

## ANALIZA DUGA REPUBLIKE SRBIJE I NJEGOVE METODOLOŠKE ODREDNICE

Marčetić Marija<sup>1</sup>, Đurić Olivera<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Profesor strukovnih studija, doktor ekonomskih nauka, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Blace,  
e-mail:marmarcetic@yahoo.com

<sup>2</sup>Profesor strukovnih studija, doktor ekonomskih nauka, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Blace,  
e-mail: zvezdadaj@open.telekom.rs

**Rezime:** *Kada se ima u vidu rizik da zbog nivoa zaduženosti i postojećeg obima spoljnotrgovinskog deficita zemlje – u slučaju smanjenja ili prekida priliva kapitala – dođe do nelikvidnosti i nemogućnosti servisiranja tekućih obaveza, problem održivosti servisiranja spoljnog duga je od prvorazrednog značaja. Zemlje sa niskim kreditnim rejtingom često ulaze u dužničku krizu na niskim stopama zaduženosti. Dužnička kriza u srednje razvijenim zemljama, kakva je Srbija, može da izbije i pri umerenom nivou spoljnog duga ako prethodna istorija zemlje u pogledu plaćanja dugova i inflacije nije dobra i ako je kao takvu ocene strani kreditori. Održivost javnih finansija u uslovima globalne finansijske neizvesnosti će u narednom periodu biti tas na vagi za percepciju rizika zemlje. Indikatori eksterne i budžetske pozicije se poslednjih godina ubrzano pogoršavaju. U narednim godinama, prema procenama MMF-a, rastu potrebe za finansiranjem rastuće amortizacije duga i Srbija postaje zavisna od priliva kapitala.*

**Ključne reči:** *Spoljni dug, javni dug, održivost duga*

**Jel klasifikacija:** F34

### UVOD

Kada se ima u vidu rizik da zbog nivoa zaduženosti i postojećeg obima spoljnotrgovinskog deficita zemlje – u slučaju smanjenja ili prekida priliva kapitala – dođe do nelikvidnosti i nemogućnosti servisiranja tekućih obaveza, problem održivosti servisiranja spoljnog duga je od prvorazrednog značaja. Pitanje održivosti servisiranja spoljnog duga je složeno pitanje i zahteva kompleksan analitički pristup. Trenutni odnos duga prema BDP-u važan je pokazatelj koji upućuje na neophodnost da se

potraži odgovor na pitanje održivosti, ali nije presudan za sam odgovor. Taj odgovor zavisi od uticaja niza činilaca u okviru tekuće ekonomske i razvojne politike. Kao presudni se pokazuju – a) tempo realnog rasta BDP-a, b) brzina povećanja izvoza i smanjenje udela deficita tekućih transakcija platnog bilansa u BDP-u, v) povećanje udela investicija u BDP-u, g) sporiji rast ukupne potrošnje i u tome još sporiji rast javne potrošnje od rasta BDP-a, i na kraju d) socijalna izdržljivost tih promena. Usled finansijske krize ovi pokazatelji održivosti duga su uglavnom negativni. Za rapidan rast srpskog duga nije odgovorna samo ekonomska kriza. Uzroci su: vođenje prociklične fiskalne politike (tzv. „fiskalni greh“), smanjeni tempo ekonomskog rasta uz povećanje kamatnih stopa na dug (efekat „snežne grudve“) i „prvobitni greh“ tj. uticaj depresijacije valute na rast javnog duga [Diana Dragutinić, 2011:67].

Što se tiče perspektive uticaja spoljnog duga na deficit tekućeg računa, isti može biti posledica priliva kapitala koji će indukovati rast BDP-a, a isto tako može biti posledica kumuliranja stranog duga. Do nemogućnosti servisiranja duga ili pada solventnosti jedne zemlje može doći zbog kontinuiranog povećanja javnog ili privatnog duga. Zemlja je solventna u meri u kojoj je u mogućnosti da izmiri svoje obaveze po osnovu spoljnog duga ili dokle god su finansijski prilivi veći od obaveza za servisiranje duga. U slučaju nesolventnosti država može uvesti restrikcije zbog sprečavanja odliva kapitala i smanjenja deviznih rezervi. Nesolventnost privatnog sektora utiče na smanjenje priliva kapitala i pada ukupnog rejtinga države.

Problem likvidnosti je drugačije prirode i može se javiti u veoma kratkom roku usled bega kapitala, smanjenja izvoznih prihoda, tj. eksternog šoka, značajnog povećanja uvoznih rashoda, promena deviznog kursa i kamatne stope itd. Kriterijum zaduženosti po metodologiji Svetske banke je vidljiv na sledećoj tabeli.

**Tabela 1:** Kriterijumi zaduženosti spoljnog duga

Kriterijumi	Visoka zaduženost	Srednja zaduženost	Mala zaduženost
Dug/BDP	80% i više	48-80%	ispod 48%
Dug/izvoz	220% i više	132-220%	ispod 132%

*Izvor:* World Bank (IBRD), The National Bank of Serbia (NBS), available at: [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/english/90/90\\_0/external\\_debt\\_sustainability\\_dec.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/english/90/90_0/external_debt_sustainability_dec.pdf)

U preko 50% (51,7%) slučajeva kriza je izbila kada je spoljni dug bio do 60% BDP-a, pa je to neka kritična vrednost spoljnog duga. U slučaju veličine duga od 80% BDP-a, koji bi Srbija sa fiskalnim podsticajem verovatno dostigla, dužnička kriza

je izbila u skoro 70% slučajeva (67,8%). Važan je, međutim, još jedan rezultat, a to je da je u skoro 20% slučajeva kriza izbila na relativno niskom nivou duga od ispod 40% BDP-a kod zemalja sa niskom tolerancijom na dug. Neke zemlje su veoma ranjive kada je u pitanju spoljni dug (*debt intolerance*), odnosno, spoljni kreditori se povlače u slučaju pojedinih zemalja i na relativno niskim nivoima zaduženosti [Ekonomski institut, 2010]. Dužnička kriza u srednje razvijenim zemljama, kakva je Srbija, može da izbije i pri umerenom nivou spoljnog duga ako prethodna istorija zemlje u pogledu plaćanja dugova i inflacije nije dobra i ako je kao takvu ocene strani kreditori [IMF, 2009]. Osim ovih kriterijuma opšte prihvaćeno gledište u međunarodnim finansijskim institucijama je da je jedna zemlja visoko zadužena ako iznos dospelih godišnjih otplata glavnice i kamata pređe 25% vrednosti izvoza robe i usluga, ona se tretira kao visoko zadužena; zemlja je visoko zadužena i ako je iznos tih otplata veći od iznosa prirasta BDP, odnosno ako je odnos otplata i BDP-a veći od godišnje stope rasta BDP.

