Jasna Atanasijević

Glavni ekonomista u Hypo Alpe-
Adria-Bank Srbija

Vladimir Čupić

Predsednik Izvršnog odbora Hypo
Alpe-Adria-Bank Srbija

DINAMIČNOST PRIVREDE U NOVOM MODELU RASTA

Corporate Dynamism in
New Growth Paradigm

Sažetak

U Srbiji, kao i u većini zemalja u regionu, nakon efekata svetske ekonomske krize, sazrela je svest o potrebi promene modela rasta ili, drugim rečima, preorijentacije privrede sa rasta zasnovanog na rastu zaduživanja, potrošnje i uvoza, ka onom zasnovanom na rastu investicija u proizvodnju razmenjivih dobara i usluga i rastu izvoza. Takođe, kao ključni preduslov i oblast na koju treba usmeriti reforme u celom regionu zemalja u tranziciji, u cilju uspešnijeg prelaska na trasu održivog rasta, relevantne međunarodne institucije naročito ističu povećanje konkurentnosti privrede i poslovnog okruženja. Cilj ovog rada je, da sa agregatnog nivoa - makroekonomskog posmatranja privrede, spustimo pogled na mikro nivo, da bismo pokušali da rasvetlimo strukturu privrede Srbije, njene performanse i dovedemo ih u vezu da dosadašnjim zaduživanjem. Za tu svrhu, analizirali smo finansijske podatke za oko 5000 najvećih kompanija koje posluju u Srbiji u periodu od 2007. do 2009. Osnovni nalazi su da je privreda Srbije visoko koncentrisana, ali i da postoji velika disperzija u pogledu performansi preduzeća, kao i u pogledu njihove zaduženosti. Osnovni zaključak koji izvodimo iz empirijskih nalaza je neophodnost da se poveća dinamičnost poslovanja u Srbiji. Drugim rečima, kao jedan od osnovnih preduslova za tzv. strukturne reforme, nameće se poboljšanje institucionalnog okvira za poslovanje u pravcu povećanja mobilnosti osnovnih faktora proizvodnje - kapitala i rada.

Ključne reči: *struktura privrede, performanse kompanija, likvidnost, zaduženost, mobilnost faktora proizvodnje*

Abstract

In Serbia, like in most of countries in the region, after the hit of the global economic crisis, the awareness of the necessity to change the economic growth model has arisen. In other words, in order to provide a sustainable growth path, there is almost a consensus to re-orientate the economy from the growth based on borrowing, consumption and imports growth to the one based on the growth of investments in the production of tradable goods and services and exports growth. Furthermore, relevant international institutions especially point to, as the key prerequisite and the segment where reforms in the whole region of transition countries should be concentrated in order to support the shift to the sustainable growth track, the increase of the competitiveness of the economy and improvements in business environment. This paper is aimed at looking over from the aggregate level - macroeconomic standpoint onto the micro level in an attempt to clarify the Serbian economy structure - its performances, and try to find if they are related to the pre-crisis borrowing. To that end, we have analysed financial data of around 5,000 largest companies operating in Serbia from 2007 to 2009. The main results imply the Serbian economy being highly-concentrated, nevertheless, with the substantial dispersion with regards to company performances, as well as their indebtedness. The main conclusion which may be drawn from the empirical results is the necessity of intensifying the dynamism of business activities in Serbia. In other words, one of the key prerequisites for the so-called structural reforms would be to enhance the institutional business frame, implying the intensification of the mobility of key production factors - capital and labour.

Key words: *economy structure, company performance, liquidity, indebtedness, mobility of production factors*

Glavni principi novog modela ekonomskog razvoja i načelni prioriteti ekonomske politike

Nakon suočavanja sa efektima i posledicama velike svetske ekonomske i finansijske krize iz 2008/2009. koja se prelila i na region tzv. zemalja u tranziciji, gde ubrajamo i Srbiju, glavne pouke i smernice za ekonomsku politiku u buduću mogu se sublimirati u tzv. prelasku na novi model ekonomskog rasta, jer se dotadašnji model pokazao kao neodrživ na duži rok². Naime, u periodu do ekonomske krize, dugogodišnji visok ekonomski rast u zemljama u tranziciji, bio je zasnovan na snažnom rastu potrošnje. Njegove posledice u vidu visokog deficita tekućeg računa platnog bilansa i rasta privatnog duga, pokazale su se kao osnovni uzroci ranjivosti ovih privreda, odnosno, kao pretnje po makroekonomsku stabilnost u slučaju spoljnih šokova, kakav je bio nagli prekid priliva stranog kapitala u slučaju poslednje krize.

Rešenje koje se preporučuje u cilju korigovanja ove neravnoteže sastoji se u pospešenju izvoza tj. razmenjivog dela privrede. Izvoz je i u periodu pre krize ostvario impresivan rast, iako ni približno rastu uvoza i po pravilu je strukturno manji od uvoza. Rast izvoza u tranzicionom periodu do ekonomske krize je u velikoj meri ostvaren zahvaljujući konkurentnosti, zbog nižih troškova proizvodnje i zbog potpisivanja trgovinskih sporazuma koji su rezultirali snižavanjem carina. Paralelno sa tim, tražnja u razvijenim evropskim zemljama, najznačajnijim trgovinskim partnerima istočnoevropskih zemalja u tranziciji, bila je snažna. Sve prethodno su uslovi koji se, po svoj prilici, neće ponoviti u bliskoj budućnosti. Jedinični troškovi rada su se značajno uvećali nakon deset godina konvergencije i integracije u međunarodne tokove, carinske barijere su značajno snižene, a u razvijenim zemljama

se prognozira period slabijeg privrednog rasta u narednom periodu.

