



AgEcon SEARCH
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

ПРЕГЛЕДНИ ЧЛАНЦИ

Др Данијела Деспотовић
Економски факултет Универзитета у Крагујевцу
Душан Цветановић
Алфа Универзитет у Београду
Мр Дејан Величковић
ЕД «ЈУГОИСТОК» Ниш

ОДРЖИВОСТ СПОЉНОГ ДУГА СРБИЈЕ

Апстракт

Расправе о спољном дугу, с обзиром на његову забрињавајућу висину у Србији, постају све израженије и изазивају све већа интересовања. У овом раду анализирају се питања везана за одрживост спољног дуга у Србији, при чему анализа има за циљ да оцени постојеће стање задужености, прикаже генезу спољног дуга и донесе квалитативне оцене о одрживости управљања спољним дугом.

Кључне речи: *спољни дуг, одрживо управљање, показатељи задужености, привредни раст.*

SUSTAINABILITY SERBIAN EXTERNAL DEBT

Abstract

There have been a significant number of debates concerning external debt, due to its alarming rise in Serbia, which have been of interest to the public. In this paper, we will analyze the issues related to external debt sustainability in Serbia; the analysis aiming at assessing the current state of affairs regarding indebtedness, providing the origins of external debt as well as making a qualitative assessment of external debt management sustainability.

Key words: *external debt, sustainable management, debt indicators, economic growth.*

Комплексни карактер категорије спољног дуга

Јавни дуг (*интерног и екстерног типа*) је средство којем све чешће прибегавају не само развијене него и неразвијене земље и не само у изузетним околностима (инфлација, незапосленост, буџетски дефицит) већ све више редовно као нешто сасвим нормално и неопходно у савременим условима. Јавни дугови су последица потреба за *додатним финансијским средствима, временске дисонанце у динамици прихода и расхода, ранијег неекономског задуживања, повећаног капиталног улагања у јавни сектор и јавне службе, побољшања перформанси спољнотрговинског и платног биланса, улагања у неатрактивне секторе националне привреде (инфра-*

структура) итд. У многим земљама, када се исцрпи могућност задуживања у земљи,¹ држава се окреће задуживању у иностранству па питања везана за спољни дуг треба повезати с питањем укупног јавног дуга јер држава задужујући се на домаћем финансијском тржишту, посредно генерише инострано задуживање домаћих банака.

Раст спољног задуживања није специфичност само српске економије. Многе земље у транзицији прибегавају спољном задуживању, првенствено из економских разлога (*низак ниво националног дохотка по становнику, ниска и недовољна акумулација, ниска продуктивност рада, неизграђени капацитети, потреба убрзаног привредног раста*) и финансијских мотива финансирања јавне потрошње и јавног сектора у целини.

Прибегавање спољном задуживању није фундаментални предуслов бржем привредном расту. Економска литература сугерише да постоји могућност да се логички успостави веза позитивног смера између величине спољног дуга и привредног раста. С друге стране, емпиријска истраживања показују ако спољни дуг пређе критичну границу, тада врши притисак на приватне инвестиције, снижава конкурентну способност привреде, економија постаје изузетно осетљива на шокове нестабилности финансијских тржишта и земља улази у раздобље слабљења динамике привредног раста.²

Како одлучити који је то оптимум задуживања? У ту сврху, не постоји једноставна формула. "Одлука о задуживању треба да се базира на конкретној стручној анализи нивоа искоришћених кредита, закључених а неискоришћених дугова, структуре доспелости ануитета и тока плаћања доспелих зајмова, с једне стране, и на поузданој анализи економског потенцијала привреде, очекиваног раста домаћег производа, извоза, увоза, инфлације, девизног курса, акумулативне способности и нивоа девизних резерви, с друге стране".³

Познато је да различите националне економије различито подносе терет задуживања.⁴ Неке економије доживљавају кризу већ код малог учешћа јавног и спољног дуга у бруто домаћем производу (БДП-у). Друге економије добро функционишу и када је *нпр.* учешће јавног дуга изнад БДП-а. Није једноставно говорити о

¹ Осим недостатка дугорочних извора финансирања у земљи, разлог спољног задуживања може да буде и остварење нижих каматни стопа. Видети: **Soludo, C. C., Debt, Poverty and Inequality**, in *Okonjo-Iweala, Soludo and Muhtar, (Eds.), The Debt Trap In Nigeria, Africa World Press NJ, 2003, pp. 23-74*; *Шире о разлозима спољног задуживања видети: Рустућ, Ж., Комазец, С., Дефицитарно финансирање, АБЦ ГЛАС, Београд, 1993., стр. 279-297*;