## PROJEKCIJE OTPISA DUGA

Dužnički problemi SFRJ počinju početkom 80-tih. Pod teretom dugova i MMF-a SFRJ počinje sa otplatom dugova na uštrb kontinuiteta u ulaganju u investicionu opremu i osnovna sredstva. Spoljni dug Srbije je 1990. godine iznosio 6.6 milijardi dolara. Srbija je po kriterijumima Svetske banke u tom trenutku bila nisko zadužena zemlja. Promenom ekonomske i političke moći 2000. godine sprovedene su određene akcije u cilju otpisa dela duga i jačanje spoljnoekonomske likvidnosti države. Zaključenjem sporazuma sa Londonskim i Pariskim klubom poverilaca (2002) došlo je do otpisa većeg dela javnog duga koji je rastao mahom za vreme ekonomske blokade SRJ zbog nemogućnosti otplate kamata, pa je krajem 2000-te iznosio 10,83 milijardi dolara. U odnosu na sve ostale indikatore zaduženosti dug je prelazio okvire usled paralelnog smanjenja BDP-a i izvoza. Do 2006. godine Pariski i Londonski klub su uzvratili otpis dugovanja Srbiji u iznosu od 4,5 milijardi dolara. Od trenutka otpisa duga prišlo se prilično optimistično izradi projekcije rasta i otplate duga. Jednu od prvih projekcija je prikazao Jeferson institute [Jefferson Institute, 2003]. Na osnovu tog prikaza Srbija je trebalo na kraju ove dekade da postane srednje zadužena zemlja, bilo da se to posmatra na bazi kvantitativnog odnosa spoljnog duga i BDP-a, bilo na bazi odnosa spoljnog duga i izvoza robe i usluga, pa i na bazi iznosa anuiteta po osnovu servisiranja duga prema BDP-u. Po osnovnom scenariju odnos spoljnog duga prema BDP-u je trebalo da u 2008.god, iznosi 60,9%, 2009.g. 55,5% i u 2010.g. 50,1%, a odnos duga prema izvozu robe i usluga 203,19%, 175,8% i 153,2% respektivno. U scenariju sa sporijim rastom

BDP-u (u proseku 3%), odnos spoljnog duga prema BDP-u trebalo je da u 2008. god. dostigne 65,9%, u 2009.god. bi pao na 61,2%, a 2010. god. samo 56,3%.

Drugu analizu je dala Narodna banka Srbije 2004 godine [NBS, 2004] sa malo manje optimističnim scenarijem. U osnovnom scenariju spoljni dug prema BDP-u trebalo je da u 2008., 2009., 2010. godini iznosi 79,5%, 79,1% i 77,9% respektivno, a njegov iznos na kraju tih godina prema izvozu robe i usluga bi iznosio 259,0%, 247,7% i 231,4%, odnos iznosa servisiranja spoljnog duga i vrednosti izvoza robe i usluga je trebalo da iznosi u 2008.god. 34,4%, u 2009. god. 39,5%, a u 2010.god. 42,7%, a prema BDP-u 10,57%, 12,62%, 14,37% respektivno. Analiziran je i scenario sa većim stranim direktnim investicijama, sa manjim spoljnotrgovinskim deficitom, sa slabijim dolarom po kome bi Srbija ušla u srednje zadužene zemlje. Jedino se nije računalo na jedan eksteran činilac, finansijsku nestabilnost uvezenu iz okruženjenja. U sledećoj tabeli prikazana projekcija je ona koju daje MMF u okviru šeste revizije *stand by* aranžmana.

**Tabela 2:** Srbija, srednjoročni scenario kretanja spoljnog duga, 2008-2015

	2008	2009 proc.	2010 proj.	2011 proj.	2012 proj.	2013 proj.	2014 proj.	2015 proj.
Spoljni dug	65.2	76.5	79.5	73.1	72.7	70.6	68.4	66.8
Privatni dug	46.1	52.0	52.4	49.3	50.6	51.5	51.5	50.5

**Izvor:** International Monetary Fund January., (2009), IMF Country Report No. 11/9 Republic of Serbia: Sixth Review Under the Stand-By Arrangement

Ono što zapažamo iz ove projekcije je da trend opadanja spoljnog duga počinje od 2011. dok se dug privatnog sektora vrti oko 50% BDP-a. Ukoliko se oslonimo na ove projekcije nakon 2013. očekujemo prilagođavanje duga.

Dodatni problem, pored ovako rapidnog rasta duga uprkos projekcijama, je pronađen u akomodacionoj zvaničnoj statistici. Sumnja u zvaničnu metodologiju u ovim okolnostima može dovesti do pada kreditnog rejtinga zemlje i povlačenja investitora. Zamerka zvaničnoj metodologiji preračuna srpskog duga iskazana je mnogo ranije nego što su događaji iz evrozona nalagali. Osnovni problem pronađen je u obračunu duga po tekućim cenama umesto da je korigovan indeksom rasta cena u evro zoni. Samim tim vrednost BDP je „naduvana“ zbog inflatornog uticaja. „Po toj računici odnos duga i BDP-a u 2001. god. je iznosio 96,1%. Od 2001. pa zaključno sa 2009. god. bruto domaći proizvod u stalnim cenama je povećan za samo oko 40%. Dakle, spoljni dug je realno znatno više povećan nego realni rast BDP-

a, a zvanična statistika i NBS tvrde da je odnos spoljnog duga i BDP-a u 2008. god. iznosio samo 63%, a procenjuje se da je u 2009. iznosio oko 70%” [Miodrag Kovačević, 2010: 78]. Republički zavod za statistiku [RZS, 2011] u martu 2011. objavljuje revidirane stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda za period 2001-2009. godine. Metodologija obračuna realne stope rasta BDP je unapređena u vidu prelaska obračuna sa fiksnom bazom na obračun u cenama iz prethodne godine; revizijom indikatora koji se koriste za procenu dodatnih vrednosti pojedinačnih sektora; izvršena je promena klasifikacije delatnosti. Korekcije su se kretale u intervalu od jednog procentnog poena naviše (2004) do 1,7 procentnih poena naniže (2008). Ukupni ostvareni realni rast BDP-a od 2001. do 2009. je poslednjom revizijom smanjen sa prethodnih 47,7% na 41,8% [Fondacija za razvoj ekonomske nauke, 2011].

## ANALIZA KRETANJA SPOLJNOG DUGA SRBIJE

Spoljni dug javnog sektora na kraju četvrtog tromesečja 2011. godine iznosi 10.773,3 miliona evra. Povećanje spoljnog duga javnog sektora u odnosu na kraj juna 2011. godine najvećim delom je rezultat zaduženja Republike Srbije po osnovu emitovanja evroobveznica na svetskom finansijskom tržištu. Spoljni dug opšte države iznosi 9.086,3 miliona evra. NBS duguje ukupno 1.686,9 uglavnom po osnovu *stand by* aranžmana prema MMF-u. Iznos državno garantovanog duga po osnovu specijalnog prava vučenja je 459 miliona evra.

