

MEĐUNARODNA ZADUŽENOST I KRIZA U REPUBLICI SRBIJI

Jasmina Šmigić Miladinović¹

¹ Visoka ekonomska škola strukovnih studija Peć u Leposaviću

Korespondencija: jasnacs0411@yahoo.com

Vrsta rada: Pregledni rad

Primljeno: 10.04.2018; Prihvaćeno: 01.06.2018

Rezime: Dugovi su negativni kapital i zato predstavljaju odbitnu stavku u obračunima nacionalnog bogatstva i bogatstva pojedinih organizacionih ili socijalnih entiteta. Nakon izvršene generalne konsolidacije javnih finansija, kao i spoljnog i unutrašnjeg duga, pokazalo se da je stanje bogatstva u pojedinim segmentima društva i u društvu kao celini nepovoljno.

Između budžeta i makroekonomskih agregata postoji visok stepen međuzavisnosti. Preko budžeta ukupna javna potrošnja se vezuje za ekonomsku politiku države i ciljeve koje treba ostvariti u raspodeli i preraspodeli društvenog proizvoda. Srbija godinama beleži visok nivo javne potrošnje, što predstavlja veliki problem za državni budžet i makroekonomska kretanja. Na ovu pojavu mora se reagovati adekvatnim rešenjima, koja opet mogu imati i negativne posledice, na primer, otpuštanje radnika zaposlenih u javnom sektoru smanjiće javnu potrošnju, ali povećati problem nezaposlenosti. Izlaze treba tražiti kroz investicije, pokretanje proizvodnih procesa, razvoj malih i srednjih preduzeća, privlačenje stranog kapitala i dr.

Prema tome, osnov dugoročne strategije privrednog razvoja Srbije treba da bude održivi privredni rast, podizanje konkurentnosti privrede, izgradnja društva zasnovanog na znanju, uravnotežen regionalni razvoj i priključenje EU. Makroekonomske projekcije zasnivaju se na međuslovljenosti rasta BDP, investicija, zapošljavanja, produktivnosti i određuju mogućnosti povećanja lične i državne potrošnje u uslovima cenovne stabilnosti, fiskalne

ravnoteže, smanjivanje deficita tekućeg platnog bilansa i urednog servisiranja spoljnog duga.

Ključne reči: budžet, privreda, bilans, spoljni dug, finansije

1. Uvod

U domenu ekonomije na proces asocijacije značajno utiču ocene o brzini i karakteru promena u svim bitnim oblastima kao što su: budžetska politika, javni dug, razvoj bankarskog i finansijskog sistema, izvozna konkurentnost, platni bilans, carinska i necarinska ograničenja, karakter strukturnih promena, tok procesa privatizacije, tretman stranih investitora, tok procesa standardizacije, i ispunjavanje obaveza na osnovu zaključenih sporazuma o asocijaciji u EU. Predmet interesovanja su i kvalitet i kompatibilnost nacionalne statistike, stanje infrastruktura, kao i agrarnog sektora. Sa početkom pregovora o asocijaciji, a posebno nakon zaključivanja Sporazuma kojima se reguliše pridružni status, odnosi sa EU postaju sastavni deo unutrašnjih procesa u zemljama kandidatima i suštinski na njih utiču.

Srbija je na samom početku tog puta i iskustva drugih zemalja iz okruženja mogu joj biti dragoceni putokaz. Dinamika integracije određiće brzinu kojom će se premostiti izgubljene godine.

2. Svetska ekonomska kriza od 2008. do 2012. godine

U godinama koje su prethodile ništa nije nagoveštavalo finansijsku katastrofu. Posle internet revolucije poslovni optimizam bio je na vrhuncu, svet je ušao u novi period globalizacije, strane investicije su cvetale, vrednosti na berzama rasle, tranzicija bivšeg komunističkog bloka bila je privedena kraju, a neke od najvećih zemalja poput Indije i Kine hvatale su priključak i pokazivale još veći potencijal. Ni sam američki finansijski sektor nije izgledao nezdravo. Čak i kad su prve sumnje počele da se šire malo ko je na to obraćao pažnju. I nakon što su cene nekretnina počele da padaju, što je bilo jedan od ključnih povoda krize, malo ko je video opasnost. Kada je investitor Piter Šif upozorio na dolazeću krizu i u stvari do detalja izložio budući scenario krize, od problema sa hipotekarnim kreditima do kraha finansijskog sektora, bio je ismejan od strane ostalih analitičara. I pred sam početak krize, čelni guverner američkog Feda Ben Bernanke umirivao je javnost tvrdnjom da je ekonomija na stabilnim osnovama i da nema

nikakvog razloga za bojazan. Nedavno objavljeni zapisi sa sastanka čelnika Feda pokazuju da Bernanke nije bio neiskren. Iz njih se vidi da su i na sastancima zatvorenim za javnost, Bernanke, kao i tada jedan od guvernera Feda a kasniji ministar finansija Tim Gajtner i drugi ključni eksperti i ekonomski lideri bili na istoj liniji. Vodeći eksperti i kreatori ekonomske politike najveće svetske ekonomije do samog kraja nisu imali predstavu o tome šta će se dogoditi.