² О основним премисама да се избегну опасности дужничке кризе као и високим трошковима повезаним са јавним и спољним дугом шире видети: **Aart Kraay, Vikram Nehru: When Is External Debt Sustainable?, The World Bank October 2003**

³ **Рустућ, Ж., Комазец, С., Дефицитарно финансирање, АБЦ ГЛАС, Београд, 1993., стр. 292.**

⁴ Видети: **Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, Growth in a time of debt, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, January 2010**; Аутори изучавају привредни раст и инфлацију при различитим нивоима јавног и спољног дуга. Вршили су детаљна истраживања на примеру 44 земаља у раздобљу од око 200 година. Сет података обухвата преко 3.700 годишњих запажања која покривају широк спектар: од политичког система, институција, девизног курса па све до историјских околности. Сумарно, њихова анализа индиковала је одређене закључке. За потребе наше анализе индикативан је следећи: Земље у развоју имају нижи праг рањивости за индикатор спољни дуг (јавни и приватни) / БДП. Када спољни дуг достигне ниво од 60% БДП-а годишња стопа привредног раста опада за око 2%, а за нивое изнад 60% стопе привредног раста се драстично смањују.

апсолутним границама задуживања, али се зна да су оне достигнуте када су угрожени циљеви фискалне политике. Математички речено, оптимум задуживања није достигнут све док јавни расходи који се финансирају задуживањем:

- *Повећавају степен коришћења производног капацитета,*
- *Повећавају или подижу квалитет производног капацитета економије.*

Поменути критеријуми тешко се могу операционализовати као препоруке за мудро задуживање. У суштини, сматра се да је ново задужење оправдано уколико је оно конзистентно са осталим макроекономским циљевима (*равнотежа на текућем рачуну платног биланса, раст приватних инвестиција, контрола инфлације, одржавање спољне кредибилности*).

Ако се пође од идентитета према коме све инвестиције у економији морају бити једнаке укупној штедњи, ново задуживање јавног сектора се уравнотежава штедњом осталих сектора привреде или спољним дефицитом (*дефицитом на текућем рачуну платног биланса*). Према томе, ново задуживање зависи од нивоа приватне штедње, од жељеног дефицита на текућем рачуну платног биланса и од жељеног нивоа приватних инвестиција.

Фундаментална зависност између *домаћег* (реалног и јавног) и *спољног* сектора може да се покаже ако се пође од основног макроекономског идентитета:

$$Y = C + I + G + X = C + S + T + U \quad (1)$$

Одатле следи да је:

$$(G - T) = (S - I) + (U - X) \quad (2)$$

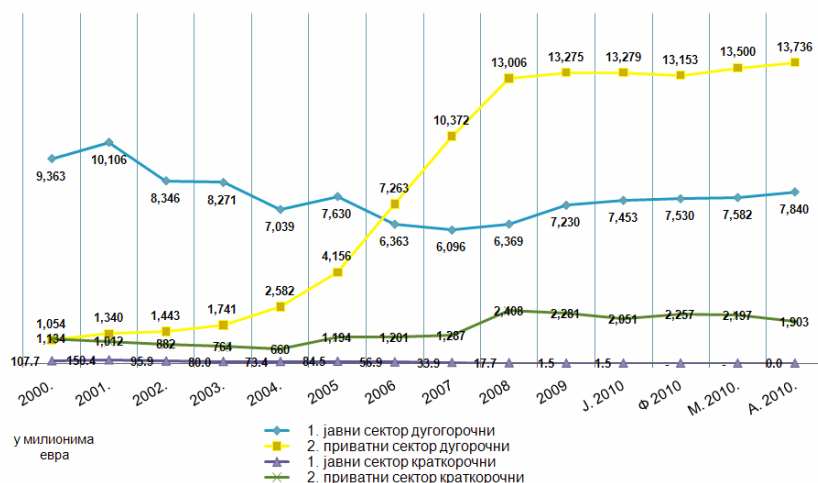
Израз у загради на левој страни је *фискални дефицит / суфицит*, односно разлика између јавних инвестиција и јавне штедње, а други израз у загради на десној страни једначине је *дефицит / суфицит на текућем рачуну платног биланса*. Формула је значајна ако се јавни дуг разложи преко компонената на *спољни* и *унутрашњи*, имајући у виду да се транзиционе земље врло често ослањају на спољне изворе за финансирање јавног дуга. Како се спољни дуг може, поједностављено речено, сервисирати само извозом,⁵ као најчешћи показатељ нивоа одрживости спољног дуга користи се *однос спољног дуга и извоза*.