U novembru 2011. ukupni spoljni dug iznosi 24.125,4 miliona evra i čini 73,6 % BDP. Kritične tačka od 80% BDP deli srednje od visoko zaduženih zemalja. Kod zemalja u razvoju ovaj prag je niži i već je kritičan spoljni dug koji dostiže 60% BDP, jer preko tog iznosa dolazi do pada privrednog rasta. Učešće spoljnog duga privatnog sektora u procenjenom BDP-u iznosilo je na kraju septembra 42,5%.

**Tabela 3:** Indikatori eksterne pozicije Srbije

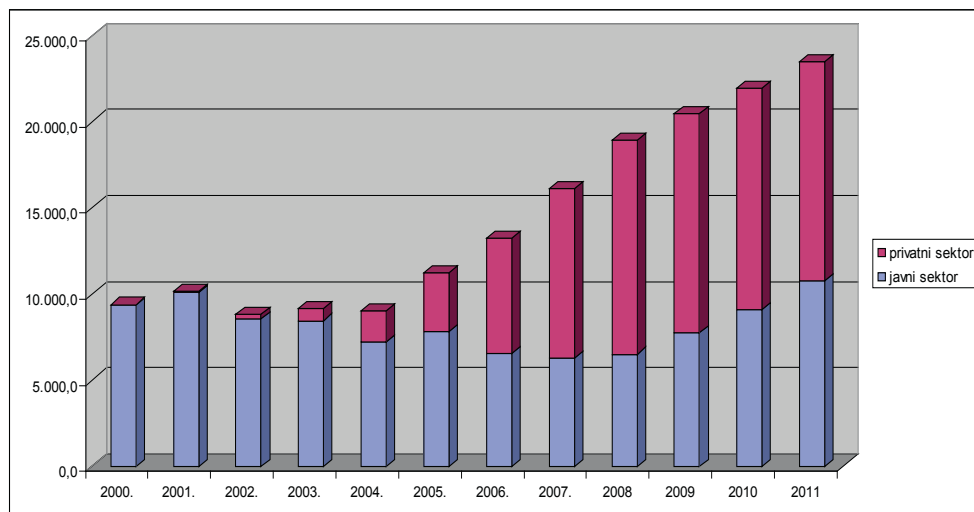
	2006	2007	2008	2009	2010	III 2011	Nov 2011
Indikatori eksterne likvidnosti (u%)							
Devizne rezerve/uvoz robe i usluga (u mesecima)	6.0	7.4	5.5	7.6	8,1	8,4	8,2
Devizne rezerve/kratkoročni dug	717.3	729.8	336.4	412.6	546,4	1.323,9	1.673,0
Devizne rezerve/BDP	38.7	33.5	24.4	35.4	34,7	36,2	35,2

Otplata duga/BDP	7.0	10.0	10.3	10.0	11,8	12,3	9,8
Otplata duga/izvoz robe i usluga	23.5	33.9	34.0	38.4	33,8	34,3	28,5
Indikatori eksterne solventnosti (u%)							
Spoljnidug/BDP	60.9	59.5	63.0	75.0	82,5	76,0	73,6
Kratkoročni dug/BDP	4.1	3.6	6.4	6.7	6,4	2,7	2,1
Spoljni dug/izvoz robe i usluga	204.1	197.1	207.4	265.2	236,2	210,4	208,1

**Izvor:** [www.nbs.org.](http://www.nbs.org.), preuzeto 7.2.2012

Odnos spoljnog duga na kraju trećeg tromesečja i 12-mesečnog izvoza robe i usluga procentna poena i iznosi 208,1%, što je u granicama održivosti (220%). Doduše novija empirijska istraživanja dokazuju da uticaj spoljnog duga postaje negativan na nivou 160-170% izvoza i 35-40% BDP-a. [Catherine Pattillo i dr. 2002]. Prema odnosu deviznih rezervi prema BDP-u Srbija ima zadovoljavajuću poziciju. Odnos ukupnih otplata po spoljnom dugu i procenjenog BDP-a u trećem tromesečju iznosi 12,3. Zemlja je visoko zadužena po kriterijumu ako dospelu godišnji anuiteti za otplatu duga pređu 5% BDP ili ako je iznos godišnje rate duga prema BDP veći od stope njegovog rasta. Ekonomski rast je više nego dvostruko sporiji od rasta duga (13,6% je prosečna stopa rasta spoljnog duga) i učešća obaveza iz duga u BDP-u. Kako je učešće obaveza iz duga veće od stope ekonomskog rasta – prirast bruto proizvoda nije dovoljan za servisiranje inostranih dugova. Odnos ukupnih otplata po spoljnom dugu i izvoza robe i usluga u trećem tromesečju iznosi 34,3% i nešto je iznad gornje granice održivosti (25–30%). Ovo je veoma loše po privredni rast i razvoj jer je odliv po osnovu kredita veći od rasta izvoza.

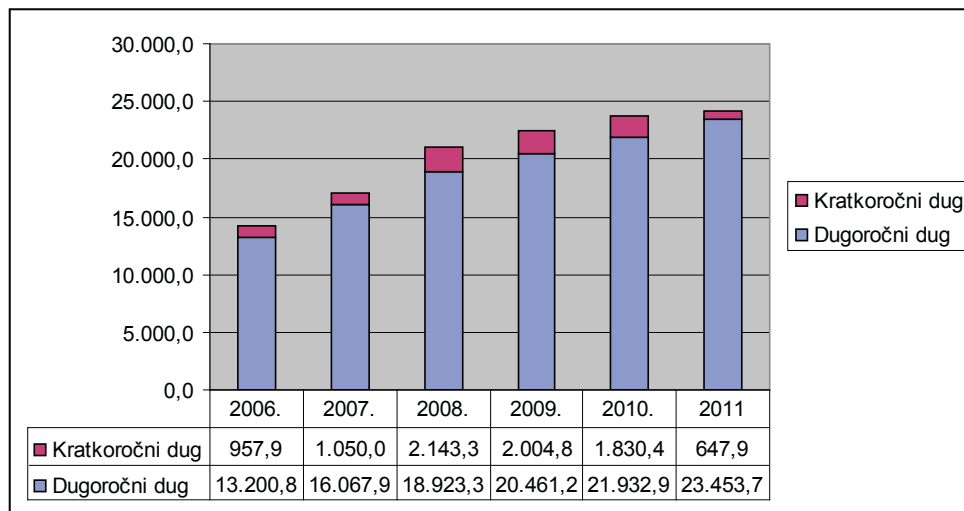
Pri tome je struktura spoljnih dugova potpuno izmenjena. Tako je 2001. godine spoljni dug iznosio 10,8 milijardi dolara, od toga je na državu otpadalo 90% (8,4 milijarde dolara), a na banke i preduzeća 10% (2,4 milijarde dolara). Ali nakon 2001. godine, ulazak stranih banaka, liberalizacije deviznog tržišta zaduživanje privrede je krenulo ekspanzivno da raste (vidi grafikon).