Bazelski standardi su međunarodni bankarski standardi koji regulišu kapitalnu adekvatnost banaka. Pod pretpostavkom da klasična poslovna banka ima dva glavna izvora finansiranja: sopstveni kapital i depozite štediša. Bazelski standardi regulišu minimalni udeo kapitala u ukupnoj aktivni, odnosno ukupnim plasmanima banaka. Osnovno pravilo glasi da banka mora držati kapital u iznosu od najmanje 8% aktive ponderisane rizikom¹

Razne vrste aktive, odnosno različiti plasmani banke, po ovom pravilu ponderišu se različitim nivoima rizika. Tako se gotovinski novac, zlato i državne obveznice zemalja OECD-a smatraju nultim rizikom. Obveznice drugih zemalja smatraju se rizičnijim, pa nose ponder od 20%. Hipotekarni krediti

imaju još nešto manji ponder, i to je 50%. Obični komercijalni krediti smatraju se najrizičnijim i njima se naznačuje rizik od 100%. Regulacija zahteva da banke imaju 8% sopstvenog kapitala kao pokriće za aktivu pomnoženu ovim kvotama rizika. [Tasić, 2013, 161]

Taj račun bi izgledao ovako: ako banka drži gotovinski novac, zlato i državne obveznice u iznosu od 100 dolara, pošto je ponder rizika za ovakvu imovinu 0%, vrednost ove aktive u regulatorne svrhe iznosi nula dolara ($\$100 \times 0\% = 0$). Banka je dužna da drži 8% kapitala od rizikom ponderisane aktive, a 8% od nula je i dalje nula. Znači da za držanje gotovinskog novca, zlata i najboljih državnih obveznica banci nije potreban nikakav kapital. Kupovinu ove vrste aktive banka može slobodno finansirati depozitima koje prikupi od građana. [Đukić, 2010, 79].

Ako banka odluči da dodeli 100 dolara hipotekarnih kredita, rizik takvih kredita je 50%. To znači da je rizikom ponderisana vrednost ove aktive jednaka 50 ($100 \times 50\%$). Za svakih 100 dolara ovih kredita u aktivni, banka mora da drži 8% od 50, dakle 4 dolara kapitala u pasivi. Ako banka da 100 dolara komercijalnih kredita, regulatorni ponder rizika za takve kredite je 100% i rizikom pomnožena vrednost aktive je i dalje 100 dolara

[Tasić, 2013, 163]. To znači da za 100 dolara komercijalnih kredita u aktivi banka mora držati 8 dolara kapitala. Banke svoje ponašanje prilagođavaju ovim pravilima. Stalni kapital je teško nabaviti i on nije stavka koja se lako menja. Ono što se prilagođava u skladu sa regulatornim pravilima je vrsta plasmana, odnosno aktive. Banka će uvek pokušati da sa datim nivoom kapitala maksimizira plasmane. Banka može naplatiti veću kamatu izdajući komercijalne kredite nego kupujući državne obveznice, ali pošto regulacija za izdavanje takvih kredita zahteva više kapitala, banci je zbog ograničenosti raspoloživog kapitala bolje da kupi državne obveznice.

Posebno zanimljiv i veoma važan za razumevanje uzroka finansijske krize bio je regulatorni tretman hipotekarnih obveznica. Bazelski standardi su međunarodni, ali detalje njihove primene specifikuje nacionalni regulator. U Americi, pravilo je bilo ovakvo: dok hipotekarni stambeni krediti imaju rizik od 50% (ponder 0,5), hipotekarne obveznice koje izdaju "Feni Mej" i "Fredri Mek" manje su rizične od samih kredita iz kojih su te obveznice sastavljene i imaju rizik od 20%. A od 2002. godine, uvedeno je još jedno, ključno pravilo za ovu krizu: sve hipotekarne obveznice koje nose rejting AAA ili AA od strane licenciranih

rejting agencija, takođe imaju rizik od samo 20% [Tasić, 2013, 165].

Dakle, regulatorna pravila bila su takva da se bankama koje su dale hipotekarne stambene kredite isplati da te kredite prodaju i onda ih ponovo kupe u vidu hipotekarnih obveznica. Hipotekarna obveznica nosi sličan prihod, jer se radi o istim stambenim kreditima, ali ima bolji regulatorni ponder rizika od kredita koju su sadržani u njima, što pomaže bankama da ispune uslove kapitalne adekvatnosti. Upravo iz ovog razloga vršen je dobar deo sekjuritizacije, odnosno pretvaranja stambenih kredita u hipotekarne obveznice. Pretvaranje kredita u hipotekarne obveznice počelo je na masovnoj bazi upravo posle uvođenja pomenutog pravila (inače zvanog "*recourse rule*") iz 2002. godine, koje je hipotekarnim obveznicama sa AAA ili AA rejtingom dodeljenom od strane ovlašćenih agencija dalo preferencijalni regulatorni tretman i manji ponder rizika.

Proizvodnja hipotekarnih obveznica, dakle, pre svega je bila odgovor na državnu regulaciju rizika i dodeljivanje odgovarajućih pondera. Interesantno je da se niko 2002. godine nije bunio zbog ovog pravila. Ono je prošlo uglavnom nezapaženo, jer je tada zaista malo ko mogao predvideti ovakve posledice relativno benignog pravila. I

bankari i regulatori su hipotekarne obveznice smatrali sigurnim i dodeljivanje većeg pondera njima nije bilo posebno problematično. Ali ukupna suština navedenog scenarija krize i jeste da i naizgled smisljena regulacija može stvoriti posledice koje uopšte ne možemo predvideti.