1. Генеза спољне задужености Србије

Анализа спољне задужености Републике Србије у периоду од 2001. године до сада, показује да су се у области задуживања у иностранству испољиле негативне тенденције које се огледају пре свега у великом повећању апсолутног износа спољног дуга и у повећању степена задужености земље. То значи да би у наредном периоду земља могла да западне у озбиљну дужничку кризу, која би у садејству са ефектима светске финансијске кризе могла имати изузетно негативне ефекте на привреду Србије.

⁵ *Одговарајућим индустријским политикама треба повећати конкурентност домаћег реалног сектора и на тај начин осигурати извозне приходе како би се генерисала довољна средства за сервисирање отплата дуга.*

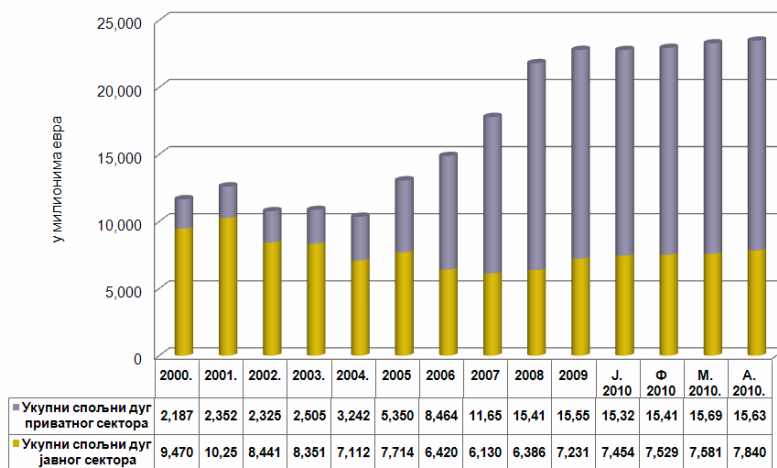
Графикон 1: Кретање спољног дуга по компонентама 2000.- 2010. год.



Извор: НБС; www.nbs.rs

Кретање укупног спољног дуга Републике Србије у посматраном периоду од 2001. до 2010. године, видљиво је из Графикона 1 и 2.

Графикон 2: Кретање спољног дугу Србије у периоду 2000 - априла 2010.



Извор: Подаци за обрачун преузети са сајта Народне банке Србије.

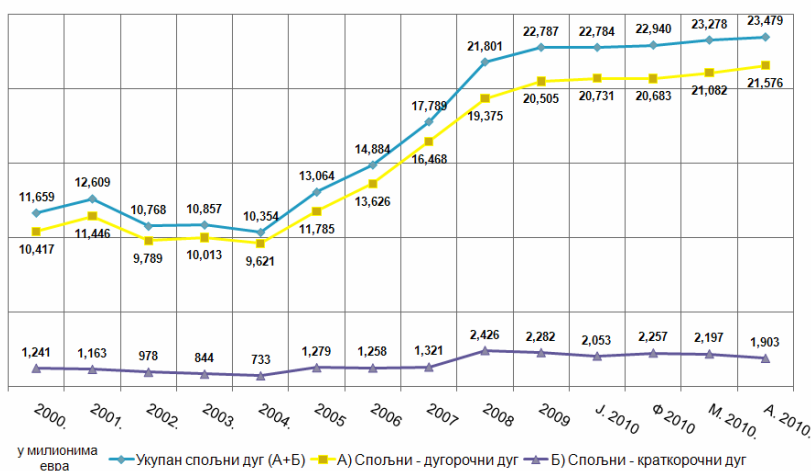
Спољни дуг Србије има тенденцију раста и на крају првог тромесечја 2010. године према подацима Народне банке Србије износио је 23,3 милијарде евра. Учешће

спољног дуга у БДП је достигао 76,2 %. Илустрације ради, крајем 1990. године, спољни дуг тадашње СРЈ износио је једну трећину БДП-а.⁶

2. Показатељи рочне структуре спољног дуга

Структура спољног дуга по рочности⁷ може се сматрати повољном када се има у виду да дугорочни дуг у укупном спољном дугу учествује са 91.9%.⁸ Краткорочна структура дуга подразумева да фискалне власти треба врло брзо да обнављају свој дуг, што уз раст каматних стопа може довести до наглог пораста издатака за камате.