Zbog svega prethodnog, ovim zemljama se sugerise usmeravanje ekonomske politike na dalji rast konkurentnosti kroz nastavak reformi i poboljšanje poslovnog okruženja. Prioriteti reformi u tom pogledu, mogu se rezimirati oko nekoliko većih tema. To su pre svega reforme obrazovanja, popravljjanje poslovnog ambijenta, diverzifikacija proizvodnje, pospešenje konkurencije na tržištu, efikasnije tržište rada, kao i korenite strukturne reforme u privredi.

Međutim, većina literature koja tretira probleme dosadašnjeg rasta i osnovne karakteristike koje treba da ostvari privreda Srbije u narednom periodu prelazeći na „novi model rasta“, zasniva se na posmatranju agregatnih veličina i modeliranju njihovih međusobnih odnosa uz pomoć identiteta među ovim veličinama, kao i teorijski ustanovljenih međudodnosa.

Cilj ovog rada je, da sa agregatnog nivoa – makroekonomskog posmatranja privrede, spustimo pogled na mikro nivo, da bismo pokušali da rasvetlimo strukturu privrede Srbije, njene performanse i dovedemo ih u vezu da dosadašnjim zaduživanjem.

U sledećem, drugom poglavlju, ukratko su predstavljeni dosadašnji nalazi o uslovima poslovanja u Srbiji, kao i agregatni pokazatelji o strukturi i zaduženosti privrede. U trećem poglavlju, predstavljeni su osnovni zaključci o privrednoj strukturi i o finansijskim karakteristikama kompanija u periodu od 2007. do 2009. na bazi mikroekonomskih podataka iz finansijskih izveštaja 5.130 najvećih privrednih društava koji posluju u Srbiji i koja ostvaruju 75% ukupnog prihoda svih društava. Nakon ove iscrpne deskriptivne statističke analize, u četvrtom poglavlju smo pokušali da empirijskom ocenom pokažemo faktore koji stoje iza promene u likvidnosti preduzeća u kriznoj 2009. godini u poređenju sa 2008. U poslednjem, petom poglavlju rezimirani su osnovni zaključci i date preporuke za ekonomsku politiku.

Uslovi poslovanja i privreda Srbije – opšta slika

U okviru koncepta međunarodne konkurentnosti, Srbija je u 2010. godini rangirana na 96. mestu od 139 zemalja, tj. na 30% od najlošije prema najbolje rangiranoj zemlji po ukupnoj konkurentnosti. U sklopu indeksa ukupne

1 Svi stavovi izneti u ovom izveštaju odraz su trenutne procene autora i ne odražavaju nužno stav Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd ili bilo koje od njenih zavisnih preduzća i ogranaka. Ovaj izveštaj je zasnovan na informacijama i podacima iz javnih izvora. Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd i njene zavisna preduzeća i ogranaci ne snose odgovornost za tačnost tih informacija. Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd i njena zavisna preduzeća i ogranaci ne prihvataju nikakvu odgovornost za direktan ili indirektan gubitak nastao kao posledica korišćenja ovog izveštaja. U slučaju citiranja ovog izveštaja ili njegovih delova potrebno je navesti izvor.

2 Videti na primer EBRD (2009, 2010), European Commission (2010)

konkurentnosti, ocenjuje se 12 stubova (Tabela 1). Među oblastima koje najviše doprinose lošijoj poziciji Srbije u međunarodnom poređenju ističu se kvalitet institucionalnog okvira i efikasnost tržišta dobara i efikasnost tržišta rada. U regionalnom kontekstu posmatrano, Srbija je po konkurentnosti privrede rangirana za 34% lošije od najbolje rangirane Crne Gore, a 4% bolje od najlošije rangirane Bosne i Hercegovine.

Po sintetičkim pokazateljima uslova (lakoće) poslovanja, tzv. Doing business Svetske banke, Srbija se nalazi na

89. mestu tj. otprilike na sredini poretka 183 zemlje. Kada se poredak 183 zemlje svede na normalizovani rang od 0 (najlošiji) do 100 (najbolji), Srbija je na 52. mestu. Lošem poretku Srbije, po ovom zbirnom indeksu, posebno doprinose njegove komponente koje mere uticaj poreskog sistema na poslovanje (visina poreskih stopa, broj različitih poreza i vreme koje se potroši na regulisanje poreskih obaveza), i pokazatelj načina dobijanja građevinskih dozvola (procedure, vreme, troškovi) po kome je Srbija rangirana samo 4% iznad najlošije pozicije.