Sada se dolazi do kontroverzne hipoteze u priči o nastanku finansijske krize, a to je da su banke iskreno verovala u najviši, AAA rejting hipotekarnih obveznica. Komercijalne banke su kupovale hipotekarne obveznice da bi ispunile uslove kapitalne adekvatnosti, ali nisu morale to da rade. Mogle su potpuno izbeći hipotekarne obveznice i zadovoljiti kriterijume adekvatnosti i držanjem aktive koja donosi manji prihod, ali je sigurnija. Kad su prodavale kredite, mogle su tim novcem kupiti sigurnije državne obveznice sa manjim prinosom, umesto hipotekarne sa većim. Kako su svi "generali posle bitke", *ex post facto*, ali tada to jednostavno niko nije video. Opšta poslovna klima bila je odlična, a rejting agencije i same imaju dugu tradiciju i malo ko je sumnjao u njih [Tasić, 2013, 166]. U ovoj verziji objašnjenja, zasnovanoj na konfuziji i nerazumevanju, postoji crta ograničene racionalnosti tržišnih aktera. Neki sveznajući bankar znao bi da je država dala oligopol rejting agenci-

jama, da će zaokret ka restriktivnoj monetarnoj politici usloviti pad cena nekretnina u celoj zemlji, da će zbog toga i zakonske zaštite zajmoprimaca ljudi napuštati kuće pod hipotekom i prestati da vraćaju kredite, zbog čega će onda vrednost hipotekarnih obveznica pasti bez obzira na njihov rejting.

Sveznajući bankar je sve to mogao znati, ali u realnosti je to bilo jako teško. To sigurno nisu znali regulatori koji su do samog kraja podsticali ulaganje u hipotekarne obveznice, niti centralni bankari kao Ben Bernanke, koji je mesecima pre krize izjavljivao da su ekonomski fundamenti stabilni. Ali da tržišni akteri nisu sveznajući nije ništa novo, tržište je upravo mehanizam borbe protiv neznanja, gde svako može da isproba svoje ideje ali isključivo o svom trošku. Kada je neka ideja dobra onda je i ostali prihvate. Kod regulacije to ne postoji. Pogrešna regulacija ne bude istisnuta sa tržišta kao pogrešna biznis ideja. Ona ostane sve dok ne dovede do katastrofalnih posledica, a čak i tada nije sigurno da će ona biti prepoznata kao pravi uzrok [Tasić, 2013, 167].

Druga verzija objašnjenja zašto su privatne banke kupovale hipotekarne obveznice je u sistemu podsticaja u sferi korporativnog upravljanja. Još od 1930. godine, u SAD postoji zakon koji zabranjuje

investicionim fondovima da imaju veći procenat kapitala u finansijskim institucijama. Kapital najvećih banaka je toliki da nijedna individua ne može imati ni približno značajno učešće u njima. Pošto ni fondovi ne mogu imati značajno učešće, vlasništvo nad bankama je veoma razvodnjeno. Tu nastaje klasičan problem korporativnog upravljanja, jer kad nema dominantnog vlasnika da ih kontroliše, menadžeri gledaju svoje interese umesto interesa akcionara. U ovom slučaju menadžeri su mogli zarađivati milione dok traje bum i opet ne izgubiti mnogo kad počne kriza [Tasić, 2013, 167].

Druga stvar u vezi sa podsticajima je regulacija plata menadžera investicionih fondova. Ovde je dobro uporediti obične investicione fondove sa hedž fondovima. Hedž fondovi su partnerska društva velikih ulagača. Pristup u njih je ograničen samo na krupne ulagače spremne na rizik i zbog toga su, za sada, ovi fondovi uspevali da izbegnu regulacije koje važe za ostatak finansijskog sektora. Računalo se da multimilionerima nije potrebna regulatorna zaštita od menadžerskih zloupotreba. Međutim, zbog veličine ovih fondova, počelo se smatrati da oni mogu predstavljati opasnost za ostatak finansijskog tržišta i u godinama pre krize, kada je i dalje sve izgledalo u redu, jedna od

glavnih finansijskih tema bila je kako regulisati hedž fondove. Ne samo zbog njihove rizičnosti za ulagače, nego rizika koji navodno stvaraju za sve ostale. Šta se desilo tokom krize? Hedž fondovi bili su praktično jedini među većim finansijskim institucijama koji su preživeli [Tasić, 2013, 168].

Hedž fondovi nisu bili podložni regulaciji kapitalne adekvatnosti i nisu imali potrebe da kupuju mnogo hipotekarnih obveznica. Takode, oni su, za razliku od običnih investicionih fondova, bili slobodni da plaćaju svoje menadžere kako hoće. Način koji su po pravilu birali bio je prema profitu koji menadžeri ostvare. Menadžeru hedž fonda garantovano je učešće u profitu, bez obaveze učestvovanja u gubitku. Razlog za to je, prvo, što su to ulagači koji nisu hteli konzervativna nego rizična ulaganja - da su hteli konzervativna, štedeli bi u banci. Drugo, ukoliko menadžera uslovimo da mora učestvovati i u gubitku, postavlja se pitanje kakvog menadžera je moguće angažovati. Najbolji će otići tamo gde im se ponude bolji uslovi. Ulagači u hedž fondovima su prema tome sami, slobodom ugovaranja, izabrali ovaj metod plaćanja. Nasuprot tome, plaćanje menadžera običnih investicionih fondova bilo je regulisano. Regulacija je glasila da oni, ako hoće da učestvuju u profitu, moraju u

jednakoj meri učestvovati i u gubitku fonda. Pošto niko nije hteo da radi po tim pravilima, a regulacija nije mogla biti prekršena, fondovi su umesto toga nudili plaćanje kao fiksni procenat ukupnog portfolija. Ali, kakve je podsticaje to stvorilo menadžerima? Za razliku od menadžera hedž fonda koji maksimizira profitnu stopu, menadžer investicionog fonda usled takvog načina plaćanja maksimizira ukupan obim svog portfolija i privlači sva moguća ulaganja. Menadžer hedž fonda, ako sumnja u mogućnost profitabilnog ulaganja, kaže ulagačima da sačekaju. Još ako rejting agencije sa licencom i tradicijom kažu da je nešto AAA, zar nije razumnije staviti novac u upotrebu, kupiti hipotekarne obveznice i profitirati.

