

FINANSIJSKA INTEGRACIJA I KAPITALNI RAČUN SRBIJE U DUGOM ROKU

Marčetić Marija¹

Mušikić Slađana²

Turanjanin Dragan³

Sažetak: *Mišljenje da liberalizacija kapitalnog računa zbog svoje volatilnosti uzrokuje pojavu mnogih kriza je preovlađujući i generalni stav u javnosti. S obzirom na relativnu "nezrelost" finansijskog tržišta Srbije, potrebna je dodatna opreznost pri kapitalnoj liberalizaciji i pažljivo upravljanje velikim kapitalnim uplivom. U uslovima strukturne neusklađenosti i visoke zaduženosti, otvaranje kapitalnog računa zahtevalo je pomnu pažnju i delikatne poteze kreatora ekonomske politike. Sistemska liberalizacija kapitalnog računa Srbije započinje sa političkim promenama 2000. godine. Politička ekonomija igra bitnu ulogu u formiranju dovoljne podrške za liberalizaciju. U radu se prate preduzete mere ka uspostavljanju kontrole nad kapitalnim tokovima. Takođe se analizira kretanje podračuna platnog bilansa na kojima se registruje kvantitet kapitalnih poena.*

Ključne reči: *kapitalni račun / kapitalne kontrole / SDI / portfolio investicije*

UVOD

Finansijska integracija, a shodno tome, liberalizacija kapitalnog računa koja uključuje integraciju tržišta akcija, obveznica i novca, kao i direktno vlasništvo stranog kapitala ili strane direktne investicije, predstavlja kamen spoticanja u naučnim raspravama među ekonomistima. Istraživači sukobljavaju svoja mišljenja – jedni, verujući da je korisna za zemlje sa srednjim dohotkom (Fisher, 1998), dok drugi tvrde da su

1 Visoka poslovna škola strukovnih studija, Blace, Juriša Gagarina 259/2, Novi Beograd,
e-mail: neimar.marija@gmail.com

2 Visoka poslovna škola strukovnih studija, Blace, Slovenski trg 2/20, Stara Pazova;
e-mail: sladjana.musikic@vpskp.edu.rs

3 Visoka poslovna škola strukovnih studija, Blace, Slovenski trg 2/20;
e-mail: dragan.turanjanjanin@vpskp.edu.rs

rizici prevagnuli nad koristima (Rodriguez, F., Rodrik, D. 2001). Neoklasičari tvrde da ključna korist finansijske integracije proizilazi iz dugoročnih neto tokova kapitala od industrijskih zemalja ka zemljama u razvoju. Koristi od finansijske integracije su uglavnom indirektna i evidentiraju se kao poboljšanja u strukturnim, institucionalnim i makroekonomskim varijablama ekonomske politike u dugom roku.

Liberalizacija kapitalnog računa zbog svoje visoke mobilnosti uzrokuje pojavu mnogih kriza. Posle azijske krize bilo je jasno da države nisu pripremljene na brzinu kretanja finansijskih tokova. Iako se radilo o zemljama koje su imale stabilnu fiskalnu poziciju, nisku inflaciju, volatilnost priliva kapitala iz inostranstva je učinila svoje. Takođe, mnoge ekonomije Latinske Amerike su povremeno doživljavale masivne odlive kapitala, bez obzira na to što su imale kontrole nad odlivima. Pa čak i Kina, uprkos ekstenzivnom režimu kapitalnih kontrola, nije bila u mogućnosti da zaustavi prilive špekulativnog kapitala (Kose, M. et al., 2009).

