Venecuela	2013	-31,962	-14.09%
183	Vijetnam	2015	-10,482	-5.48%
184	Vanuatu	2016	-49	-6.12%
185	Samoa	2016	-3	-0.41%
186	Jemen	2013	-2,787	-6.90%
187	Južna Afrika	2016	-12,007	-4.06%
188	Zambija	2016	-1,215	-5.80%
189	Zimbabve	2015	-158	-0.99%

Izvor: <https://countryeconomy.com/deficit/usa>, posjećeno dana. 2018/02/05 – Zemlje su izlistane po azbučnom redu, a ne po rangiranju u pogledu nivoa deficita državnog budžeta (u poglavlju koje se bavi obradom ovog dijela zemlje su sortirane po nivoima državnog suficita, odnosno deficita).