Postoje, međutim, činjenice koje su u suprotnosti sa argumentom da su menadžerski i vlasnički podsticaji igrali veliku ulogu u nastanku krize. Najveći gubitnici krize nisu ni poreski obveznici ni mali akcionari, nego menadžeri najvećih banaka, koji su po pravilu bili među najvećim akcionarima svojih firmi [Tasić, 2013, 168].

3. Javni dug Republike Srbije

Republika Srbija, kao članica nekadašnje Jugoslavije, prekomerno se zadužila u inostranstvu tokom 70-

ih godina, a narasle kamate tokom 80-ih godina su uslovile dužničku krizu. Početkom 90-ih godina Srbija je zamrzнула odnose sa inostranim poveriocima i skoro čitavu deceniju nije otplaćivala spoljni dug, dok se istovremeno unutrašnji dug nagomilavao.

U novi milenijum, tadašnja SRJ, ušla je kao jedna od najzaduženijih zemalja u svetu. Procena spoljnog duga se kretala u širokom dijapazonu, od 11,3 mlrd. dolara, preko 13,3 mlrd., pa je pa čak, prema procenama nekih autora, dostigla cifru od 19 mlrd. dolara. Unutrašnji dug je iznosio 3,7 mlrd. dolara. Takođe, postojali su ogromni iznosi dugova između preduzeća i banaka (tzv. privredni dug), kao i neispunjene budžetske obaveze [Madžar, 2001, 34].

Prvi koraci ka rešavanju problema javnog duga su preduzeti 2001. godine, kada je koncipirana ekonomska politika koja je orijentisana na brzo uključivanje SRJ u međunarodnu zajednicu, što između ostalog podrazumeva program konsolidacije i reorganizacije javnog duga, kao i regulisanje članstva u MMF-u, Svetskoj banci i EBRD, zatim regulisanje odnosa sa Pariskim i Londonskim klubom poverilaca i drugim regionalnim finansijskim institucijama. Kao zemlja u postsocijalističkoj tranziciji Srbija se uhvatila u koštac sa

problemima koje je nasledila od prethodnog režima, prvenstveno sa rešavanjem nagomilanog javnog duga.

3.1. Upravljanje javnim dugom

Cilj upravljanja javnim dugom je da se smanje troškovi zaduživanja Srbije u skladu sa odgovarajućim stepenom rizika. Upravljanje javnim dugom obuhvata:

1. Obavljanje transakcija radi upravljanja rizikom, uključujući i smanjivanje ili eliminisanje rizika od promene kursa, kamatnih stopa i drugih rizika,
2. Donošenje odluka o kupovini i prodaji stranih valuta,
3. Praćenje dnevnog salda na sistemu konsolidovanog računa trezora,
4. Investiranje i obavljanje ostalih transakcija sa prilivima po osnovu javnog duga i ostalom raspoloživom gotovinom Srbije posle redovnog izvršenja njenog budžeta [Nikolić, 2008, 46].

Ministar finansija upravlja javnim dugom i priprema strategiju za upravljanje javnim dugom. Strategija za upravljanje javnim dugom se dostavlja Vladi Srbije na usvajanje jednom godišnje. Ona predstavlja sastavni deo memoranduma o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za budžetsku godinu i naredne dve fiskalne godine².

Javni dug predstavlja безусловnu i neopozivu obavezu Srbije u odnosu na otplatu glavnice, kamate i ostalih pripadajućih troškova. Obaveza otplate javnog duga može biti u domaćoj ili stranoj valuti³. Otplata javnog duga ima stalnu apriorijaciju u budžetu Srbije i prioritet u isplati u odnosu na ostale javne rashode utvrđene zakonom kojim se uređuje budžet Srbije. Iznos javnog duga je ukupan iznos duga, izražen u domaćoj valuti, koji Srbije mora da otplati. Ukoliko je dug nastao u stranoj valuti za potrebe obračuna javnog duga, on će se obračunati u domaćoj valuti po zvaničnom srednjem kursu Narodne banke Srbije, na dan obračuna. Ministar finansija može zaključiti ugovor sa Narodnom bankom Srbije za obavljanje pojedinih poslova u vezi sa otplatom javnog duga [MFRS, 2005-2015].

3.2. Funkcije javnog duga

U klasičnoj doktrini javni dug je tretiran kao eksplicitan prihod za nastale budžetske poteškoće i za pokriće vanrednih javnih rashoda. Zbog direktnog uticaja na akumulirani kapital, odnosno štednju, javni dug je u klasičnoj koncepciji javnih finansija limitiran [Samuelson & Nopdhaus 2005, 709-720].