Sistemska liberalizacija kapitalnog računa Srbije započinje sa političkim promenama 2000. godine. S obzirom na prethodno istaknute poteškoće koje se mogu susresti u otvaranju ka ino- kapitalu, bila je potrebna velika opreznost pri donošenju konceptualnih odluka u vezi sa načinom i brzinom finansijske integracije. Cilj ovog rada je prikaz promena na kapitalnom računu u dugom roku, uz objašnjenje restriktivnih mera koje su imale za cilj zaštitu ekonomskog prostora od volatilnosti kapitala. Analizirani period počinje od trenutka kada se sklapa konsenzus o nužnosti veće ekonomsko-finansijske integracije Srbije sa ostatkom sveta. Definisana su dva ključna perioda, različita kako u načinu i intezitetu priliva kapitala tako i u merama za njegovu kontrolu. Takođe, neophodno je obratiti pažnju na način, efikasnost i brzinu izvedene finansijske integracije.

Brzina liberalizacije zavisi od specifičnosti same zemlje i prema tome se treba ravnati. Sigurno je racionalno prihvatiti princip postupnosti kojeg danas podupire ekonomska procena. Preovladava mišljenje da najpre treba izvršiti trgovinsku liberalizaciju pa tek onda finansijsku. Eventualna depresijacija deviznog kursa ima veći uticaj na prihode od izvoza nego u manje otvorenoj ekonomiji (Kose, M. et al., 2009). Ipak, svaka liberalizacija utiče na redistribuciju dohotka. Prilagođavanje liberalizaciji tekućeg računa uz depresijaciju pogađa najsiromašniji sloj, dok uz restriktivnu politiku dobijamo sličan učinak uz niži rast, ali i nižu inflaciju. U ovom slučaju potrebno je promisliti komplementarne politike – npr. treba uzeti u obzir socijalnu mrežu sigurnosti. S druge strane, otvaranje kapitalnog računa bez sterilizacije može dovesti do apresijacije kursa. Potrebno je napraviti izbor između ove dve odluke. Stoga, zaključak bi bio da ne postoji jedinstveni pristup finansijskoj integraciji. Politička ekonomija igra bitnu ulogu u formiranju dovoljne podrške za

liberalizaciju. Uloga vlasti će biti davanje kredibiliteta neophodnim reformama, određivanje faze reformi, targeta, itd. (Radošević, D. 2010).

KAPITALNE KONTROLE I MEĐUNARODNI MONETARNI FOND

Liberalizacija kapitalnog računa je postala aktuelna nakon uvođenja režima fluktuirajućeg deviznog kursa. MMF počinje da meri liberalizaciju kapitalnih tokova kroz merenje finansijske otvorenosti. MMF-ov Godišnji izveštaj o aranžmanima razmene i restrikcijama (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, AREAER) broji preko 60 različitih oblika kontrole kapitala.

Važan događaj na ovom polju iniciran je od strane MMF-a (1998. god.) u vidu kreiranja panela kapitalnih kontrola. Iako veoma opsežan, ovaj izveštaj ima manu, tj. razmatrane mere možda ne odražavaju uvek stvarni stepen integracije jedne ekonomije u međunarodna tržišta kapitala. Drugim rečima, *Artical of agreement* članovima XIII i XIV reguliše liberalizaciju kapitalnog računa. MMF se zalaže za postepenu liberalizaciju do postizanja potpunog protoka kapitala. Zemljama članicama je dozvoljeno u pripremnom periodu evolucije ka potpunom pristupu tržištu kapitala zadržavanje nekih od kapitalnih kontrola i restrikcija. MMF je pojačao funkciju promovisanja i nadzora nad ovim procesom i preuzeo ulogu informisanja ukoliko dođe do pretećih pojava po makroekonomsku stabilnost zemlje i neravnotežu platnog bilansa. U toj situaciji suverena zemlja može prihvatiti preporuke za nametanje ili ukidanje kapitalnih kontrola, a i ne mora (Fisher, S. 1998). Interesantno je istraživanje ekonomiste MMF-a (Benelli, R. 2007) koji u svojoj studiji dokazuje da što je veći iznos finansijske pomoći Fonda pružene jednoj zemlji, efekat je manji po stabilnost kapitalnog računa. Na prvi pogled izgleda nelogično, ali glavni razlog je ovakvoj pojavi je smanjenje priliva privatnog kapitala u slučaju pomoći MMF-a. Finansijska pomoć MMF-a utiče pozitivno na tekući bilans, a negativno na tokove privatnog kapitala.