**Grafikon 2:** Dinamika i struktura dugoročnog spoljnog duga po sektorima (u mil. evra)

**Autorski prikaz** prema podacima Narodne banke Srbije

Dugoročni dug beleži konstantan rast. Snažna stopa rasta učešća privatnog duga u odnosu na javni dug nakon 2005. godine se vidi na prethodnom grafikonu. Ekspanzija zaduženja domaće privrede prevashodno je izazvana brzim rastom kredita namenjenim preduzećima i stanovništvu. Kreditna aktivnost u Srbiji je rasla kroz zaduživanje banaka u inostranstvu i dokapitalizaciji banaka kao i kroz rastući depozitni potencijal. Budući da do 2003. godine krediti nisu ni odobravani zabeležena je visoka stopa rasta kredita stanovništvu. U strukturi kredita odobrenih stanovništvu dominiraju dugoročni krediti sa preko 80%, od čega najveće učešće imaju krediti za stambenu izgradnju. Uprkos ovom značajnom skoku kreditiranja korporativnom sektoru (33% BDP-a) iznos je niži nego u Bugarskoj (60%), Hrvatskoj (49%) [Pirritta Sorsa i dr. 2007]. Polazeći od odgovornosti vlade za opšte stanje u ekonomiji, devizni oblik stranih kredita (kredit u Srbiji su indeksirani deviznom klauzulom), često izaziva fenomen implicitnih garancija. Tokom krize u Aziji 1996. godine podrazumevao se isti tretman javnog privatnog duga, drugim rečima vladinu odgovornost za oba. Razlika za Srbiju je ta što banke nisu u posedu države već stranih investitora [Vlastimir Vuković, 2008]. Zato "Republika Srbije ne garantuje za izvršenje obaveza po kreditnom poslu osim u slučajevima predviđenim zakonom" [Zakon o deviznom poslovanju, čl. 19]. Ekspanziji duga najviše su doprineli dugoročni strani krediti, što se vidi na sledećem grafikonu. Ročnost se blago pogoršava tokom 2008, 2009, 2010 godine.

**Grafikon 3:** Spoljni dug prema ročnosti (u mil. evra)



**Autorski prikaz** prema podacima NBS

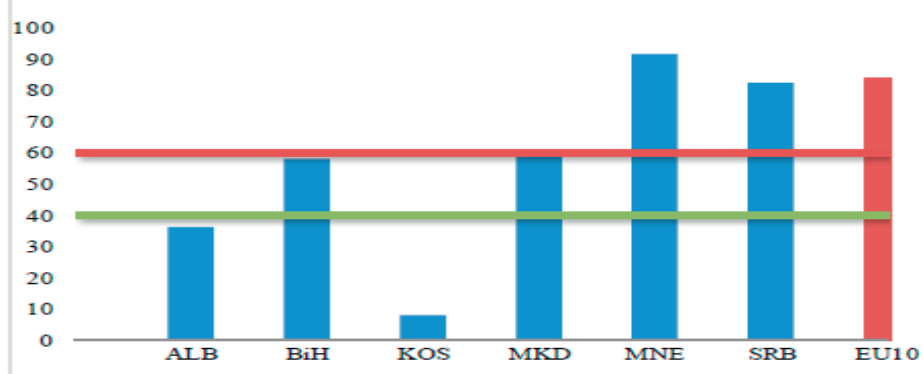
U 2011. godini se beleži relaksiranje po osnovu kratkoročnog duga (po osnovu kratkoročnog razduživanja bankarskog sektora) sa 1,8 milijardi evra u 2010. godini na 647 miliona evra u 2011. Ukupan dugoročni dug privatnog sektora smanjen je za 1,69 milijardi evra u odnosu na 2010. godinu i iznosi 12,7 milijardi evra, a rezultat je smanjenja dugova preduzeća. Obaveze preduzeća po dugoročnim stranim kreditima su smanjene na 8,92 milijardi evra u 2011.

Opadanje spoljnog duga domaćih banaka (naročito naglašeno u 2008. u odnosu na 2007.) se obrazlaže usporenom bankarskom dezintermedijacijom, gde banka vrši transfer kreditnog rizika sa domaćih banaka na preduzeća pretežno u stranom vlasništvu [IMF, Republic of Serbia, 2008]. Nakon 2009. banke ubrzavaju tempo zaduženosti dostižući iznos duga od 3,78 milijardi evra na kraju 2011.

### Održivost spoljnog duga Srbije

Spoljni dug je problem i u ostalim ekonomijama u okruženju. Oko  $\frac{2}{3}$  duga ovih zemalja može se pripisati zaduživanju država (9 %BDP) radi finansiranja fiskalnog deficita koji je iskorišćen za ublažavanje posledica krize. Na sledećem grafikonu su predstavljeni stepeni ranjivosti zemalja u okruženju, gde je kao osnovni indikator ranjivosti prikazan rast spoljnog duga preko 60%BDP.



**Grafikon 4:** Spoljni dug zemalja u okruženju kao % BDP

**Izvor:** Procene autora Svetske banke.

**Napomena:** Iznad crvene linije: visok rizik, ispod zelene linije: nizak rizik, između linija: umeren rizik.

Srbija i Crna Gora značajno odskoču po visini spoljnog duga u odnosu na ostale zemlje u okruženju. Slede Makedonija i BiH koje se nalaze na kritičnoj tački. BiH i Srbija su naročito ranjive usled velike zavisnosti od inostranog finansiranja banaka. Dodatni izvor ranjivosti kod rastućeg spoljnog duga je preterani deficit tekućeg računa pa usled takve kombinacije može doći do „teškog prizemljenja“. Visok nivo zaduženja utiče da je država postane podložna šokovima pri rastu kamatne stope, promeni deviznog kursa, iznenadnom prestanku priliva kapitala, itd. Opasnost se krije i iza jače depresijacije dinara i pojavu inflacije što bi znatno uticalo na povećanje zaduženja. Trend rasta spoljnog srpskog duga od 2008. do 2010. godine je bio rezultat i depresijacije kursa dinara, koja je bila veća od stope inflacije. Isplata duga zahteva ili rast izvoza ili redukovanje domaće potrošnje. Prvi put je bolji, ali zavisi od brzine progressa u reformama. Za sada se čini da je bafer za eksterne šokove dovoljan nivo deviznih rezervi. Srbija će i narednih godina imati velike potrebe za eksternim finansiranjem (vidi projekcije MMF-a), tako da će za isplatu dugovanja biti neophodan rast GDP-a koji nije zasnovan na rastu potrošnje. Na sledećoj tabeli su prikazane potrebe Srbije za eksternim finansiranjem uz projektovano zaduživanje privrede kroz deficit tekućeg računa.