Monetama teorija javnog duga odbacuje klasičnu doktrinu i razvija savremeni koncept funkcija javnog zajma. Kao instrument finansijske politike, javni dug je poprimio sledeće funkcije: [Ristić & Jocić, 2006, 276-280]

1. Funkciju balansiranja javnih rashoda,
2. Funkciju ekonomske stabilizacije,
3. Funkciju privrednog razvoja.

1) Finansiranje budžetskih debalansa je najstarija funkcija javnog duga. Proces preliivanja sredstava stanovništva u državne fondove ima funkciju da apsorbuje jedan deo nacionalnog dohotka, koji je namenjen potrošnji za finansiranje određenih vidova javne potrošnje. Istovremeno, javni dug za pokrivanje tekućeg deficita omogućava transfer sredstava privrednih jedinica u korist favorizovane javne potrošnje. Orijentacija na emisiju obveznica za popunjavanje budžetskog manjka odslikava proces postepenog napuštanja dosadašnje prakse deficitarnog finansiranja primarnom emisijom. Samim tim se izdavanje i prenošenje hartija od vrednosti nameću kao instrument monetarnog regulisanja sa uticajem na tokove kreiranja i povlačenja novca.

2) Vremenom je javni dug postao instrument kontrole konjunktura u savremenim javno-finansijskim

politikama. Javni dug omogućava državi da osigura ekonomsku stabilnost poboljšavajući prometne tokove društvene reprodukcije likvidnom cirkulacijom. Operacije javnog duga u okviru politike otvorenog tržišta dozvoljavaju mogućnost za vođenje konjunktura i antikonjunktura politike, pri čemu emisija javnog duga, apsorbujući višak kupovnih snaga, ima deflacioni efekat, dok amortizacija javnog duga, kreirajući dodatni volumen kupovnih snaga, ima ekspanzivni efekat.

3) Javni dug je u funkciji ostvarivanja ciljeva i zadataka dugoročne ekonomske politike, tj. razvojne politike. U politici privrednog razvoja (globalni, strukturni, regionalni i sektorski), uključujući i ekonomsku infrastrukturu, javni dug je instrument mobilizacije akumulisanog kapitala, sredstvo orijentacije štednje prema prioritetnim investicionim programima, mehanizam prealokacije sredstava iz potrošnih punktova u akumulacione fondove, instrument redistribucije društvenog kvantuma akumulacije, instrument stvaranja dopunske akumulacije i društvenog upravljanja štednjom [Stakić & Jezdimirović, 2012, 32].

Emisija javnog duga, usmeravajući štednju prema javnoj blagajni, osigurava akumulisane resurse za investicije u infrastrukturu, za

kapitalno opremanje, za diverzifikaciju privredno-proizvodne strukture, za regionalnu harmonizaciju razvoja i za izgradnju novih i rekonstrukciju postojećih kapaciteta. Može se reći da je razvojna funkcija javnog duga iz navedenih razloga prioritetnija u odnosu na funkciju balansiranja budžetskih prihoda i rashoda i na stabilizacionu funkciju, pogotovo ako se uzme u obzir današnje stagflaciono okruženje savremenih ekonomija [Ristić, Tešić & Karavidić, 2006, 270-272].

4. Komponente javnog duga

Stanje jugoslovenske privrede, nakon ekonomskog sloma 2000. godine, karakterišu: obeshrabrujuća konstelacija realnih pokazatelja privrede, tragično izatkani splet finansijskih indikatora u svim bitnim područjima privrede, kao i institucionalni nered. Dubina ekonomskog ponora u kome se zatekla tadašnja SRJ, može se sagledati tek kada se osmotre finansijski indikatori [Madžar, 2001, 35]. Što se tiče finansijskih indikatora, SRJ je bila jedna od najzaduženijih zemalja u svetu. Najblaže rečeno, Republika Srbija nije puno napredovala u odnosu na "zatečeno" stanje finansija.

4.1. Spoljni dug Srbije

Stanje duga opšte države na dan 31.12.2016 g. iznosi 25.189.346.737

evra od čega javni dug centralnog nivoa vlasti Republike Srbije iznosi 24.821.798.352 evra i negarantovani dug jedinica lokalne vlasti 367.548.385 evra. Sadašnji spoljni dug Srbije je najvećim delom vezan za veliko spoljno zaduživanje tokom prve decenije 21. veka, kada je Srbija obilato uzimala strane kredite, a kamate na te kredite su ogromno narasle i ugrozile eksternu likvidnost. Za nekadašnju Jugoslaviju je 1979. godine zatvoreno međunarodno tržište kapitala, što je bio nagoveštaj ulaska u dužničku krizu.

Republika Srbija se, zbog nedostatka sredstava iz redovnih izvora zadužuje na inostranom tržištu. Na kraju marta 2011. godine ukupan spoljni dug Republike Srbije, izražen u evrima, iznosio je 12.7 milijardi evra, ili 43.5% procenjenog BDP⁴. Na kraju septembra 2012. godine, javni dug Republike Srbije je iznosio 15,9 milijardi evra, što je za 145,1 milion evra više nego na kraju juna. Gotovo podjednako su povećane direktne obaveze države (za 72,3 miliona evra) i obaveze države po osnovu garancija izdatih za zaduživanje javnih preduzeća i lokalnih vlasti (za 72,7 miliona evra).

I ako je javni dug u trećem tromesečju viši nego u predhodnom, njegovo učešće u BDP-u je smanjeno za 4,0 p.p., na 55,9%. U

toku trećeg tromesečja povećan je javni unutrašnji dug za 164,8 milion evra, dok je javni spoljni dug smanjen za 19,7 miliona evra.