Ekonomisti MMF-a (Calvo et al., 1996). dele uzroke povećanja suficita kapitalnog računa platnog bilansa na spoljašne (sniženje kamatnih stopa u inostranstvu, recesija u inostranstvu, sniženje stope prinosa) i unutrašnje. Unutrašnji razlozi obično su značajniji. Među njih ubrajamo: poboljšanje ocene rizičnosti države, dobre mogućnosti za apsorpciju kapitala, poreske olakšice, manji deficit javnog sektora, uvođenje finansijskih instrumenata s deviznom klauzulom, repatrijaciju kapitala, snižavanje carina, liberalizaciju domaćih finansijskih tržišta.

U toku finansijske krize pitanje slobodnog kretanja kapitala postalo je vrlo aktuelno. Intenzivna finansijska integracija ugrozila je stabilnost svetskog finansijskog

sistema, i to na takav način da se u međunarodnom okruženju otvoreno postavlja pitanje imaju li ograničenja smisla. Tako je ekonomska i finansijska kriza istakla potrebu za promenom u finansijskoj regulaciji. Imajući u vidu da se kriza reflektovala, između ostalog, velikim kapitalnim prilivom u rastućim ekonomijama, povećan je zahtev za povećanjem otpornosti finansijskog sistema od sistemskog šoka. Okvir makroprudencijalne politike je poslednji odgovor na takve tendencije u kretanju kapitala. Poslednji metod za superviziju globalnog finansijskog sistema je set bankarskih standarda – Bazel III (Ivanović, B., Marčetić, M., 2013). Bazelu III, kao i drugim globalnim standardima daje se snažna osnova za uspostavljanje stabilnog bankarskog sistema, u cilju umanjenja preliivanja rizika krize iz finansijskog sektora u realnu ekonomiju.

KAPITALNO-FINANSIJSKI RAČUN SRBIJE PRE SVETSKE EKONOMSKE KRIZE

Sporazumom o stabilizaciji i pridruživanju (SSP), tekuće transakcije su u potpunosti liberalizovane u skladu sa članom VIII Statuta Međunarodnog monetarnog fonda. Kada je reč o kapitalnim transakcijama, Srbija se opredelila za faznu liberalizaciju. Jedan set mera je liberalizovan Zakonom o deviznom poslovanju 2002. godine, a Zakonom o deviznom poslovanju iz 2006. godine izvršena je dodatna liberalizacija, ali ne potpuna. U zakonu je prihvaćen princip simetrične liberalizacije, to jest istovremene liberalizacije kretanja kapitala u oba smera, kako za rezidente, tako i za nerezidente. Tokovi stranih direktnih investicija su u osnovi liberalizovani. Ovaj element kapitalnih tokova je najbrže liberalizovan u svim tranzicionim ekonomijama zbog ograničene domaće akumulacije (FEFA 2011).

U borbi sa prilivom "opasnog novca", Srbija je primenjivala miks mera koje su uticale na priliv *per se* (npr. njihovu veličinu, ročnost ili trajanje), kao i na probleme koje donosi priliv kapitala (npr. postizanje ciljeva inflacije, velike fluktuacije deviznog kursa, pogoršanje tekućeg računa platnog bilansa ili finansijska stabilnost). Administrativne mere koje direktno utiču na priliv po prirodi su prudencijalne i postepeno su smanjivane i ukidane, kako je Srbija napredovala u ekonomskim integracijama. Kao i u drugim zemljama u tranziciji, ekonomska integracija (EU, OECD) ograničiće upotrebu administrativnih mera (npr. direktna kontrola kapitala, odlaganje liberalizacije) (Dragutinović, D. 2009).