**Tabela 4:** Potrebe za eksternim finansiranjem Srbije

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
		Est.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Bruto potrebe za finansiranjem (u milijardama USD)	10,6	6,7	6,4	6,4	7,8	9,3	9,9	10,1
Kao procenat BDP	32,5	23,3	22,2	22,2	23,7	26,7	26,3	24,6

**Izvor:** IMF, Republic of Serbia: Seventh Review and Inflation Consultation Under the Stand-By Arrangement, IMF Country Report No. 11/95, april 2011

U narednim godinama, prema procenama MMF-a, rastu potrebe za finansiranjem rastuće amortizacije duga. Zaduživanje privrede kroz deficit tekućeg računa dobija stabilan oblik. Napred navedena projekcija biće ostvarena ukoliko se ostvare planirane pretpostavke na kojima se projekcija bazira. Rizici ostvarenja projekcije su: globalni rizici (produbljivanje svetske privredne krize, smanjenje rasta značajnih spoljnotrgovinskih partnera, povlačenje investitora, pogoršanje uslova kreditiranja itd.); interni rizici (dalji rast agregatne tražnje, inflacija, nestabilnost kursa dinara, pad očekivanog priliva SDI, politički rizici) [Ministarstvo finansija, 2010].

Neophodan, ali ne i dovoljan, uslov solventnosti zemlje jeste taj da se stanje spoljnog duga u bruto društvenom proizvodu ne povećava (to naravno ne važi kada je ekstremno visok dug). Kada učešće duga u BDP-u raste, onda se povećava i finansijski jaz, tj. razlika između ostvarenog trgovinskog bilansa i trgovinskog suficita (deficita) koji je neophodan da bi se stabilizovao odnos između duga i BDP-a. Jaz će biti veći ukoliko raste udeo duga u BDP-u i/ili ukoliko je realna prosečna kamatna stopa na spoljni dug veća od stope rasta realnog BDP-a. Spoljni dug Srbije za sada čine koncesioni krediti sa kamatom između 4% i 5% sa grejs periodom od 18 meseci. Fiskalna nestabilnost država učinila je da banke nisu više tako darežljive kada je u pitanju finansiranje budžetskog deficita. U narednom periodu očekuju se lošiji uslovi zaduživanja. Rast ekonomske aktivnosti od presudnog je značaja za stabilnost spoljnog duga, tj. za smanjenje njegovog udela u BDP-u. Očigledno je da će sa povećanjem stope rasta BDP-a za konkretnu godinu jaz biti sve manji. Pri stopama rasta BDP-a višim od kamatne stope na spoljni dug, imali bismo prostora i za deficit u bilansu robe i usluga. Međutim, u slučaju nižih stopa rasta BDP-a morali bismo da ostvarimo čak i suficit u bilansu robe i usluga [NBS, 2004]. Projektovana stopa rasta u 2012. je 0,5% daleko manja od očekivane. U cilju održivosti spoljnog duga, potrebno je pored smanjenja deficita tekućeg platnog bilansa, manje više nepromenjenog nivoa bruto spoljne zaduženosti, određenog smanjenja neto zaduženosti ostvariti stopu privrednog rasta iznad 5%, kao i brži rast izvoza robe i usluga od uvoza.

## **ANALIZA KRETANJA JAVNOG DUGA SRBIJE**

Problem hroničnih budžetskih deficita prisutan je u mnogim savremenim državama kao rezultat više faktora, a prvenstveno preobimne javne potrošnje, neefikasne poreske administracije, visoke poreske evazije. Evropske zemlje ušle su u 2011. godinu sa čvrstim programima za fiskalnu konsolidaciju. Sveukupni deficit se smanjuje zahvaljujući proširenju poreske baze u Nemačkoj, zamrzavanju plata u Italiji, penzionoj reformi u Španiji i Francuskoj, smanjenju troškova i povećanju stope PDV-a takođe u Španiji, ali i Italiji, Mađarskoj, Hrvatskoj (IMF, 2010). Dok u Japanu, zemlji sa visokim kreditnim rejtin-

gom i adekvatnom strukturom duga (unutrašnji dug je dominantan) ne brinu za stanje svog duga od 225,9% BDP, dotle je Irska na kolenima sa dugom od 24,9%. Zemlje sa niskim kreditnim rejtingom, kao što je Srbija, često ulaze u dužničku krizu na niskim stopama zaduženosti. Održivost javnih finansija u uslovima globalne finansijske neizvesnosti će u narednom periodu biti tas na vagi za percepciju rizika zemlje. Septembra 2011. je usvojen Zakon o izmenama i dopunama Zakona o budžetu RS po kome se u odnosu na prethodni zakon predviđa veći deficit za 22,2 milijarde dinara ili 15,6%. U dogovoru sa MMF-om povećan je dozvoljeni deficit konsolidovanog sektora države sa 4,1% na 4,5% BDP-a. Izmenjeni Zakon o budžetskom sistemu, koji propisuje gornji limit za javni dug u iznosu od 45% BDP-a (bez duga po osnovu restitucije), trebalo bi da obezbedi fiskalnu održivost, a time i makroekonomsku stabilnost. U slučaju prekoračenja limita za javni dug, Zakon nalaže obavezu uspostavljenom Fiskalnom savetu i Vladi da Skupštini podnesu plan vraćanja duga u dozvoljene okvire. Učešće godišnjeg fiskalnog deficita u BDP-u, određuje se prema Tejlorovom pravilu. Javni dug države je limitiran na 45% BDP-a što je niže od mastrihtskog uslova (60%). Razlozi ovog limitiranja javnog duga Srbije su visoke kamatne stope na domaći dug, velikog uticaja promene nominalnog deviznog kursa na visinu duga, uticaj predstojećeg duga po osnovu restitucije, niži kreditni rejting itd. Mastrihtska definicija duga koju eksploatiše MMF podrazumeva da u bruto dug države ulaze samo direktne obaveze države bez uključenja duga Narodne banke niti ostalih javnih institucija. Takođe u ovaj obračun duga ne ulaze izdate garancije države sve dok ne dođu na naplatu jer je država u slučaju njihove nelikvidnosti i nesolventnosti prvi garant. Uporedni prikaz stanja javnog duga po metodologiji Ministarstva finansija i EU dat je u sledećoj tabeli.