U proteklih nekoliko godina tranzicije u domenu spoljnog duga Srbije je postignut značajan napredak u reprogramiranju starog spoljnog duga preduzeća, banaka i države, kao i u čvrstoj kontroli novog zaduživanja javnog sektora. Sa povratkom u Međunarodni monetarni fond i obnavljanjem članstva u ostalim relevantnim međunarodnim finansijskim insti-

tucijama (Svetska banka, Evropska banka za obnovu i razvoj, Evropska investiciona banka) prestrukturirani su stari dugovi Srbije prema ovim institucijama u iznosu od 2,5 milijardi USD. Uslovi za otplaćivanje starih spoljnih državnih dugova u narednom periodu su poboljšani zahvaljujući konsolidaciji dugova prema Svetskoj banci, Pariskom i Londonskom klubu poverilaca i MMF-u [Stakić & Jezdimirović, 2012, 67].

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%

Tabela 2: Srbija, srednjoročni scenario kretanja spoljnog duga, od 2008. do 2015. godine

	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

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.

Tabela 3: Stanje javnog duga na dan 30.04.2017. godine – Direktne obaveze [MFRS, 2005-2015]

Direktne obaveze	EUR	USD	RSD
I – Ukupan unutrašnji dug – direktne obaveze	8.731.715	9.487.011	1.075.495
II – Ukupan spoljni dug – direktne obaveze	13.402.460	14.561.777	1.650.796
Međunarodna banka za obnovu i razvoj	1.956.372	2.125.599	240.969
Međunarodna asocijacija za razvoj	370.174	402.194	45.595
Evropska investiciona banka	968.836	1.052.640	119.333
Evropska banka za obnovu i razvoj	78.431	85.215	9.660
Razvojna banka Saveta Evrope	69.001	74.969	8.499
Krediti stranih vlada	2.987.739	3.246.179	368.003
Evroobveznice Republike Srbije	4.832.028	5.250.000	595.166
Nemačka razvojna banka – KfW	90.272	98.080	11.119
Obaveze prema Pariskom i londonskom klubu poverilaca	1.436.824	1.561.110	176.975
Obaveze prema EU	123.400	134.074	15.199
Međunarodni monetarni fond	489.383	531.715	60.278
Krediti poslovnih banaka	0	0	0
Direktne obaveze ukupno (1+2)	22.134.176	24.048787	2.726.291

Tabela 4: Stanje javnog duga na dan 30.04.2017. godine – Indirektne obaveze [MFRS, 2005-2015]

Indirektne obaveze	EUR	USD	RSD
I – Ukupan unutrašnji dug – direktne obaveze	341.504	371.044	42.063
II – Ukupan spoljni dug – direktne obaveze	1.681.513	1.826.965	207.114
Evropska banka za obnovu i razvoj	525.295	570.733	64.701
Evropska investiciona banka	808.042	877.938	99.527
Nemačka razvojna banka – KfW	71.569	77.759	8.815
Obaveze prema EU	0	0	0
Eurofirma	48.121	52.284	5.927
Međunarodna asocijacija za razvoj	13.382	14.540	1.648
Japanska agencija za međunarodnu saradnju – JICA	4.317	4.691	532
Kreditni stranih vlada	36.125	39.250	4.450
Kreditni poslovnih banaka	174.661	189.769	21.531
Indirektne obaveze ukupno (1+2)	2.023.018	2.198.009	249.117

Tabela 5: Stanje javnog duga na dan 30.04.2017. godine – Negarantovani dug jedinica lokalne vlasti [MFRS, 2005-2015]

Indirektne obaveze	EUR	USD	RSD
I – Ukupno unutrašnji dug	341.504	371.044	42.063
II – Ukupno spoljni dug	1.681.513	1.826.965	207.114
Ukupno negarantovani dug jedinica lokalne vlasti	349.484	379.715	43.046

Ukupan javni dug centralnog nivoa vlasti (direktne + indirektne obaveze) iznosi:

1. 24.157.193 EUR,
2. 26.246.796 USD,
3. 2.975.468 RSD.

Ukupan javni dug opšteg nivoa države iznosi (direktne + indirektne + negarantovani dug jedinica lokalne vlasti) iznosi:

1. 24.506.678 EUR,
2. 26.626.511 USD,
3. 3.018.514 RSD.

Tabela 6: *Učešće javnog duga u bruto domaćem proizvodu Republike Srbije (centralni nivo vlasti) [MFRS, 2005-2015]*

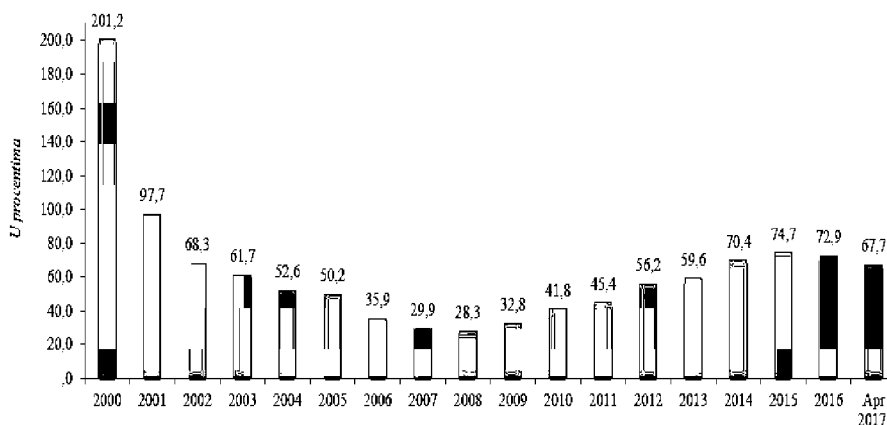


Tabela 7: Stanje duga Republike Srbije od 2000 do 2017. Godine [MFRS, 2005-2015]