Графикон 3: Краткорочни и дугорочни спољни дуг Србије у милионима евра



Извор: Подаци за обрачун преузети са сајта Народне банке Србије.

Приметно је да се структура и даље благо побољшава. Краткорочни дуг у укупном спољном дугу, опада од 10% 2009. године на 8.1% априла 2010. године.

⁶ У 1990. години спољни дуг Србије је износио 6,4 милијарде долара, док је бруто домаћи производ износио око 20 милијарди долара, а извоз робе и услуга преко 7 милијарди долара. По критеријуму Светске банке Србија је по основу квантитативног односа спољног дуга и БДП-а и по основу односа дуга и извоза робе и услуга била ниско задужена земља, коментар: Слободан Радуловић, видети: <http://bokisingl.wordpress.com/2010/06/08/kako-vlada-gura-srbiju-u-duznicko-ropstvo-drugi-deo/>

⁷ Краткорочни дуг укључује дуг с роком доспећа до годину дана, а преко тог периода дуг се сврстава у дугорочни.

⁸ Подаци за април 2010.

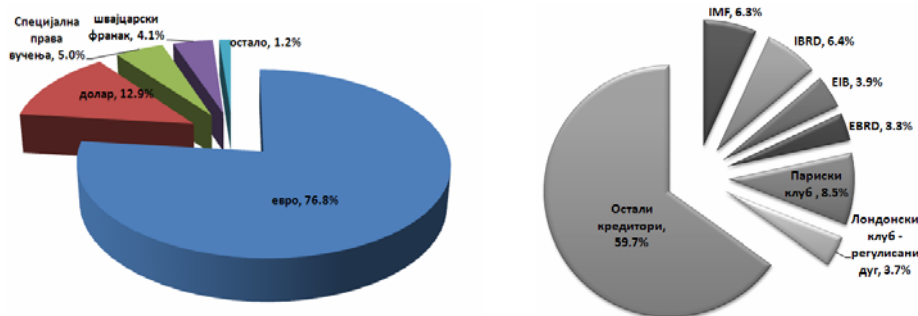
3. Показатељи валутне структуре спољног дуга и према кредиторима

Слика 1: Удео спољног дуга / у укупном јавном дугу



Спољни дуг чини 58.8% укупног јавног дуга. Висок удео спољног дуга знатно повећава фискалну осетљивост јер што је више јавних обавеза деноминирано у страниој валути, већи је ризик одрживости дуга у случају депресијације домаће валуте.

Слика 2: Валутна структура спољног дуга / и према кредиторима



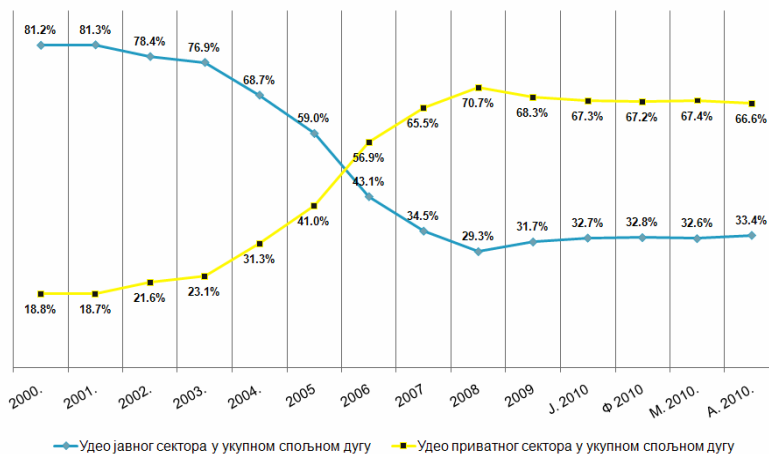
Извор: НБС, мај 2010.

4. Показатељи секторске структуре спољног дуга

На графикону 4. је видљиво да се ситуација у секторској структури спољног дуга мењала и од 2006. године уочава се знатна превага приватног сектора. Уочљиво је да последњих година, посебно од 2006. године, спољни дуг расте услед наглог пораста задуживања предузећа и банака⁹.