Tabela 1. „Global Competitiveness“ 2010-2011, regionalno poređenje Srbije*

	Normalizovani rang Srbije, od 0 (najlošiji) do 100 (najbolji)	Najbolje rangirani u regionu	Udaljenost Srbije od najboljeg iz regiona, u %	Najlošije rangirani u regionu	Udaljenost Srbije od najlošijeg iz regiona, u %
Indeks globalne konkurentnosti 2010-2011 (među 139 zemalja)	32	Crna Gora	-34	BiH	4
Osnovni zahtevi	34	Crna Gora	-35	BiH	4
• Institucije	14	Crna Gora	-54	BiH	4
• Makroekonomsko okruženje	22	Crna Gora	-52	Albanija	0
• Infrastruktura	34	Hrvatska	-37	BiH	4
• Zdravlje i osnovno obrazovanje	65	Crna Gora	-12	BiH	28
Efikasnost	34	Rumunija	-28	BiH	5
• Efikasnost tržišta roba	11	Crna Gora	-58	BiH	1
• Razvoj finansijskog tržišta	33	Crna Gora	-47	BiH	14
• Efikasnost tržišta rada	27	Crna Gora	-45	Hrvatska	8
• Tehnološka opremljenost	43	Hrvatska	-29	BiH	4
• Veličina tržišta	49	Rumunija	-21	Crna Gora	41
• Visoko obrazovanje i obuka	47	Crna Gora	-16	BiH	10
Inovacije i poslovna sofisticiranost	24	Crna Gora	-37	BiH	9
• Poslovna sofisticiranost	11	Crna Gora	-40	BiH	0
• Inovacije	37	Crna Gora	-31	Albanija	24

Izvor: Svetski ekonomski forum; proračuni autora

1) Indeks globalne konkurentnosti 2010-2011 obuhvata rangiranje 139 zemalja, sastoji se iz velikog broja komponenti koje su klasifikovane u tri podindeksa: Opšti zahtevi, Efikasnost i Inovacije i poslovna sofisticiranost, i ukupno 12 stubova konkurentnosti koji su prikazani u tabeli.

*U region, pored Srbije, svrstavamo sledeće zemlje: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Crna Gora, Hrvatska, Makedonija, Rumunija.

Tabela 2. „Doing business“ indikator Svetske banke, regionalno poređenje Srbije

	Normalizovani rang Srbije, od 0 (najlošiji) do 100 (najbolji)	Najbolje rangirani u regionu	Udaljenost Srbije od najboljeg iz regiona, u %	Najlošije rangirani u regionu	Udaljenost Srbije od najlošijeg iz regiona, u %
Doing bussines rang (među 183 zemlje)	52	Makedonija	-28	BIH	11
Plaćanja poreza	25	Makedonija	-57	Rumunija	7
Pokretanje poslovanja	55	Makedonija	-43	BIH	42
Zaštita investitora	60	Albanija	-32	Hrvatska	32
Dobijanje građevinskih dozvola	4	Bulgrska	-32	Srbija	0
Izvršenje ugovora	49	Hrvatska	-26	Crna Gora	22
Prekograničnu trgovina	60	Crna Gora	-22	Bulgrska	19
Zatvaranje poslovanja	54	Crna Gora	-21	Albanija	53
Registrowanje imovine	46	Bulgrska	-21	Crna Gora	9
Dobijanje kredita	92	Bulgrska	-5	BIH	27

Izvor: Svetska banka; proračuni autora

U dosadašnjem ekonomskom razvoju, od 2000. godine, snažan faktor rasta BDP-a i celokupnog životnog standarda bio je razvoj finansijskog sektora. Produbljivanje finansijskog sektora, može se ilustrovati odnosom ukupnih bankarskih kredita i BDP-a. U Srbiji je ovaj ratio u periodu od 2001. do sada dostigao nivo od oko 45% kada se posmatraju samo krediti iz domaćeg bankarskog sektora, odnosno oko 75% ako se uzmu u obzir i krediti plasirani preduzećima u Srbiji direktno iz inostranstva, tzv. cross-border krediti. Ovaj ratio je još uvek ispod nivoa u većini zemalja tranziciji, koje su proces reformi finansijskog tržišta ranije započele, te je tako i ispod nivoa u zemljama iz regiona Jugoistočne Evrope (osim Makedonije i Albanije), Grafikon 1. Međutim, docnije u naplati potraživanja po osnovu kredita iz domaćeg bankarskog sistema, koje su pre krize u svim zemljama bile na nivou od nekoliko procenata ukupnih plasmana banaka (u Srbiji nešto ispod 5%), i koje su se tokom krize uvećale i po nekoliko puta, u Srbiji su češći fenomen nego u okruženju. Srbija ima naviši nivo pokazatelja problematičnih plasmana u regionu od skoro 18%, prema evidenciji Narodne banke Srbije na kraju septembra 2010. Nivo problematičnih plasmana u jednoj zemlji je refleksija poslovanja privrede i njenog menadžmenta, zatim poslovanja banaka i njihovih finansijskih odluka kao kreditora, ali i institucionalnog okruženja u kojem se posluje. S obzirom na sličnost bankarskih sistema u regionu (dominacija često istih stranih banaka, čije je učešće između 75% i 95% u ukupnoj

aktivni bankarskog sektora), uzroke za ove razlike pre treba tražiti u institucionalnom okviru poslovanja (pre svega u domenu zaštite poverilaca, rada sudova, zaštite privatne svojine, konkurencije), kao i u domenu strukture privrede. Pored toga, postojeći visok nivo problematičnih plasmana u bilansima banaka predstavlja teret za bankarski sektor, uprkos njegovoj solidnoj kapitalizovanosti, jer imobilise značajne resurse u svrhe naplate potraživanja, i kapital koji bi mogao biti produktivnije upotrebljen.