**Tabela 5:** Uporedni pregled stanja javnog duga na dan 31. januar 2012. godine

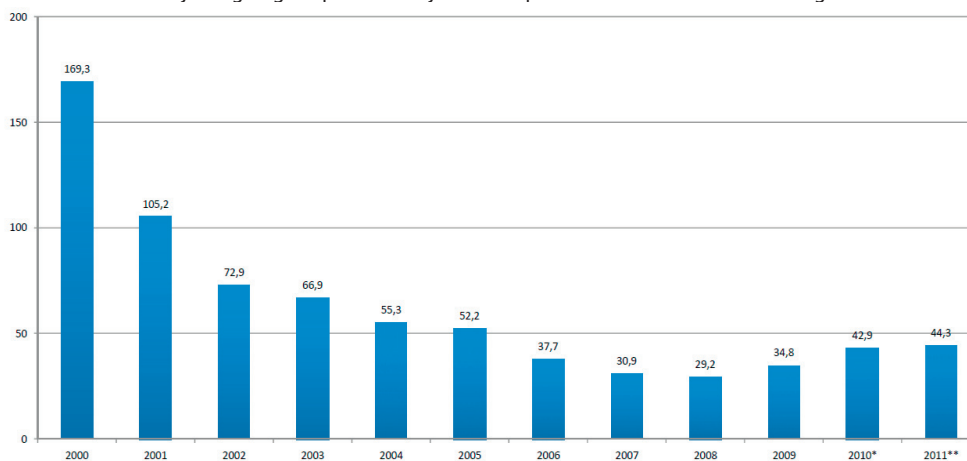
	Nacionalna metodologija (Zakon o javnom dugu)	Bruto dug sektora države (Metodologija EU-Mastrihtski kriterijum)
Ukupne direktne obaveze	1.314.385,3 37,0%	1.279.641,5 36,0%
Garantovani dug	210.945,2 5,9%	105.522,5 3,0%
Ostali dug sektora države	0,0% 0,0%	3.716,3 0,1%
Dug lokalne vlasti	9.463,4 0,3%	56.233,1 1,6%
Dug institucija socijalnog osiguranja	0,0% 0,0%	0,0% 0,0%
Ukupno	1.534.793,9 43,22%	1.445.113,3 40,70%

**Izvor:** MFIN, <http://mfp.gov.rs/UserFiles/File/tabele/2012%20jul/Tabela%206%20Uporedni%20pregled%20stanja%20javnog%20duga.pdf/> (17.3.2012)

Na kraju 31. januara dug iznosi 1.534.793,9 miliona evra ili 43,22%. Po ovoj metodologiji, spoljni javni dug ne obuhvata obaveze Narodne banke Srbije, neregulirane obaveze Republike Srbije uključujući klirinški dug, kao ni deo duga lokalne samouprave i državnih agencija bez garancije države. Ministarstvo finansija prati javni dug na način na koji je javni dug definisan Zakonom o javnom dugu i on obuhvata: dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi Republika; po osnovu hartija od vrednosti; po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima; dug koji nastaje po osnovu date garancije Republike, ili na osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije; dug lokalne vlasti, kao i pravnih lica čiji je osnivač Republika, a za koje je Republika dala garanciju. Narodna banka Srbije prati celokupan spoljni dug javnog sektora što objašnjava razlike između statistika duga Narodne banke Srbije i Ministarstva finansija.

Fiskalni savet obračunava dug po Zakonu o budžetskom sistemu po kojem u dug države ulazi negarantovani dug lokalne samouprave. Procenjen dug na kraju 2011. po Fiskalanom savetu je 46,4%. Po proceni, javni dug će na kraju 2012. godine najverovatnije iznositi oko 51 % BDP-a, ali postoje rizici da on bude i veći usled očekivanog povećanja duga po osnovu restitucije nakon 2015 (5-6%BDP), mogućeg efekta depresijacije i izdavanja većeg iznosa novih garancija. Čak i uz ambiciozan program smanjenje javnog duga, procena je da najverovatnije neće biti moguće pre 2016.godine [Fiskalni savet, 2012]

Javni sektor je povećao spoljnu zaduženost značajnim korišćenjem inostranih kredita tokom 2010. godine (krediti Međunarodne banke za obnovu i razvoj, kao i drugih međunarodnih institucija, deo treće i četvrte tranše *stand bay* aranžmana sa MMF-om, kredit Vlade Ruske Federacije i peta tranša *stand bay* aranžmana, dodatni inostrani krediti kao i nova tranša koja predstavlja deo kredita od MMF-a za jačanje deviznih rezervi i dr)[FREN, 2010]. U 2011. tempo zaduživanja države nije usporen, Štaviše uvećan je za 2,6 milijarde evra. Što zbog smanjenja javnih prihoda od 1,3% BDP, negativnih egzogenih efekata (svetska ekonomska kriza) i endogenih činilaca (izmene sistema finansiranja lokalne samouprave i indeksiranje plata i penzija prema fiskalnim pravilima). Ubrzano zaduživanje RS u 2011. je opravdano u očekivanju pogoršavanja opštih uslova zaduživanja na svetskom finansijskom tržištu. Na ovaj način obezbeđena je srednjoročna likvidnost budžeta unapred i to se ocenjuje kao adekvatna strategija u ovom trenutku. Na nosiocima ekonomske vlasti je da obezbede efikasnu upotrebu tih sredstava.

**Grafikon 6:** Učešće javnog duga Republike Srbije u BDP u periodu od 2000.do 31.10.2011. godine

\*Prema poslednjoj proceni BDP-a za 2010. godinu i stanja duga na dan 31.12.2010. godine

\*\* Prema poslednjoj proceni BDP-a za 2011. godinu i stanja duga na dan 31.10.2011. godin

**Izvor:** MFIN, www.mfin.org (19.3.2012)

2011. godinu je obležio trend povećanja zaduživanja mahom na međunarodnom finansijskom tržištu. Za razliku od prethodnih godina, Republika Srbija je povećala svoje zaduženje prodajom evroobveznica u iznosu 778,2 miliona evra. Ostvarena je maksimalna realizacija emisije po kamatnoj stopi od 7,50% na godišnjem nivou. Pored te obveznice, na svetskom finansijskom tržištu je i obveznica emitovana 2005. godine po osnovu zamene duga Republike Srbije prema Londonskom klubu poverilaca [NBS, 2011]. Poredeći ponuđenu kamatnu stopu od 7,25% sa realnom kamatnom stopom na trezorske zapise emitovane na domaćem tržištu (oko 5%), kao i sa kamatnim stopama na kredite dobijene od komercijalnih banaka (5–6%) uslovi pod kojima je izvršena emisija evroobveznica čini se da su relativno nepovoljni. Imajući u vidu očekivano pogoršanje mogućnosti zaduživanja na međunarodnom tržištu novca, ali i činjenicu da je Slovenija prodala svoje dugoročne obveznice po stopi 7%, a Nemačka uspeła da realizuje tek 2/3 trezorskih zapisa na aukciji u novembru 2011., ocena je da je iskorišćen pogodan trenutak za prodaju. Deklarisana prednost zaduživanja na inotrižju ogleđa se u eliminaciji mogućnosti javljanja efekta istiskivanja. U našem slučaju investitori su kupovali trezorske zapise na domaćem tržištu povlačenjem sredstava iz svojih centrala iz inostranstva, a ne iz domaće štednje, pa se ne može govoriti o istiskivanju investicija.