⁹ Мали удео јавног сектора у односу на приватни указује на својеврсно снажење приватног сектора.

Графикон 4. Удео јавног и приватног сектора у % укупног спољног дуга Србије*



Извор: Подаци за обрачун преузети са сајта Народне банке Србије.

* Спољни дуг јавног сектора обухвата дуг државе и локалних самоуправа, као и државно-гарантовани дуг.

Спољни дуг приватног сектора обухвата дуг привреде за који није издата државна гаранција.

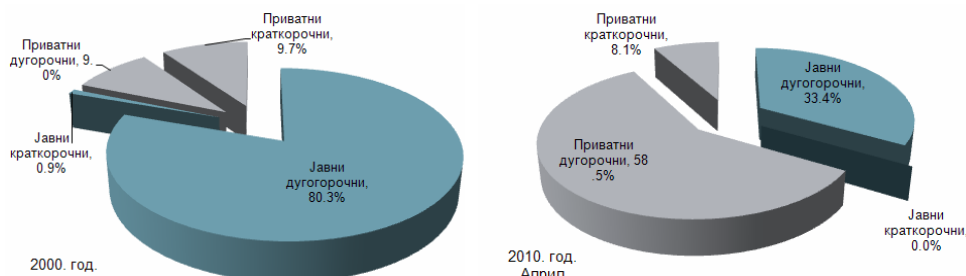
По питању динамичког раста спољног дуга предузећа и банака, често се наводи званично мишљење које је разумљиво „службено оптимистично“ и истиче се да пораст спољног дуга не треба да забрињава, да држава није презадужена у контексту посматрања само дуга државе и само дуга предузећа. Међутим, са становишта привредне политике националне економије, разлика између јавног и приватног спољног дуга је небитна, јер девизе (преко извоза роба и услуга)¹⁰ за сервисирање спољног дуга морају да обезбеде сва предузећа¹¹ на територији Србије.

Занимљиво је илустративно представити промену секторске структуре 2010. у односу на 2001. годину (слика 3.).

¹⁰ Треба водити рачуна да ли се неко предузеће задужује како би започело производњу намењену извозу, јер би то значило да ће дуг после извоза робе моћи да се врати.

¹¹ Сва та предузећа су правни субјекти Србије.

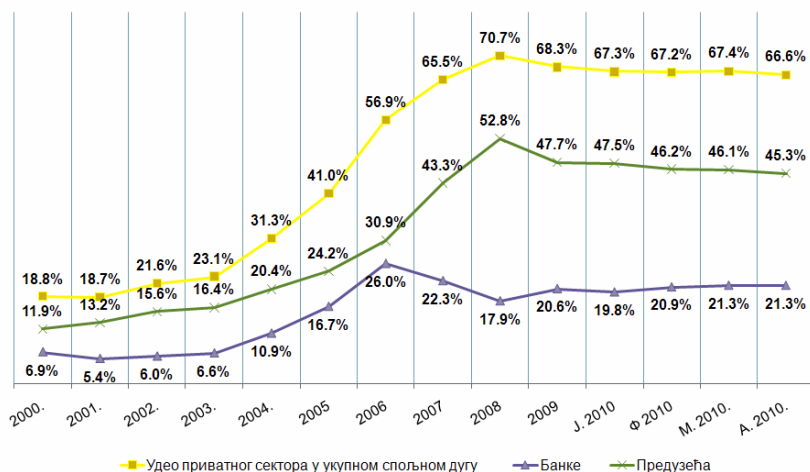
Слика 3: Секторска структура спољног дуга Републике Србије - промена



Извор: НБС; www.nbs.rs

У контексту анализе учешћа приватног сектора у укупном спољном дугу приметна је већа задуженост предузећа.¹²

Графикон 5: Удео предузећа и банака у спољном дугу приватног сектора



Извор: Народна банка Србије.

Упркос позитивном утицају спољног задуживања на привредни раст, ојачао је сектор предузећа који је окренут домаћем тржишту и који није конкурентан на међународном тржишту. Одговарајућим индустријским политикама треба повећати конкурентност домаћег реалног сектора и на тај начин осигурати извозне приходе како би се генерисала довољна средства за сервисирање отплата дуга.