Pored prethodnih činjenica o uslovima poslovanja u Srbiji, kao i o nivou zaduženosti i nelikvidnosti prema bankama, znamo i da su sva privredna društva u 2009, kao i u 2008. i 2007. agregirano ostvala gubitak³. Ovaj finansijski rezultat je u 2009. bio lošiji u poređenju sa 2008. godinom. Agregirana stopa prinosa na ukupnu imovinu, je u 2009. pala na -0,01%, sa -0,005% u 2008. Preciznije, od ukupnog broja privrednih društava koja su poslovala u 2009. (oko 90 hiljada), oko 57% je poslovalo sa pozitivnim rezultatom koji je agregirano iznosio oko 278 milijardi dinara (oko 3,1 milijarda evra), dok je oko 35% privrednih društava ostvarilo agregirani gubitak od oko 374 milijarde dinara (oko 4,2 milijarde evra), dok su ostala društva poslovala sa nultim rezultatom. Takođe, poznato je i da su ukupni poslovni prihodi svih privrednih društava u Srbiji u 2009. iznosili oko 5.780 milijardi dinara (oko 62 milijarde evra), i da su u odnosu na isti agregat u

3 Agencija za privredne registre, 2010

Grafikon 1. Dubina finansijskog posredovanja u uporedivim zemljama, jun 2010.

Izvor: centralne banke pojedinih zemalja, IMF World Economic outlook, BIS Basel

2008, manji za skoro 7%. I na kraju, u svim⁴ privrednim društvima u Srbiji, u 2009. je bilo u proseku oko 1.058 hiljada zaposlenih, što je za skoro 6% manje nego u 2009. (za oko 66 hiljada zaposlenih)⁵.

Svi prethodno izneti podaci ukazuju da privreda u celini posluje neefikasno, kao i da je poslovanje izraženo ukupnim obrtom, u 2009. godini smanjeno, kao odraz ekonomske krize. Takođe, uočljivo je i da manji deo privrednih društava realizuje gubitak koji nadmašuje ukupne profite većine privrednih društava koja su poslovala pozitivno.

Međutim, iako su ovi pokazatelji poslovanja privrede slikovitiji od realnog rasta bruto domaćeg proizvoda (-3,1% u 2009, naspram 5,5% u 2008.), za sagledavanje strukture privrede, njenih performansi i eventualnih prepreka za efikasnije poslovanje u budućnosti, nameće se potreba dublje analize poslovanja preduzeća. Ovakva analiza je neophodna i imajući u vidu ambiciozno postavljene ciljeve u pogledu agregatnih autputa u kontekstu novog modela privrednog rasta i razvoja Srbije. Drugim rečima, makroekonomski pogled daje jednu agregatnu sliku, a za bolje razumevanje pravca neophodnih reformi usmerenih na promenu strukture privrede i popravljane poslovanja,

nog ambijenta, potrebno je sa makroekonomskog nivoa posmatranja preći na mikroekonomski nivo⁶.

Karakteristike privrede Srbije i efekti krize na osnovne pokazatelje poslovanja najvećih privrednih društava

Za potrebe sagledavanja strukture i performansi privrede Srbije u ovom radu, korišćena je originalna baza podataka, koja sadrži finansijske izveštaje najvećih 5130 privrednih društava prema ostvarenom poslovnom prihodu u 2009. godini. Podaci su kupljeni u Agenciji za privredne registre, u Registru finansijskih izveštaja i podataka o bonitetu pravnih lica i preduzetnika i odnose se na sva privredna društva koja su ispunila obavezu da predaju validan finansijski izveštaj, i koja su u 2009. ostvarila poslovni prihod veći od 140 miliona dinara (oko 1,5 miliona evra). Baza podataka sadrži i uporedne finansijske podatke za ove kompanije iz 2008. i 2007.

U ovih najvećih 5130 kompanija (oko 6% od ukupnog broja registrovanih kompanija u 2009.), ostvareno je tri četvrtine ukupnih poslovnih prihoda svih kompanija

4 Sva privredna društva koja su registrovala validne finansijske izveštaje u Agenciji za privredne registre.

5 O agregiranim rezultatima, imovini i izvorima privrednih društava u celini, po sektorima i po okruzima, videti detaljnije u Agenciji za privredne registre, 2010

6 Još od Azijske krize 1998, u svetskim naučnim ekonomskim krugovima, shvaćeno je da se mnogi signali krize, na makroekonomskim pokazateljima ne mogu na vreme, ili čak uopšte uočiti. Od tada se preporučuje analiza mikroekonomskih podataka uporedo čak i za proučavanje makroekonomskih fenomena. Ovakva analiza je, međutim, često nemoguća zbog slabe dostupnosti pojedinačnih podataka, ali i zahtevna, zbog teže obrade i složenije metodologije za analizu velike količine podataka.

Grafikon 2. Problematična potraživanja domaćih banaka u uporedivim zemljama, na kraju trećeg tromesečja 2010.