"Kapitalni i finansijski račun se sastoji od dve glavne komponente – kapitalnog računa i finansijskog računa. Glavne komponente kapitalnog računa su kapitalni transferi i nabavka / prodaja neproizvodne, nefinansijske aktive. Kapitalni transferi se sastoje od onih koji se tiču transfera vlasništva fiksne aktive; transfera finansijskih sredstava

koji su povezani ili 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 (direktno ulaganje, portfolio ulaganje, ostalo ulaganje, rezervna aktiva). Saldo kapitalno-finansijskog računa prikazuje strukturu finansiranja deficita tekućeg računa prema vrstama ulaganja, institucionalnim sektorima, instrumentima, ročnosti i sl. (CBCG, 2008). Najveći deo promena na kapitalno-finansijskom računu se odnosio na strane direktne investicije, dok su portfolio investicije ograničenog priliva, naročito u prvom tranzicionom periodu. Dominantan udeo na kapitalnom računu kod zemalja u razvoju zauzimaju SDI (polovina priliva zemalja u razvoju), portfolio akcijski kapital (oko 12%), a posle toga spoljni dug odgovoran za preko polovine spoljnih obaveza. Akumulacija zvaničnih međunarodnih rezervi kroz kategoriju „ostalo“ postaje zanačajan deo kapitalnog računa (Lane, P., Milesi-Ferretti, 2006). Ovo je inače ekonomska zakonitost liberalizacije kapitalnog računa. Iz ovog razloga, kao i to što su ostale stavke razmatranog računa pretrpele neznatne promene, fokus analize će biti na direktnom ulaganju.

Tabela 1: Strane direktne investicije, kao % BDP (2001-2016)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Strane direktne investicije kao % BDP	1.3	2.9	6.4	3.9	5.9	13.6	8.6	7.4	6.7	3.8	9.9	2.4	3.8	3.7	5.4	5.5

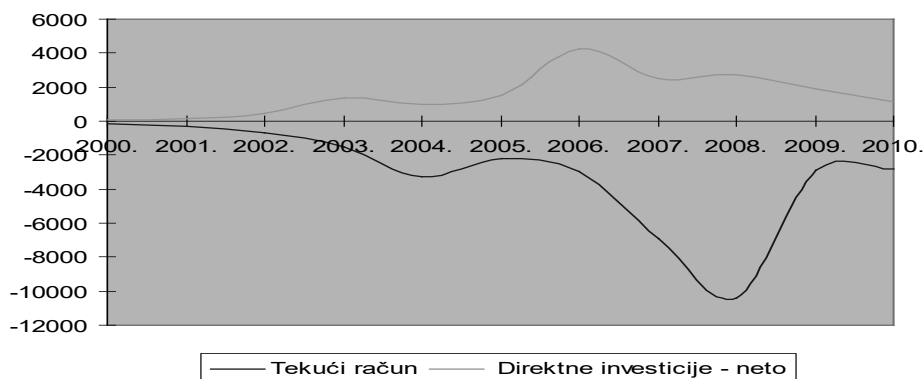
Izvor: www.mfin.org.rs

Dominantna godina za priliv SDI je 2006., nakon koje se učešće SDI u BDP postepeno smanjuje. Postoji mišljenje da su strani investitori usled jakog pritiska na platni bilans ocenili da je u Srbiji nepovoljan makroekonomski ambijent za dalji nastavak investiranja istim tempom. Usled svetske ekonomske krize nakon 2008. godine opada priliv SDI. Blagi oporavak se primećuje u 2016. godini. Priliv SDI u Srbiju u prvom tranzicionom periodu (do svetske ekonomske krize) je dominantno bio motivisan kupovinom lokalnih monopola ili oligopola u oblasti finansija, proizvodnje cementa, cigareta, elemenata trgovine na malo i sl. "Grubo procenjeno – u Srbiji je udeo priliva u primarni i sekundarni sektor iznosio oko jedne trećine ukupnog priliva, dok je u svetu iznosio dve petine. Tri četvrtine od ukupnog priliva bilo je skoncentrisano na ulaganja u finansijski sektor, trgovinu i saobraćaj – oblasti koje pospešuju rast uvoza" (FREN 2010). Ovaj trend je karakteristika i ostalih zemalja regiona.