Kamatna struktura duga se nije znatnije promenila. Udeo javnog duga ugovorenog po fiksnim kamatnim stopama na kraju septembra iznosio je 69,81%, a preostalih 30,19% ugovoreno je po varijabilnim kamatnim stopama. Veći deo duga

ugovorenog po varijabilnim kamatnim stopama i dalje je vezan za kamatne stope EURIBOR i LIBOR na+ evro(73,03%%), zatim slede ostale varijabilne kamatne stope (12,32%, LIBOR na američki dolar (12,40%%)i švajcarski franak (2,2%). Finansiranje na kratak rok obično znači: nižu kamatnu stopu; kraći period otplate; kraći period izloženosti valutnom (ukoliko je dug indeksovan u stranoj valuti) i kamatnom riziku ( u slučaju zaduženja sa promeljivom kamatom) i samim tim manje ukupne troškove. Duži rokovi predstavljaju znatno bolju alternativu zbog rizika refinansiranja. Troškovi servisiranja duga sa promenljivom stopom su uvek niži od troškova duga sa fiksnom stopom, a u slučaju negativnog trenda promena kamatnih stopa ukupni troškovi kredita mogu biti značajno manji. U ovom slučaju radi se o *trade off* između potencijalno nižih troškovi koji mogu i da narastu ili fiksnih troškovi uz rizik da do kraja ostanu znatno veći od onih koji bi se realizovali uz promenljive stope

### **Održivost javnog duga**

Javni dug Srbije se u protekle dve godine veoma brzo uvećavao, i bez fiskalnog podsticaja će nastaviti brzo da raste zbog značajnih deficita u sledećih nekoliko godina (samo dug po osnovu restitucije iznosi 5-6% BDP-a). Uz to, u doba krize često na površinu isplivaju skrivene obaveze države (razne garancije države koje se aktiviraju i sl.), pa se i po tom osnovu dug može dodatno povećati. Najzad, kriza često dovodi do toga da država preuzima delove privatnog duga, a veličina tog duga u Srbiji je znatna. Porast javnog duga može da dovede do krize duga i finansijske krize u Srbiji. Naime, finansiranje budućih fiskalnih deficita uglavnom se vrši preko spoljnog zaduživanja, što direktno dovodi do porasta spoljnog duga.

Odnos javnog duga i bruto domaćeg proizvoda predstavlja primarni pokazatelj stepena zaduženosti jedne zemlje s tim da se pokreće pitanje održivosti, po Mاستrihtskim kriterijumima, na 60% BDP. Budući da je blizu gornje granice manje zaduženosti ( po definiciji MMF i Svetske banke 48% BDP-a i 132% izvoza), čini se da zaduženost još nije prerasla u makroekonomski problem. Brigu ipak zadaje brz tempo zaduživanja, ali i dugoročni problem visokog deficita na tekućem računu. Po drugim autorima [Aleksander Aristovnik, 2007] dovoljan racio za održivost javnog duga je odnos duga prema BDP-u koji se ne povećava. U sledećoj tabeli su prikazani tradicionalni kriterijumi održivosti duga.

**Tabela 6:** Pregled mera održivosti javnog duga (u %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011 III
Javni dug/BDP	40.1	31.8	26.9	34.1	41.9	46.7
Javni dug/izvoz robe i usluga	134.6	104.1	86.5	116.2	120.7	130.0
Javni dug/izvoz robe i usluga i doznake	98.3	79.7	70.3	84.0	92.7	101.9
Javni dug/budžetski rashodi	93,2	74,1	64,1	83,3	102,5	118,4
Otplata javnog duga/BDP	4,9	2,8	1,8	6,1	9,2	11,1
Otplata javnog duga/izvoz robe i usluga	16,3	9,2	5,8	20,9	26,6	31,5
Otplata javnog duga/ izvoz robe i usluga i doznake	11,9	7,0	4,8	15,1	20,4	25,3
Otplata javnog duga/budžetski prihodi	11,3	6,6	4,3	15,0	22,6	29,6

*Izvor:* Ministarstvo finansija RS i Narodna banka Srbije

Trend poboljšanja svih mera održivosti javnog duga koji je trajao do 2008. godine, nije nastavljen u 2009. godini i posledica je negativnih efekata svetske ekonomske krize. Nakon 2009. svi pokazatelji održivosti javnog duga počinju ubrzano da rastu. Zapaža se rapidan rast udela otplata javnog duga u BDP.

Razmatramo stanje javnog duga na osnovu odnosa primarnog budžetskog salda i bruto domaćeg proizvoda. Primarni budžetski saldo se dobija tako što se ukupni rashodi budžeta umanjeni za plaćene kamate, oduzmu od ukupnih prihoda budžeta umanjениh za naplaćene kamate. U 2008. udeo primarnog budžetskog salda u BDP-u je smanjen i postao je negativan -1,2%, a trend se pogoršava narednih godina.

Iako se čini da je javni dug na osnovu odabranih pokazatelja u zoni sigurnosti, kada je u pitanju projekcija duga, važno je napomenuti da ključni uticaj na poziciju duga ima promena kursa dinara prema evru, jer se preko 56,55% javnog duga Srbije nalazi u ovoj valuti, 16,95% u USD i samo 17,86% u dinarima. Depresijacija kursa dinara prema evru od 10% povećava učešće javnog duga u BDP za oko 3pp, što jasno ukazuje na visoko učešće duga denominovanog u stranoj valuti u ukupnom dugu i izuzetnu osetljivost duga na oscilacije kursa. Ipak u odnosu na prethodnu godinu udeo dinarskog zaduženja je porastao, a zaduženje u evrima smanjeno (sa 75%). Zajedno sa povećanjem trezorskih zapisa menja se valutna struktura ka optimalnom pravcu ka višoj denominaciji u dinarima s fiksnom kamatnom stopom. Duži rokovi dospeća trezorskih zapisa trebalo bi da doprinesu većoj konkurenciji na finansijskom tržištu (njime trguju i nerezidenti) i ispunjenju konačnog cilja - deevroizaciji privrede.