Izvor: centralne banke pojedinih zemalja

Tabela 3. Pokazatelji produktivnosti i profitabilnost najvećih privrednih društava u Srbiji

	Prihodi prema ukupnoj imovini			Rast poslovnih prihoda		EBIT marža prema aktivima			ROA (prinosi na ukupnu imovinu)		
	2009	2008	2007	2009	2008	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Percentili raspodele											
1%	0,112	0,092	0,027	-0,688	-0,510	-0,256	-0,221	-0,298	-0,337	-0,274	-0,278
5%	0,289	0,305	0,277	-0,462	-0,218	-0,100	-0,076	-0,080	-0,126	-0,091	-0,068
10%	0,428	0,484	0,481	-0,346	-0,106	-0,043	-0,031	-0,030	-0,050	-0,025	0,000
25%	0,788	0,880	0,902	-0,179	0,051	0,013	0,018	0,018	0,005	0,007	0,013
50% (medijana)	1,363	1,512	1,604	0,009	0,209	0,071	0,077	0,083	0,035	0,046	0,069
75%	2,367	2,616	2,723	0,205	0,437	0,148	0,168	0,184	0,117	0,137	0,173
90%	3,922	4,327	4,342	0,488	0,875	0,251	0,286	0,312	0,218	0,256	0,295
95%	5,449	5,886	5,850	0,865	1,503	0,337	0,383	0,413	0,299	0,353	0,388
99%	12,290	12,260	12,128	2,536	3,544	0,643	0,623	0,720	0,602	0,620	0,699
Prosek	3,151	2,951	4,729	0,088	0,363	0,094	0,108	0,115	0,065	0,084	0,106
Standardna devijacija	68,068	43,791	126,582	0,556	0,685	0,267	0,190	0,181	0,167	0,157	0,178
Broj opservacija*	4558	4556	4550	4428	4428	4558	4556	4550	4558	4556	4550

Izvor: APR Centar za bonitet; proračuni autora

* Iz uzorka su isključena priv. društva u likvidaciji, stečaju i restrukturiranju, kao i privredna društva koja nisu poslovala u toku cele 2007, 2008, i 2009. i 1% najvećih (ekstremnih) vrednosti u slučaju pokazatelja Rast poslovnih prihoda.

Tabela 4. Pokazatelji likvidnosti najvećih privrednih društava u Srbiji

	Prosečan broj dana plaćanja obaveza iz poslovanja		Opšti ratio likvidnosti			Quick ratio likvidnosti		
	2009	2008	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Percentili raspodele								
1%	3,81	3,57	0,20	0,25	0,25	0,08	0,09	0,09
5%	11,86	10,99	0,47	0,52	0,54	0,20	0,21	0,21
10%	20,39	18,64	0,65	0,71	0,72	0,31	0,30	0,30
25%	37,64	34,45	0,94	0,97	0,99	0,51	0,52	0,52
50% (medijana)	67,35	60,21	1,23	1,25	1,26	0,82	0,80	0,81
75%	120,01	102,35	1,90	1,85	1,87	1,25	1,19	1,21
90%	197,39	162,26	3,12	3,06	3,12	2,08	2,01	2,10
95%	277,88	224,31	4,68	4,27	4,41	2,98	2,83	3,05
99%	479,35	382,89	9,23	8,81	8,79	6,00	5,48	6,02
Prosek	95,04	80,98	1,75	1,70	1,75	1,10	1,06	1,09
Standardna devijacija	91,05	74,05	2,02	1,60	1,98	1,07	1,00	1,08
Broj opservacija*	4372	4372	4372	4372	4372	4372	4372	4372

Izvor: APR Centar za bonitet; proračuni autora

* Iz uzorka su isključena priv. društva u likvidaciji, stečaju i restrukturiranju, kao i privredna društva koja nisu poslovala u toku cele 2007, 2008, i 2009, i 1% najvećih (ekstremnih) vrednosti svakog od pokazatelja likvidnosti.

koje su poslovale u Srbiji u 2009, i bilo je zaposleno oko 62% od ukupno zaposlenih u svim privrednim društvima. Ova izuzetna koncentracija privrede Srbije, nastavlja da bude izražena u okviru najvećih preduzeća koja posmatra dalje u analizi. Naime, u 200 najvećih preduzeća (oko 4% od najvećih 5130 privrednih društava), ostvareno je polovina poslovnih prihoda i zaposlena je jedna trećina ukupno zaposlenih u ovom uzorku najvećih preduzeća. Dalje, u 1000 najvećih preduzeća (20% posmatranog uzorka najvećih preduzeća) ostvarene su tri četvrtine ukupnih poslovnih prihoda ovih preduzeća i zaposleno je 60% svih zaposlenih u ovom uzorku. Druga strana ovakve koncentracije je u činjenici da je 50% preduzeća iz ovog uzorka najvećih, poslovalo sa godišnjim poslovnim prihodima manjim od 300 miliona dinara (3,1 milion evra), dok je samo 1% posmatranih preduzeća ostvarilo godišnje poslovne prihode veće od 11 milijardi dinara (120 miliona evra) u 2009. godini. U pogledu prosečnog broja zaposlenih u 2009, 50% ovih privrednih društava imalo je manje od 36 zaposlenih, 25% je imalo između 36 i 100 zaposlenih, a samo 1% preduzeća imalo je više od 1.500 zaposlenih. 304 preduzeća, ili oko 6% ukupnog broja, su u držav-

nom ili društvenom vlasništvu, a od njih je 167 javnih preduzeća. Državna i društvena preduzeća zapošljavaju četvrtinu zaposlenih, a ostvaruju 12% poslovnih prihoda u celom posmatranom uzorku.