A. Direktna obaveza

	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.2.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17
Unutrašnji dug	3.162	4.050	4.527	5.441	6.496	7.055	8.225	9.051	8.769	9.089
Spoljni dug	4.691	4.409	5.873	7.239	8.621	10.245	11.992	13.362	13.908	12.358
Ukupno direktna obaveza	7.853	8.459	10.444	12.679	15.117	17.299	20.217	22.413	22.677	21.447

B. Indirektna obaveza

Unutrašnji dug	0	135	340	536	723	857	687	608	382	209
Spoljni dug	929	1.257	1.372	1.574	1.878	1.985	1.858	1.790	1.763	1.554
Ukupno indirektna obaveza	929	1.392	1.712	2.110	2.600	2.842	2.545	2.397	2.144	1.763
Ukupno javni dug Republike Srbije	8.781	9.851	12.157	14.789	17.717	20.141	22.762	24.810	24.822	23.210

5. Aktuelni *stand-by* aranžman Republike Srbije sa MMF-a⁵

Odbor izvršnih direktora Međunarodnog monetarnog fonda, na sastanku održanom 23. februara 2015. godine, odobrio je Republici Srbiji *stand-by* aranžman u iznosu od 935,4 miliona specijalnih prava vučenja ili oko 1.168,5 miliona evra (200% kvote Republike Srbije u Međunarodnom monetarnom fondu), u trajanju od 36 meseci, kao podršku dogovorenom ekonomskom programu⁶. Aranžman je zaključen iz predostrožnosti, što znači da Srbija ne namerava da koristi sredstva, ali ostaje mogućnost da sredstva budu iskorišćena u slučaju platnobilansnih potreba zemlje. Glavni ciljevi dogovorenog ekonomskog programa odnose se na jačanje javnih finansija, sprovođenje plana strukturnih reformi i povećanje stabilnosti finansijskog sektora. Ostvarivanje ovih ciljeva treba da omogući rešavanje makroekonomskih neravnoteža, pre svega uspostavljanjem održivog nivoa javnog duga, odnosno njegovim smanjenjem počev od 2017. godine, jačanje finansijskog sektora i njegove uloge u podsticanju privrednog rasta, kao i unapređenje konkurentnosti privrede. Na taj način stvorice se osnova za održivi privredni rast. Radi postizanja ciljeva ekonomskog programa koji

je podržan ovim aranžmanom, sprovodiće se mere fiskalne konsolidacije, započete krajem 2014. godine, a koje se odnose na štednju u javnom sektoru i ograničenje državne pomoći državnim preduzećima. Predloženo je dalje sprovođenje monetarne politike u režimu inflacionog targetiranja, dok će njeno ublažavanje zavisiti od rezultata fiskalne konsolidacije.

Zaključeno je da je bankarski sektor likvidan i dobro kapitalizovan, ali da je rešavanje pitanja problematičnih kredita i dalje izazov. U tom smislu, sprovođenje strategije za smanjenje ovih kredita omogućiće uravnoteženje bilansa banaka i kvalitetnije finansijsko posredovanje. Nedavno usvojene reforme u pravcu rešavanja pitanja problematičnih banaka doprineće povećanju efikasnosti bankarskog sistema i smanjiće rizike na fiskalna kretanja⁷. Sprovođenje strukturnih reformi je neophodno radi obezbeđenja uslova za privredni rast. Ove reforme odnose se pre svega na rešavanje pitanja društvenih preduzeća u smislu znatnog smanjenja njihovog broja, unapređenje konkurentnosti privrede i unapređenje poslovnog okruženja koje će omogućiti otvaranje novih radnih mesta. Odobravanje aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda predstavlja pozitivan signal za potencijalne investitore u Srbiju,

kao i pokazatelj da Vlada i Narodna banka Srbije vode kredibilnu ekonomsku politiku.

6. Zaključak

Javni dug Republike Srbije danas je pod unutrašnjom kontrolom Vlade i spoljnjom kontrolom Međunarodnog monetarnog fonda kao najvećeg kreditora i finansijskog mentora.

U delovanju međunarodnih finansijskih organizacija ispoljavaju se nove tendencije kada su u pitanju finansijski aranžmani sa zemljama u tranziciji. U implementiranju i nadgledanju ekonomskih reformi zemalja u tranziciji, ključnu ulogu imaju MMF i Svetska banka, koji diktiraju "pravila ponašanja" privreda ovih zemalja, odnosno, sagledavaju napredak reformi u svakoj konkretnoj zemlji, konkretnom programu i konkretnom aranžmanu.

Uslovi pod kojima se sada dobijaju krediti MMF su nepovoljniji i uglavnom uz visoke kamatne stope. Mere trgovinske politike su među najatraktivnijim uslovima koje MMF postavlja pred gotovo sve zemlje koje su u tranziciji, pa čak i nezavisno od razloga koji su doveli do potrebe da se traži finansijska podrška Fonda. Saradnja sa MMF-om omogućava Srbiji da, u uslovima finansijske krize u svetu, dobije sredstva za otplatu međur-

narodnih obaveza i time održi konvertibilnost nacionalne valute. Imajući u vidu da u ovoj, kao i narednim godinama dospevaju sve veći anuiteti, već se najavljuje korišćenje još jednog kredita fonda.