Zadržavanje fiskalnog deficita na visokom nivou od 4-5% BDP-a u toku nekoliko narednih godina imalo bi za posledicu ubrzan rast odnosa javnog duga prema BDP-u. Stoga je kontinuirano smanjenje fiskalnog deficita ključna mera za sprečavanje neodrživog rasta javnog duga u odnosu na BDP. Planirano fiskalno prilagođavanje u 2012. ostvariće se u celini na nivou Republike (0,3-0,4%BDP). Usled posledica Zakona o decentralizaciji učešće rashoda lokalnih zajednica će najverovatnije porasti (procena je 1%). Rashodi za plate i penzije će i u sledećem periodu predstavljati dodatno opterećenje po budžet usled smanjenja BDP a rasta broja penzionera. Očekuje se povećanje učešća rashoda za kamate u BDP-u zbog nepovoljnijeg zaduživanja i rasta kamatnih stopa. Uštede će se ostvariti pozicijama subvencija, državnih pozajmica, rashoda za kupovinu robe i usluga [FREN, 2011].

## ZAKLJUČAK

Jedina politika održivog razvoja u narednom periodu mora se bazirati na smanjenju udela budžetskog deficita u BDP. Javni dug će 2012. godini preći zakonsku granicu od 45%, a samim tim verovatnoća krize javnog duga u Srbiji ubrzano raste. Rezultati brojnih empirijskih istraživanja, ali i neki aktuelni primeri pokazuju da je kritična granica nakon koje jedna zemlja upada u dužničku krizu različita. Povećanje javnog duga utiče na smanjenje kreditnog rejtinga zemlje i na percepciju investitora. Rizik je da investitori procene da je država nesolventna i prestanu da finansiraju njen deficit. Rast kratkoročnog javnog duga čini Srbiju vrlo ranjivom u slučaju eventualnog gubitka poverenja investitora. Povećana opasnost se krije iza jače depresijacije domaće valute. Dodatni pritisak čini podatak da će se u narednom periodu smanjiti mogućnost finansiranja po povoljnim kamatnim stopama. Strategija Vlade je da zbog aktuelnog talasa krize u evrozoni upravljanje dugom treba koncentrisati na optimizaciju portfolia državnog duga i daljeg razvoja tržišta državnih hartija kao i sekundarnog trgovanja i postepenoj ponudi sve šireg izbora dužih rokova dospeća. Optimizacija portfolia podrazumeva povećanje zaduženja u dinarima izdavanjem državnih hartija od vrednosti na domaćem tržištu, dok bi ino zaduženje trebalo realizovati preko međunarodnih finansijskih institucija sa dužim rokom dospeća. Težinu cilja deevrozicije naglašava činjenica da ga većina centralnih banaka u evropskim tranzicionim zemljama nije ostvarila, mada su sve bile uspešnije od NBS u realizaciji osnovnog cilja monetarne politike – cenovne stabilnosti.



**BIBLIOGRAFIJA**

- Aristovnik, A. (2007), "Fiscal sustainability in Eastern Europe and the former Soviet union", *University of Ljubljana, Faculty of Administration, Slovenia, i Boštjan Bercic Institute for Legal Informatics, Ljubljana, Slovenia*
- Dragutinović, D. (2011), "Državni vs javni dug: definicija, institucionalni obuhvat, finansijsko izveštavanje i još ponešto", *FREN, QM 24*, str. 67
- Ekonomski institut., (2010), *Makroekonomske analize i trendovi*, br. 194, septembar
- Fiskalni savet., (2011), [http://fiskalnisavet.rs/images/dokumenti/saopštenje\\_fiskalna\\_pravila-2011.pdf/](http://fiskalnisavet.rs/images/dokumenti/saopštenje_fiskalna_pravila-2011.pdf) (pristupljeno 20. aprila 2012.g.)
- FREN, *Kvartalni monitor br. 23*, oktobar–decembar 2010
- IMF., (2009), *Regional Economic Outlook: Europe, October, 2009*, str. 52-53.
- Jeffersson Institute., (2003), *Konkurentnost privrede Srbije*, str. 330 i 335.
- Kovačević, M. (2010), "Spoljni dug i stepen spoljne zaduženosti", *Nova srpska politička misao*, [http://starisajt.nspm.rs/ekonomskapolitika/2007\\_kovacevic2.htm](http://starisajt.nspm.rs/ekonomskapolitika/2007_kovacevic2.htm) februar/ (pristupljeno 10. aprila 2012.)
- NBS., (2004), *Održivost spoljnog duga Srbije*, [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90\\_0/odrzivost\\_duga\\_06\\_2004.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_0/odrzivost_duga_06_2004.pdf)
- NBS., (2011), "Analiza duga Republike Srbije" [http://www.nbs.rs/internet/latinica/90/dug/dug\\_IV\\_2010.pdf](http://www.nbs.rs/internet/latinica/90/dug/dug_IV_2010.pdf),/ (pristupljeno 15. aprila 2012.g.)
- Pattillo, C., Poirson, H., Ricci, L., et al. (2002), "External Debt and Growth", *IMF WP 02/69*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0269.pdf>
- Sorsa, P., Bakker, B. B., Duenwald, C., Maechler, A. M., Tiffin, A., (2007), "Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe—How Much Cause for Concern?", *IMF: WP/07/236*
- Vuković, V. (2008), "Strani krediti –ekspanzija i implikacije", *Institut ekonomskih nauka, UDK: 339.727.3 (497.11)*,

# ANALYSIS OF SERBIA AND ITS METHODOLOGICAL GUIDELINES

Marčetić Marija<sup>1</sup>, Đurić Olivera<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Professor of High school, PhD in economics, High business school, Blace, e-mail: marmarcetic@yahoo.com

<sup>2</sup>Professor of High school, PhD in economics, High business school, Blace, e-mail: zvezdadj@open.telekom.rs

**Summary:** *Having in mind the debt level and scope of the current trade deficit in Serbia, the problem of sustainability of external debt service is of utmost importance in case of reduction or interruption of capital inflows. The issue of sustainability of external debt service is a complex issue and requires a complex analytical approach. Debt crises in middle income countries such as Serbia may arise at a moderate level of external debt if the country's previous history with regard to payment of debts and inflation is not good. The high level of debt affects that the country becomes vulnerable to shocks in the growth rate, exchange rate changes, the sudden cessation of capital inflow, etc.. The danger lies behind the strong depreciation of the dinar and the emergence of inflation which would significantly affect the increase in debt. The growing trend of Serbian foreign debt since 2008. by 2011. is the result of a depreciation of the dinar. The payment of debt requires increased exports or reduced consumption. The first way is better, but it depends on the speed of progress in reforms. For now it seems that the buffer for external shocks is a sufficient level of foreign reserves. Serbia in next period will have a great need for external financing. The payment of debts requires GDP growth that is not based on consumption growth.*

**Key words:** *External debt, public debt, debt sustainability*

**Jel klasifikacija:** *F34*