U pogledu profitabilnosti privrednih društava, uočava se velika disperzija u sve tri posmatrane godine, od veoma neprofitabilnih sa stopom prinosa na aktivu manjom od -30%, do veoma profitabilnih sa stopom od preko 60%, Tabela 3. Međutim, stopa povraćaja na ukupnu imovinu se u celini uzev smanjila, što dobro ilustruje medijana koja se sa 6,9% u 2007, pomerila na 4,6% u 2008. i na 3,5% u 2009. Iako je agregirani neto rezultat cele privrede negativan, na uzorku od 5130 najvećih kompanija vidimo da je preko tri četvrtine kompanija poslovalo sa pozitivnim rezultatom. Paralelno sa opštim opadanjem stope prinosa, beleži se i slabljenje rasta poslovnih prihoda iz godine u godinu. Medijana za ovaj pokazatelj je u 2008. iznosila čak 20%, a u 2009. 0,9%.

Analiza likvidnosti pojedinačnih privrednih društava ukazuje takođe na veliku disperziju – od izuzetno likvidnih do veoma nelikvidnih kompanija, Tabela 4. Pokazatelj broja dana prilikom izmirenja obaveza iz poslovanja je pogoršan u 2009. u poređenju sa 2008. 50% preduzeća je

Tabela 5. Pokazatelji zaduženosti najvećih privrednih društava u Srbiji

	Dug (dugoročni krediti i kratkoročne fin.obaveze) u ukupnoj imovini			Udeo kratkoročnog u ukupnom dugu			Finansijski rashodi prema poslovnim prihodima		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Percentili raspodele									
1%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,000	0,000	0,000
5%	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,000	0,000	0,000
10%	0,00	0,00	0,00	0,14	0,07	0,02	0,002	0,002	0,001
25%	0,03	0,02	0,01	0,40	0,31	0,28	0,008	0,008	0,004
50% (medijana)	0,15	0,14	0,12	0,82	0,75	0,80	0,025	0,024	0,011
75%	0,32	0,32	0,28	1,00	1,00	1,00	0,058	0,054	0,026
90%	0,48	0,49	0,44	1,00	1,00	1,00	0,118	0,104	0,058
95%	0,58	0,59	0,54	1,00	1,00	1,00	0,176	0,152	0,091
99%	0,78	0,78	0,76	1,00	1,00	1,00	0,502	0,431	0,355
Prosek	0,20	0,20	0,17	0,69	0,65	0,64	0,056	0,057	0,034
Standardna devijacija	0,19	0,20	0,19	0,34	0,37	0,38	0,155	0,286	0,175
Broj opservacija*	4558	4556	4550	3980	3893	3761	4558	4550	4526

Izvor: APR Centar za bonitet; proračuni autora

* Iz uzorka su isključena priv. društva u likvidaciji, stečaju i restrukturiranju, kao i priv. društva koja nisu poslovala u toku cele 2007, 2008, i 2009. Statistike pokazatelja Udeo kratkoročnog u ukupnom dugu odnose se samo na priv.društva koja imaju dug u strukturi izvora.

u 2009. izmirivalo obaveze sa rokom od 67 dana i manje, dok je ovaj rok bio 60 dana u 2008. Takođe, 25% kompanija je izmirivalo obaveze sa rokom od 120 i više dana u 2009, dok je 2008. godini ovaj rok bio 102 dana. Opšti ratio likvidnosti, kao i auick ratio nisu značajno pogoršani u 2009. što je najverovatnije rezultat zaduživanja preduzeća za potrebe likvidnosti.

U pogledu stepena zaduženosti pojedinačnih privrednih društava, takođe je uočljiva velika disperzija. Skoro četvrtina posmatranih preduzeća nisu uopšte zadužena, dok jedna četvrtina ima udeo duga u ukupnim izvorima od preko 30%. Dug preduzeća je pretežno kratkoročan, što je veoma nepovoljno i predstavlja izvor ranjivosti kompanija. Polovina kompanija ima udeo kratkoročnog u uku-

pnom dugu na kraju 2009. godine veći od 80%, a više od četvrtine kompanija ima samo kratkoročni dug u strukturi ukupnog duga. Čini se, takođe, da se u 2009. u poređenju sa 2008, udeo kratkoročnog duga u ukupnom dugu, kod većine kompanija, povećao.

Empirijska ocena determinanti rasta nelikvidnosti u toku krize

Sa ciljem da ustanovimo faktore koji se nalaze iza porasta nelikvidnosti u 2009. u poređenju sa 2008, ocenili smo empirijski model, na osnovu baze podataka čije smo karakteristike opisali u prethodnom poglavlju. Kao meru promene nelikvidnosti uzeli smo odnos između proseč-

Tabela 6. Ocena empirijskog modela determinanti rasta nelikvidnosti privrednih društava