Priliv kapitala u prvom tranzicionom periodu do svetske ekonomske krize u Srbiji pridoneo je porastu potražnje, brzom rastu cena finansijskih instrumenata i nekretnina, ubrzanom rastu aktive i pasive bankarskog sektora, osetljivom deficitu tekućeg računa i suficitu finansijskog i kapitalnog računa (Zbašnik, D. 2008).

Već je poznat ambivalentan uticaj SDI na račune platnog bilansa. Naime, u prvim godinama SDI utiču na pogoršanje tekućeg računa uglavnom zbog uvoza opreme, sirovina i materijala potrebnog za proizvodnju.

Grafikon 1: SDI i tekući račun Srbije (2000–2010.)



Prikaz autora

Deo deficita tekućeg računa platnog bilansa ima samokorigujući efekat, odnosno sa prestankom priliva SDI dolazi do značajnog smanjenja uvoza. Možemo smatrati pozitivnim efektom to što pogoršanje trgovinskog računa uglavnom ukazuje na priliv proizvodnih investicija.

Sagledavanje investicija kao opredeljujućeg faktora ekonomskog razvoja posebno dobija na značaju proučavanjem ekonomske efikasnosti investicija. Efektivnost investicija izražava se odnosom između kapitala osnovnih materijalnih proizvodnih fondova i proizvodnje ili odnosom investicija i proizvodnje. Efikasnost upotrebe SDI ukazuje na intenzitet strukturnih promena, a još uvek je na niskom nivou u odnosu na razvojne potrebe.

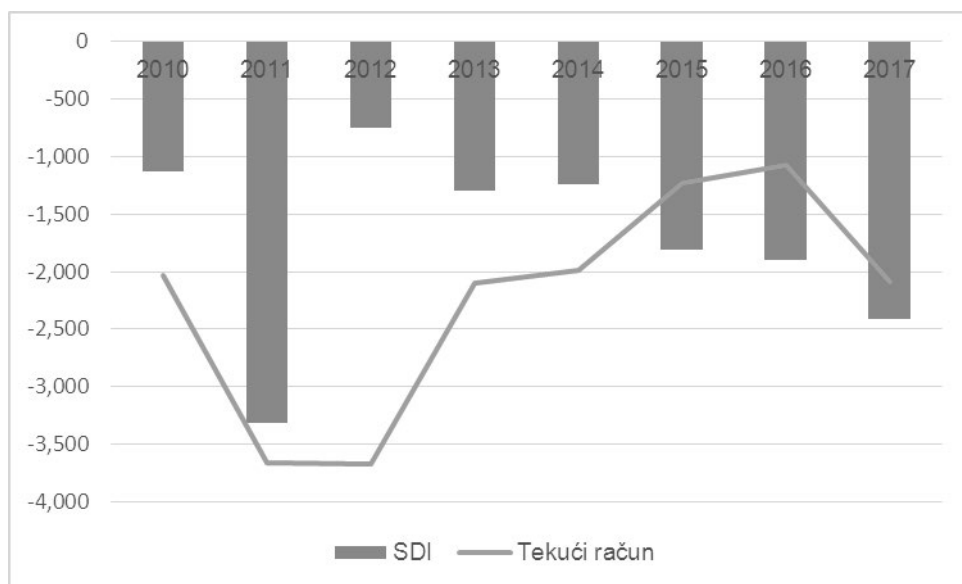
KAPITALNO-FINANSIJSKI RAČUN SRBIJE POSLE SVETSKE EKONOMSKE KRIZE

S obzirom na kratak period sistemske liberalizacije kapitalnog računa Srbije, dubina finansijske integracije do nastupa Svetske ekonomske krize nije dostigla nivo za transmisiju kapitalnog šoka u velikoj meri. Glavni efekat je distribuiran kroz

smanjen priliv SDI i reverzibilan tok portfolio investicija. Liberalizacija zakonske regulative u Srbiji ne gubi na značaju, čak postaje neophodan faktor za privlačenje stranog kapitala. Strani investitori dobijaju nacionalni tretman, a priliv ino kapitala reguliše tržišne distorzije. Ako su reformski koraci i brza liberalizacija cena, liberalizacija finansijskih tržišta i smanjenje kapitalnih kontrola na početku tranzicionog procesa bili najbitniji faktori za brzu finansijsku integraciju na početku procesa, u drugoj polovini tranzicionog perioda ide se korak dalje u motivisanju stranih investitora putem poreskih olakšica.