Ukupne odnose Republike Srbije i MMF karakteriše konstantna politika uslovljavanja od strane Fonda i potpuno, nekad delimično a nekad i ne uspunjavanje postavljenih uslova od strane Republike Srbije

Fond je danas svakako toliko uticajan da se zamrzavanje aranžmana sa MMF-om može negativno odraziti na kreditni rejting Srbije, jer će međunarodne rejting agencije uzeti u obzir ovu promenu u aranžmanu. Bez obzira što Srbiji trenutno nije neophodan novac iz aranžmana dobro je držati MMF u trenutnim finansijskim okolnostima.

Reference:

- Beslač, M. (2010). *Fiskalna Ekonomija*, Beograd, PEP
- Bošnjak M. (2005). *Javni dug Republike Srbije - stanje i perspektive*, Beograd, Centar za liberalno-demokratske studije.
- Đukić, P. (2010). *Globalna i nacionalna ekonomska kriza - izazov za reformu i održivi rast ekonomije*, Beograd, Škola biznisa

- Kvrgić G. (2010). *Teorija i planiranje privrednog razvoja*, Beograd, PEP
- Madžar Lj. (2001), *Alternative ekonomske politike na pragu očekivane demokratizacije društva*, Sremski Karlovci, Izdavačka knjižarnica Zorana Stojanovića.
- Nikolić, A. (2008). *Evropske javne finansije i budžet Evropske unije*, Novi Sad, Privredna akademija
- Ristić Ž. & Jocić B. (2006). *Ekonomija javnog sektora*, Pančevo, TWINS
- Ristić Ž., Tešić Đ. & Karavidić S. (2006). *Menadžment javnog sektora*, Beograd, Liber.
- Samuelson P. & Nopdhaus W. (2005). *Economics*, Eighteenth Edition, Mc Graw Hill
- Stakić B. & Jezdimirović M. (2012), *Javne finansije*, Beograd, Univerzitet Singidunum.
- Tasić, S. (2013). *Svetska ekonomska kriza - dileme i rešenja*, Beograd, Službeni Glasnik
- Ministarstvo finansija Republike Srbije (MFRS). (2005-2015). *Zakon o javnom dugu*
- Ministarstvo finansija Republike Srbije (MFRS). (2017). *Stanje i struktura javnog duga*

¹ Ovo pravilo je kao sve ostalo u ovom primeru, prikazano u veoma uprošćenom obliku. U stvarnosti su pravila složenija, ne tretira se sav kapital jednako, nego ima različitih vrsta i nivoa, a pošto se Bazelski standardi reformišu, i procenti su prema novom skupu pravila povećani. Ali cilj ovde nije precizan prikaz Bazelskih pravila, već razumevanje načina njihovog funkcionisanja i potencijalne veze sa razvojem finansijske krize. [Tasić, 2013, 160]

² Prim. aut.: Memorandum o budžetu i fiskalnoj i ekonomskoj politici za 2007. godinu, sa projekcijama za 2008. i 2009. godinu, Vlada Republike Srbije, Ministarstvo finansija, 2006. godina,

³ Zakon o budžetskom sistemu (*"Sl. glasnik RS"*, br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014, 68/2015 - dr. zakon, 103/2015 i 99/2016).

⁴ Prim. aut.: Javni dug Republike Srbije iskazan prema metodologiji ministarstva finansija. Po ovoj metodologiji, spoljni javni dug ne obuhvata obaveze Narodne banke Srbije, neregulisane obaveze Republike Srbije uključujući klirinški dug kao ni deo duga lokalne samouprave i državnih agencija bez garancija države.

⁵ Prim. aut.: Odboren dana 23. februara 2015. godine,

⁶ Republika Srbija uspešno okončala trogodišnji standbaj aranžman sa MMF-om, *Press Release No.11/313*, posećeno dana: 20.06.2016. godine, https://nbs.rs/internet/latinica/40/40_1/index.html.

⁷ Republika Srbija uspešno okončala trogodišnji standbaj aranžman sa MMF-om, *Press Release No.11/313*, posećeno dana: 20.06.2016. godine, https://nbs.rs/internet/latinica/40/40_1/index.html.

INTERNATIONAL INDEBTEDNESS AND DEBT CRISIS IN THE REPUBLIC OF SERBIA

Jasmina Šmigić Miladinović¹

¹ Higher Economic Professional School from Pec, temporarily seated in
Leposavic

Abstract: Debts are primitive capital and therefore represent a deductible item in the accounts of national wealth and wealth of individual organizational or social entities. After the general consolidation of public finances, such as external and internal debt, it turned out that the wealth situation in certain segments of the society and in society as a whole is unfavorable. There is a high degree of interdependence between the budget and the macroeconomic aggregates. Through the budget, total public spending is linked to the economic policy of the state and the goals to be achieved in the distribution and redistribution of the product. Serbia has for years had a low level of public spending, which is a major problem for the state budget and macroeconomic trends. This phenomenon must respond to adequate solutions, which can again have negative consequences, for example, laying off workers in the public sector will reduce public spending, but increase the problem of unemployment. Exits should be sought through investments, starting production processes, developing small and medium enterprises, attracting foreign capital, etc. Therefore, the basis of the long-term strategy of Serbia's economic development should be sustainable economic growth, raising the competitiveness of the economy, building a knowledge-based society, balanced regional development and EU accession. Macroeconomic projections are based on the interrelated growth of GDP, investment, employment, productivity and determine the possibilities of increasing personal and government spending in conditions of price stability, fiscal balance, reduction of the current account deficit and proper servicing of external debt.

Key words: budget, economy, balance, external debt, finance