Nezavisne promenjive	Zavisna promenljiva Stopa rasta nelikvidnosti 2009/2008 ocenjeni koeficijenti
Nelikvidnost u 2008. (broj dana plaćanja obaveza iz posl.)	-0,110 (0,016)***
Udeo potraživanja od kupaca u imovini u 2009.	0,006 (0,047)
Veličina preduzeća prema posl.prihodima	-169,066 (206,137)
Dug prema imovini na kraju 2008.	0,398 (0,103)***
Dug prema imovini na kraju 2009.	-0,176 (0,103)*
Strano vlasništvo (binarna promenjiva)	0,020 (0,027)
Državno vlasništvo (binarna promenjiva)	-0,003 (0,003)
Profitabilnost (EBIT marža)	-0,406 (0,083)***
Sektor Telekomunikacija (binarna promenjiva)	-0,174 (0,082)**
Ostali sektorim binarne promenjive	bez stat.značajnih koef.
Broj jedinica posmatranja	3795
F (18, 3776)	5,99
Prob > F	0
R ²	0,0613

Napomena: *, ** i *** označava 10, 5 i 1% pouzdanost, respektivno. U zagradama su standardne greške. Iz uzorka su uklonjene opservacije sa ekstremnim vrednostima.

Izvor: APR Centar za bonitet; proračuni autora

nog broja dana za plaćanje obaveza iz poslovanja u 2009. prema istom pokazatelju u 2008. (deskriptivne statističke za ovu promenjivu su predstavljene u Tabeli 4). Urađena su potrebna prilagođavanja baze, uklonjeni izuzeci sa ekstremnim vrednostima⁷ i primenjena linearna regresija metodom najmanjih kvadrata u oceni koeficijenata (rezultati u Tabela 6). Rezultati su dali nekoliko sasvim očekivanih nalaza: da preduzeća sa većim kašnjenjima u plaćanju obaveza iz poslovanja u 2008, beleže veći porast kašnjenja u plaćanjima u 2009. u poređenju sa 2008, kao i da su profitabilnija preduzeća u 2009. (mereno maržom poslovnog rezultata EBIT u odnosu na ukupnu imovinu), imala manji porast nelikvidnosti u toku 2009. Takođe, ekonometrijska ocena je ukazala i na postojanje statistički značajnog uticaja nivoa zaduženosti pre krize (promenjiva Dug prema imovini na kraju 2008.) na porast nelikvidnosti u kriznoj 2009. godini. Naime, čini se da je veći nivo zaduženosti kompanija doprineo i većoj ranjivosti na udar krize koja se manifestovala u povećanju dana plaćanja obaveza⁸. Dalje, porast nivoa zaduženosti na kraju 2009. u poređenju sa 2008. (promenjiva Dug prema imovini na kraju 2009.), doprineo je smanjenju nelikvidnosti (povećanju likvidnosti) kompanija u 2009. Prethodno je druga strana pojave da su se tokom 2009. (a i 2010.) kompanije pretežno zaduživale za popravljavanje likvidnosti, a zanemarljivo malo za nove investicije.

Zaključna razmatranja i preporuke za ekonomsku politiku

Iz prethodno iznetog videli smo da je bankarski sektor, koji ima jednu od najvažnijih uloga u pospešenju privrednog rasta, opterećen nelikvidnošću privrede koji se reflektuje u velikom udelu kredita sa kašnjenjima u naplati u ukupno odobrenim kreditima (zvanično skoro petina ukupnih kredita). Takođe smo ustanovili da uzroke ove pojave

treba najpre tražiti u institucionalnom okviru i poslovnom ambijentu. Dalje smo pokazali da privredu Srbije karakterise izuzetno koncentrisana struktura, sa malim brojem preduzeća u kojim je koncentrisan značajan deo poslovanja i zaposlenih. Pored toga, u ovako koncentrisanoj strukturi, pa čak i na nivou pojedinih grana delatnosti, opstaju ekstremne razlike u produktivnosti, profitabilnosti, likvidnosti i zaduženosti privrednih društava. Ove razlike su produbljene nakon udara krize u 2009. godini. Kriza je, definitivno, imala posledice na pad performansi cele privrede ili privrednih društava kao agregata. I pored toga, međutim, u 2009, kao i u prethodnim godinama, u Srbiji je poslovao i veliki broj uspešnih preduzeća, sa solidnim pokazateljima profitabilnosti, likvidnosti i zaduženosti. Uočili smo takođe, da su kašnjenja u plaćanjima merena brojem dana plaćanja obaveza iz poslovanja na zabrinjavajuće visokom nivou u dve posmatrane godine (2008. i 2009.), iako se stanje u 2009. dodatno pogoršava. Iako i dalje postoje društva koja izuzetno promptno plaćaju svoje obaveze i posle godine krize. Analizirajući neke od faktora iza rasta nelikvidnosti kompanija, ustanovili smo da postoji izvesna povezanost između nivoa zaduženosti (leveridža) pre udara krize, kao i njegovog porasta u 2009. u toku krize, sa likvidnošću kompanije. Naime, empirijski smo ocenili da su preduzeća sa većim nivoom duga pre krize imali veće pogoršanje likvidnosti u toku 2009. Pored toga, preduzeća koja su u 2009. povećala svoju zaduženost u odnosu na nivo s kraja 2008, relativno su poboljšale svoju likvidnost. Prethodno praktično znači da je veći nivo leveridža predstavljao opasnost za likvidnost kompanija, ali i da su se u toku 2009, kompanija mahom dodatno zaduživale radi popravljavanja likvidnosti.