¹² У Грчкој је основни проблем раст приватног дуга. Слична је ситуација и у Србији, само на нижем нивоу, где је присутна висока задуженост предузећа, а много мање домаћинства. Видети: Владимир Глигоров, Прети нам криза због спољног дуга, Извор: Данас, 19. 04. 2010. http://www.b92.net/biz/vesti/srbija.php?yyyy=2010&mm=04&dd=19&nav_id=425338

5. Агрегатни показатељи одрживости спољног дуга

Одрживост спољног дана се дефинише као способност Србије да уз економски прихватљив салдо прихода и расхода дугорочно сервисира своје финансијске обавезе према домаћим и страним повериоцима. Дуг постаје неодржив ако почне да расте брже него способност државе да га сервисира, односно земља постаје *рањива* у смислу немогућности подмирења обавеза. Поставља се питање где су критичне границе задуживања?

Тешко је дати прецизан одговор будући да критична граница или тачан праг рањивости у основи зависе од читавог низа економских и неекономских варијабли (каматних стопа, девизног курса, пореских прихода), од којих зависи кретање неподмирених обавеза и способност враћања дуга. Прецизније речено, одрживост дуга зависи од тржишних очекивања о кретању тих варијабли¹³. Није иста критична граница задуживања за све привреде или за сва раздобља за исту привреду.

Поставља се питање *да ли је степен спољне задужености Србије достигао границу преко које би било ризично прећи?* Тај проблем има два аспекта. Он се наине може посматрати са становишта ликвидности земље у међународним плаћањима где је упутно посматрати *удео рате сервисирања дуга у годишњем извозу* и са аспекта њене солвентности тј. дугорочне способности да својим обавезама одговори на основу свог БДП-а и извоза.

У том контексту, основни агрегатни показатељи одрживости спољног дуга су:

- *Однос спољног дуга и бруто домаћег производа.*
- *Однос спољног дуга и извоза робе и услуга и*
- *Рата дуга и извоз робе и услуга*

Табела 1: Критеријуми за оцену степена задужености

Критеријум задужености	Степен задужености		
	Врло високо задужене земље	Умерено задужене земље	Мање задужене земље
<i>Удео спољног дуга у БДП-у</i>	$X > 80\%$	$80\% \geq X > 48\%$	$X \leq 48\%$
<i>Удео спољног дуга у извозу роба и услуга</i>	$Y > 220\%$	$220\% \geq Y > 132\%$	$Y \leq 132\%$

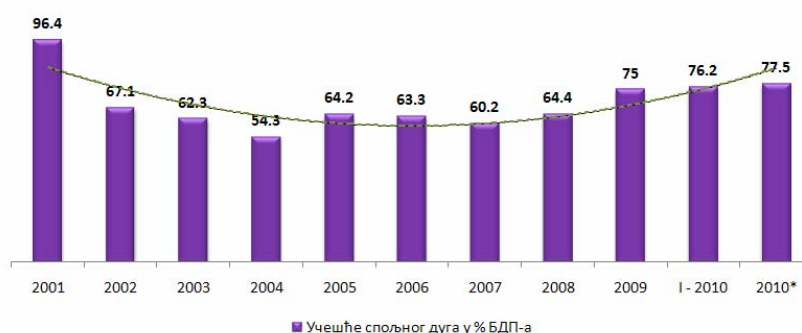
За мерење укупног спољног дуга и БДП - а обично се користе критичне вредности које утврђује Светска банка у својој редовној публикацији *Global Development Finance* (Табела 1).

¹³ Није једноставно утврдити да ли је одређени ниво дуга одржив с обзиром на роблем нестабилности тржишних очекивања који је јако изражен у Србији. Наглим и великим променама тржишних очекивања у пракси, изложене су и привредно развијене земље. У земљама попут Србије проблем је још израженији, будући да су макроекономска кретања нестабилнија а финансијска тржишта неразвијена.

5.1. Однос спољног дуга и бруто домаћег производа

Према критеријумима Светске банке земља је високо задужена ако спољни дуг надмашује 80% БДП-а. Поменути индикатор се драстично погоршава и указује да Србија слаби своју позицију током последњих година.

Графикон б: Однос спољног дуга и БДП-а



Извор: Подаци за обрачун преузети са сајта Народне банке Србије, за 2010. процена ММФ-а.