Odnos SDI i tekućeg računa u drugom delu tranzicionog procesa Srbije je bitno različit od perioda opisanog u prethodnom poglavlju. Iako je došlo do značajnog smanjenja investicija, deficit na tekućem računu je smanjen u većoj proporciji u odnosu na to smanjenje. Uzrok te kontrakcije spoljnotrgovinskog računa treba tražiti u još nekim varijablama, osim SDI.

Grafikon 2: Odnos SDI i tekućeg računa Srbije u periodu 2007–2017. (u mln evra)



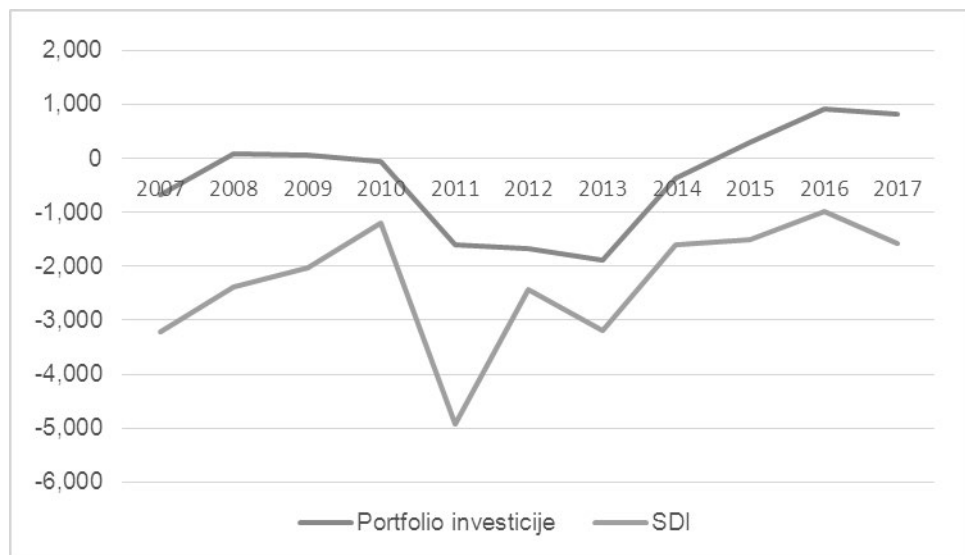
Izvor: Autorov prikaz, prema podacima NBS

Dolazi do znatnog smanjenja deficita na tekućem računu, ali i kontrahovanja priliva SDI. Tek u 2015. dolazi do značajnijeg oživljavanja inostranih aktivnosti u našoj zemlji i povećanja priliva investicija. Privredna aktivnost od 2010. do 2015. je u dosta stabilnoj stagnaciji – odnosno, ostvarila je gotovo zanemarljiv prosečan godišnji rast od 0,3%. Zbog toga smatramo da je stagnacija privredne aktivnosti

trajni, strukturni, trend domaće ekonomije u kom se ona nalazila praktično sve vreme nakon izbijanja prvog talasa krize iz 2008. i 2009. godine. Struktura BDP-a u Srbiji otkriva da se iza stagnacije privredne aktivnosti od 2010. godine krije nedovoljan nivo investicija. Njihovo učešće u BDP-u je znatno ispod 20% BDP-a, što nije dovoljno za pokretanje privrednog rasta.