Iz ovog niza pojedinačnih i međusobno povezanih uvida, zaključujemo da je osnovni problem iza svih iznetih simptoma privrednog ambijenta, u lošoj mobilnosti faktora proizvodnje, koji suzbija dinamičnost poslovanja neophodnu za održivi privredni rast. Mišljenja smo da bi uzrok trebalo tražiti u celokupnom institucionalnom okviru za poslovanje – tj. čitavom setu zakona, pravila, procedura i običaja, koji tangiraju poslovanje kompanija, a, verovatno najviše, u njihovoj primeni. Ceo taj okvir, kakav je trenutno, ima presudnu ulogu u sprečavanju mobilnosti kapitala i rada na način koji bi sankcioni-

7 Iz uzorka za ocenu modela isključena su sva preduzeća čija je veličina poslovnih prihoda veća od 0,02% ukupnih poslovnih prihoda svih posmatranih kompanija iz prvobitnog uzorka – sa poslovnim prihodima većim od 140 miliona dinara u 2009.

8 Ovaj nalaz u skladu je sa nedavno objavljenim EBRD radnim papirom Coricelli et al. (2010), gde je empirijski pokazano na finansijskim podacima preduzeća u Centralnoj i istočnoj Evropi, da do određenog nivoa zaduženosti, ukupna produktivnost faktora proizvodnje raste, dok se posle tog praga zaduženosti produktivnost smanjuje.

sao lošu poslovnu praksu i motivisao realokaciju postojećih resursa u produktivnije svrhe. Iako su brojne refome već preduzete i naponi u cilju rešavanja gorećeg problema nelikvidnosti, da bi se trajno popravio poslovni ambijent, potrebni su efikasniji uslovi za rešavanje nelikvidnosti kroz uklanjanje problematičnih potraživanja iz bilansa banaka, efikasniji rad sudova u primeni regulative koja se tiče stečaja i likvidacije, funkcionisanje tržišta kapitala kao mesta za vrednovanje uspeha kompanija, mobilisanje finansijskih sredstava i promet kapitalom, fleksibilnije tržište rada.

Reference

1. Agencija za priveredne registre Republike Srbije, 2010, "Saopštenje o rezultatima poslovanja privrede u Republici Srbiji ostvarenim u 2009."
2. Coricelli, F. N. Driffield, S. Pal, I. Roland, 2010, "Microeconomic implications of credit booms: evidence from emerging Europe", EBRD working paper no. 119
3. Ekonomeast Magazin, 2010, "300 najvećih u Srbiji", specijalno godišnje izdanje
4. EBRD, 2009, Transition report
5. EBRD, 2010, Transition report
6. European Commission, 2010, "The pre-accession economies in the global crisis: from exogenous to endogenous growth", Occasional Papers 62

Jasna Atanasijević

Rođena 1979. godine u Beogradu. Diplomirala na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu, studirala na Univerzitetu u Tuluzu (master iz finansija), i na Univerzitetu Pariz 1 Sorbona (doktorske studije iz primenjene ekonomije). Na mestu glavnog ekonomiste (direktra Odeljenja za ekonomske analize) u Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd je od oktobra 2009. godine. Glavni i odgovorni urednik je mesečne publikacije o makroekonomskim i tržišnim trendovima Economic Digest. Prethodno je radila kao istraživač i član direktorskog odbora Centra za visoke ekonomske studije (CEVES), think-tank-a koji je, zajedno sa Ekonomskim fakultetom u Beogradu, pokrenuo publikaciju Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji i osnovao Fond za razvoj ekonomskih nauka, u cilju podizanja nivoa ekonomskih analiza i istraživanja u Srbiji. Objavila je brojne stručne članke iz oblasti makroekonomije i finansijskog posredovanja, i učestvovala na nekoliko međunarodnih i domaćih stručnih konferencija. Radila je i na Ekonomskom fakultetu u Beogradu kao koordinator međunarodnih master studija u saradnji sa poslovnom školom HEC iz Pariza, kao i u revizorskoj kući KPMG Beograd.

Vladimir Čupić

(1966), diplomirani ekonomista

Karijeru započeo u Deloitte & Touche 1997. Savetnik ministra za privatizaciju, potom i prvi direktor i izvršni direktor Agencije za privatizaciju (juli 2001 – maj 2003). Od 2003. u Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd, od 2007. na mestu Predsednika Izvršnog odbora. Formalno je zadužen za upravljanje i razvoj poslovanja sa privredom, poslova finansiranja javnog sektora, poslova upravljanja sredstvima, pravnih poslova, poslova ekonomskih analiza, korporativnih komunikacija, marketinga, kao i za razvoj ljudskih resursa.

Predsednik je Upravnog odbora NALED-a, Predsednik Odbora za bankarstvo i osiguranje PKS i Potpredsednik finansijskog odbora AMCHAM-a. Član je Upravnog odbora Udruženja banaka Srbije, Predsedništva SES-a, Poslovnog Saveta JIE, Upravnog odbora Srpske Asocijacije Menadžera (SAM), kao i Upravnog odbora kompanije Metalac a.d. Takođe je član Upravnog odbora JSD «Partizan», i potpredsednik Smučarskog saveza Srbije.

Prema izboru Ekonomist Media grupe, u 2007. godini proglašen za bankara godine.

Oženjen je, otac dvoje dece.