Користећи поменути показатељ, Србија не спада у високо задужене земље, налази се скоро на граници између умерено и високо задужених земаља, али још увек на прилично „сигурном“ нивоу. Процена ММФ-а¹⁴ је да ће ниво спољног задужења Србије према БДП у 2010. години достићи максимум и да ће износити 77,5 % БДП-а. У извештају се наводи да ће ниво спољног задужења Србије према БДП-у почети да се смањује од 2011. године под претпоставком да се стабилизује дефицит текућег плаћања и настави постепени привредни раст. Штавише, предвиђа се смањење спољног дуга у 2015. години на 66,3 % ВДР-а, што је само маргинално изнад преткризног нивоа задужења Србије у 2008. години.¹⁵

5.2. Однос спољног дуга и извоза робе и услуга

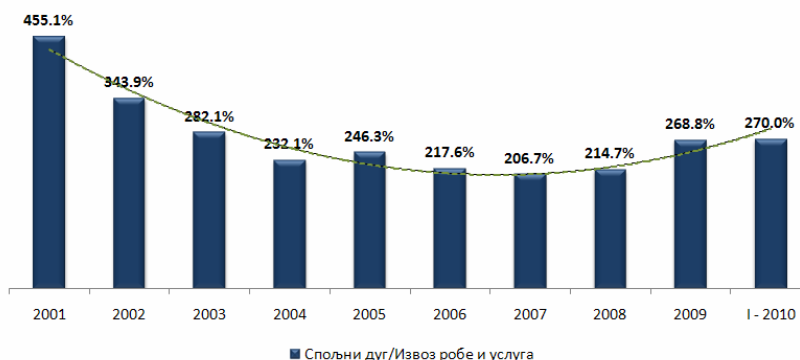
Други показатељ је однос спољног дуга и извоза робе и услуге. Овај критеријум се користи као параметар задужености јер је извоз једини извор девиза којим се могу отплатити кредити.¹⁶

¹⁴ Извештај је објављен на сајту www.imf.org

¹⁵ <http://www.dw-world.de/dw/article/0,,5791905,00.html>

¹⁶ Осим извоза, извор девиза су и дознаке из иностранства, али њихов прилив нема директне везе са снагом привреде.

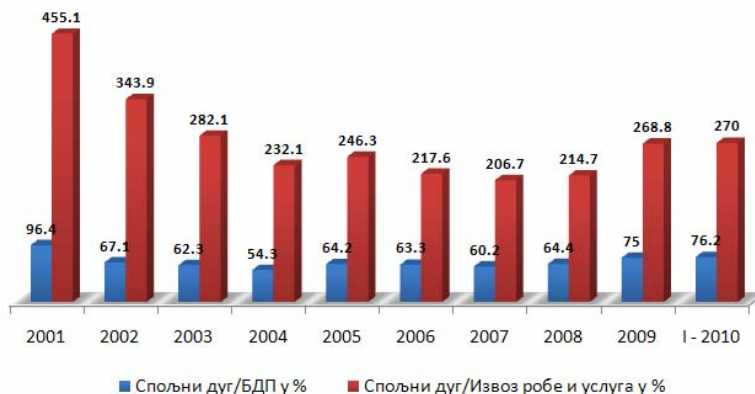
Графикон 7: Однос спољног дуга и извоза робе и услуга



Извор: Подаци преузети са сајта Народне банке Србије

Однос спољног дуга и извоза је 2008-е године, био близу критичне тачке задужености. На слици се уочава да је 2009 тај однос знатно преко 220% што Србију сврстава у ред *високо задужених земаља*. Даље погоршање индикатора Y значи и погоршање одрживости дуга, а у том случају спољни дуг постаје ограничавајући фактор привредног раста и развоја.

Графикон 8: Задуженост Србије према критеријумима Светске банке (од 2001.-2010.)



Извор: Према подацима из Меморандума за 2009.

Применом критеријума Светске банке, Србија спада у високо задужене земље. Укупна спољна задуженост Србије не прелази критичну границу од 80% БДП, али је мали капацитет враћања дуга из текућег девизног прилива. Дуг је преко два и по пута већи од годишњег извоза (270%), док у мање задуженим земљама дуг се у основи може отплатити једногодишњим извозним приходима. У том смислу, да би се у Србији задовољио други критеријум за умерено задужене земље, треба да се повећа капацитет

враћања дуга из текућег девизног прилива а то значи убрзани раст извоза (25-30% годишње). Тиме би се стекао бољи кредитни рејтинг на међународном финансијском тржишту.