Ukoliko posmatramo kapitalno-finansijski račun preko njegovih podračuna (posmatramo zemlje u razvoju jer su tokovi kapitala usmereni prema njima), dominantan udeo zauzimaju SDI (polovina priliva zemalja u razvoju), portfolio akcijski kapital (oko 12%, ali još uvek nedovoljno), a posle toga spoljni dug, odgovoran za preko polovine spoljnih obaveza. Akumulacija zvaničnih međunarodnih rezervi kroz kategoriju „ostalo“ postaje značajan deo kapitalnog računa (Lane, P., Milesi-Ferretti, 2006).

Grafikon 3: Portfolio investicije (mln evra)



Izvor: Autorov prikaz prema podacima NBS

Posmatrajući vremenske linije stranih direktnih investicija i portfolio investicija primećujemo izvesno preklapanje. Faktori ili motivi za povećanje (smanjenje) direktnih i portfolio investicija mogu biti jednoobrazni. Portfolio kapital povećava dugoročni rast BDP-a za oko jedan procentni poen, što je izuzetno snažan efekat. Donosi i ostale benefite: kompanije tržišta u nastajanju dobijaju novi kanal finansiranja; investicione prilike se poboljšavaju; bolji su standardi upravljanja; smanju-

je se trošak kapitala, primenjuje se dobra makroekonomska politika. U negativne efekte možemo ubrojiti: procikličnu prirodu portfolio kapitala; neefikasne alokacije kapitala ukoliko je loš nadzor domaćih banaka; generisanje moralnog hazarda; mogući odliv štednje u inostranstvo; povećanje osetljivosti na spoljne šokove (Beckaerta, G., et al. 2005). Oživljavanje privrednog ambijenta nakon 2015. može se pripisati prilivom kapitala na oba računa, i direktnih i portfolio investicija. Uzrok ovog priliva osim liberalizacije finansijskih tržišta i smanjenja carina može se tražiti u sniženju kamatnih stopa u inostranstvu, recesije u inostranstvu, sniženju stope prinosa, poboljšanju ocene rizičnosti države, dobrih mogućnosti za apsorpciju kapitala, poreskih olakšica, itd.

ZAKLJUČAK

Pre svega, potrebno je podcrtati da je uslov uspešne liberalizacije stabilan finansijski sistem. Brzina liberalizacije zavisi od specifičnosti same zemlje i prema tome se treba ravnati. U našem primeru postepena liberalizacija kapitalnog računa je bila optimalna zbog postojanja ekonomske neravnoteže, tačnije strukturne neusklađenosti. Smanjenje strukturne neusklađenosti je neretko teško postići bez novog kapitala koji bi pokrenuo i uskladio motore razvoja. Ukoliko je zemlja već u dugovima, izjednačavanje razvoja i pokretanje nove dinamike se čini još težim.

Priliv kapitala u prvom tranzicionom periodu do Svetske ekonomske krize u Srbiji pridoneo je rastu cena finansijskih instrumenata, ubrzanom rastu aktive i pasive bankarskog sektora, suficitu finansijskog i kapitalnog računa. U borbi sa prilivom kapitala, Srbija je primenjivala mešavinu mera koje su uticale na priliv *per se* (na pr. njihovu veličinu, ročnost ili trajanje), kao i na probleme koje donosi priliv kapitala (npr. postizanje ciljeva inflacije, velike fluktuacije deviznog kursa, pogoršanje tekućeg računa platnog bilansa ili finansijska stabilnost). Administrativne mere koje direktno utiču na priliv po prirodi su prudencijalne i postepeno su smanjivane i ukidane, sa napredovanjem Srbije u ekonomskim integracijama.

S obzirom na kratak period sistemske liberalizacije kapitalnog računa Srbije, dubina finansijske integracije do nastupa Svetske krize nije dostigla takav nivo za transmisiju kapitalnog šoka koji je nastao tokom 2008. godine. Glavni efekat je distribuiran kroz smanjen priliv SDI i reverzibilan tok portfolio investicija. Liberalizacija zakonske regulative u Srbiji ne gubi na značaju, čak postaje neophodan faktor privlačenja stranog kapitala. Strani investitori dobijaju nacionalni tretman, a priliv ino kapitala reguliše tržišne distorzije. Ako su reformski koraci i brza liberalizacija cena, liberalizacija finansijskih tržišta i smanjenje kapitalnih kontrola na početku tranzicionog procesa bili najbitniji faktori za brzu finansijsku integraciju, na početku procesa, u drugoj polovini

tranzicionog perioda ide se korak dalje u motivisanju stranih investitora putem poreskih olakšica. U svetlu približavanja, Evropska unija kao i Srbija treba da se koncentrišu na dalju finansijsku integraciju i olakšavanje međunarodne trgovine.

FINANCIAL INTEGRATION AND CAPITAL ACCOUNT OF SERBIA IN THE LONG RUN

Marčetić Marija

Mušikić Slađana

Turanjanin Dragan

Abstract: *It is generally believed that the liberalization of the capital account causes many crises due to its volatility. Given the relative "immaturity" of Serbia's financial market, additional caution is needed in capital liberalization and the careful management of large capital flows. In conditions of structural mismatch and high indebtedness, the opening of the capital account required careful attention and delicate moves of the economic policy makers. Systemic liberalization of Serbia's capital account begins with political changes in 2000. The political economy plays an important role in forming sufficient support for liberalization. This paper deals with measures taken to establish control over capital flows. It also analyzes the movement of sub-accounts of the balance of payments on which the quantity of capital assets is registered.*

Key words: *capital account / capital controls / FDI / portfolio investments*

LITERATURA

1. Bekaerta, G., Harveyb, C., Lundbladd, C. (2005). *Does financial liberalization spur growth?* Preuzeto sa: https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/gbekaert/papers/financial_liberalization.pdf
2. Benelli, R. (2007). Effect of IMF Structural Adjustment Programs on Expectations: The Case of Transition Economies, *IMF WP/07/261*
3. Calvo, G., Liederman, L., Reinhart, L. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2. (Spring, 1996), pp. 123-139.
4. CBCG, *Analiza održivosti deficita tekućeg računa Crne Gore* (2008). Preuzeto sa: <http://www.cb-cg.org>

5. Dragutinović, D. (2009). *Monetarna strategija (politika) u Srbiji ponovo na raskršnicima*, Preuzeto sa: <http://www.docstoc.com/docs/20010317/Serbia-at-a-monetary-policy-cross-road>
6. FEFA. (2011). Preuzeto sa: <http://www.fefa.edu.rs/files/pdf/studies/02SlobodnoKretanjeKapitala.pdf>
7. Fisher, S. (1998), *Capital Account liberalisation and the role of IMF*, <http://www.piie.com/fischer/pdf/Fischer141.pdf>
8. Francisco Rodriguez, Dani Rodrik. (2001). Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence, *NBER Macroeconomics Annual 2000*, Vol. 15, p. 261 - 338
9. FREN. (2010), *Postkrizni model ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011-2020*. Preuzeto sa: <http://www.fren.org.rs>
10. III Restrukturiranje ili izvozna orijentacija privrede. Preuzeto sa: <http://www.piie.com/fischer/pdf/Fischer141.pdf>
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/12/pdf/eichen.pdf>
11. Ivanović, B., Marčetić, M. (2013). Monetary systems, economic crisis and financial regulation, *Post crisis recovery*, BBA, Belgrade, Serbia
12. Kose, M. A., Prasad, K., Rogoff, S., Wei. J. (2009). Finansijska globalizacija: Ponovna procena, *Panoeconomicus*, 56/2
13. Lane, P., Milesi-Ferretti. (2006). Europe and Global Imbalances, *IMF WP/07/144*
14. Lane, P., Milesi-Ferretti. (2006). Europe and Global Imbalances, *IMF WP/07/144*
15. Miskin, F. (2011). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, *NBER Working Paper No. 16755*
16. Radošević, D. (2010). Strategija liberalizacije kapitalnih tokova Hrvatske sa inozemstvom, *Ekonomski pregled*, 61 (12) 725-768
17. Zbašnik, D. (2008). *Usklađenost ekonomske liberalizacije*, Preuzeto sa: www.rfin.com