5.3. Рата дуга и извоз роба и услуга

Трећи критеријум који се узима у обзир приликом оцене да ли нека земља има статус високо задужене земље је *удео рате сервисирања дуга у годишњем извозу*. Према критеријумима Светске банке критична тачка иза које се налази висока задуженост је однос између рате и укупног извоза на граници од 25%. У Србији је тај однос током 2007. године достигао ниво од 33,4%, а 2008. од 34,5%. Треба скренути пажњу и на то да се због наглог раста спољног дуга, овај релативни однос погоршава и процене су да ће у 2010. години бити 40%.¹⁷ Уколико се тенденција погоршања овог показатеља настави, намеће се сам по себи *алармни сигнал* проблема екстерне ликвидности.

Уместо закључка

Сумирајући овај кратак преглед трендова најважнијих показатеља, не може се избећи утиску да је кретање спољне задужености у Србији *неодрживо*. Такво веровање потврђују и друге чињенице: инфлација на високом нивоу, пораст фискалног дефицита посебно у области текућих расхода (*услед раста плата изнад раста продуктивности*), константан дефицит на текућем рачуну и то у дужем временском периоду, смањење могућности за ново задуживање државе у условима глобалне финансијске и привредне кризе. Штавише, *за процену одрживости неког дуга, на и спољног, много је важније да ли константно расте, а у Србији је управо то случај*.¹⁸

Разумљиво, тешкоће треба савладати и излаз из ове, прилично незавидне ситуације пронаћи. *Основно питање које овде треба поставити је* колико прилив иностраног капитала помаже привредном развоју и колико су средства економски ефикасно употребљена. Њима, заправо, треба: а) *убрзати привредни раст* и б) *подстаћи структурне трансформације у привреди*.

*Први моменат*¹⁹ практично значи такво активирање српске привреде и убрзање стопе привредног раста, да се на тај начин допринеси ослобађању земље од даљег спољног задуживања, односно, да се на тај начин домаћа акумулација учини једним довољним ослоном развоја. И не само то. Убрзавање привредног раста мора бити таквих размера да омогући и безболно враћање иностраних средстава.

Други моменат значи настојање националне економије да се на економски виталан начин интегрише у светску привреду. На дужи рок посматрано, требало би радити на промени структуре производње, с акцентом на индустријски сектор и извоз. Од непроцењиве важности је јачати извозни сектор, јер само тако могу да се обезбедите средства за враћање дугова и камате.

¹⁷ У 2010. годину Србија је ушла са доспелим а неизмиреним обавезама сервисирања спољног дуга од око 2,3 милијарди евра, што значи да се дуг увећава а самим тим и сума анuitета коју би требало обезбедити за сервисирање обавеза

¹⁸ Према мишљењу Владимира Глигорова, аналитичара Бечког института за међународна економска истраживања. Видети: http://www.b92.net/biz/vesti/srbija.php?yyyy=2010&mm=04&dd=19&nav_id=425338

¹⁹ Марсенић В. Д, Економика Југославије, Београд, 1999, стр. 113.

Надаље, препознаје се потреба усмерења комплетне економске политике, дакле не само политике курса већ и фискалне политике, ка том циљу. То, такође, значи да би у дужем временском периоду требало бележити слаб раст потрошње. Дакле, с једне стране је курс који подржава конкурентност привреде, а с друге контролисани раст потрошње праћен повећањем извоза.

Коначно, многе неизвесности вребају и даље и упутно је што свеобухватније проценити ризике везане за одрживост дуга, укључујући различите сценарије који проишле из неповољних околности. Управо због тога је *опрезност* разумна стратегија. Уколико се покаже потреба за спољним задуживањем, носиоци економске политике треба да просуде може ли привреда у дугом року да поднесе терет отплате дуга.

Литература

1. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, *Growth in a time of debt*, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, January 2010.
2. Краау А, Nehru V., *When Is External Debt Sustainable?*, The World Bank October 2003.
3. Soludo, C. C., *Debt, Poverty and Inequality*, Africa World Press NJ, 2003.
4. www.imf.org
5. www.nbs.rs
6. Марсенић В. Драгутин, *Економика Југославије*, Београд, 1999.
7. Народна банка Србије, *Анализа дуга Републике Србије*, Београд, мај 2010.
8. Ристић Ж, Комазец С., *Дефицитарно финансирање*, АБЦ ГЛАС, Београд, 1993.
9. Цветановић, С. *Теорија привредног развоја*, Економски факултет, Ниш, 2002.