

# Postojeće stanje u Srbiji i preduslovi dugoročnog izlaska iz krize

Dr Dobrosav Milovanović, Pravni fakultet i  
Ekonomski institut u Beogradu

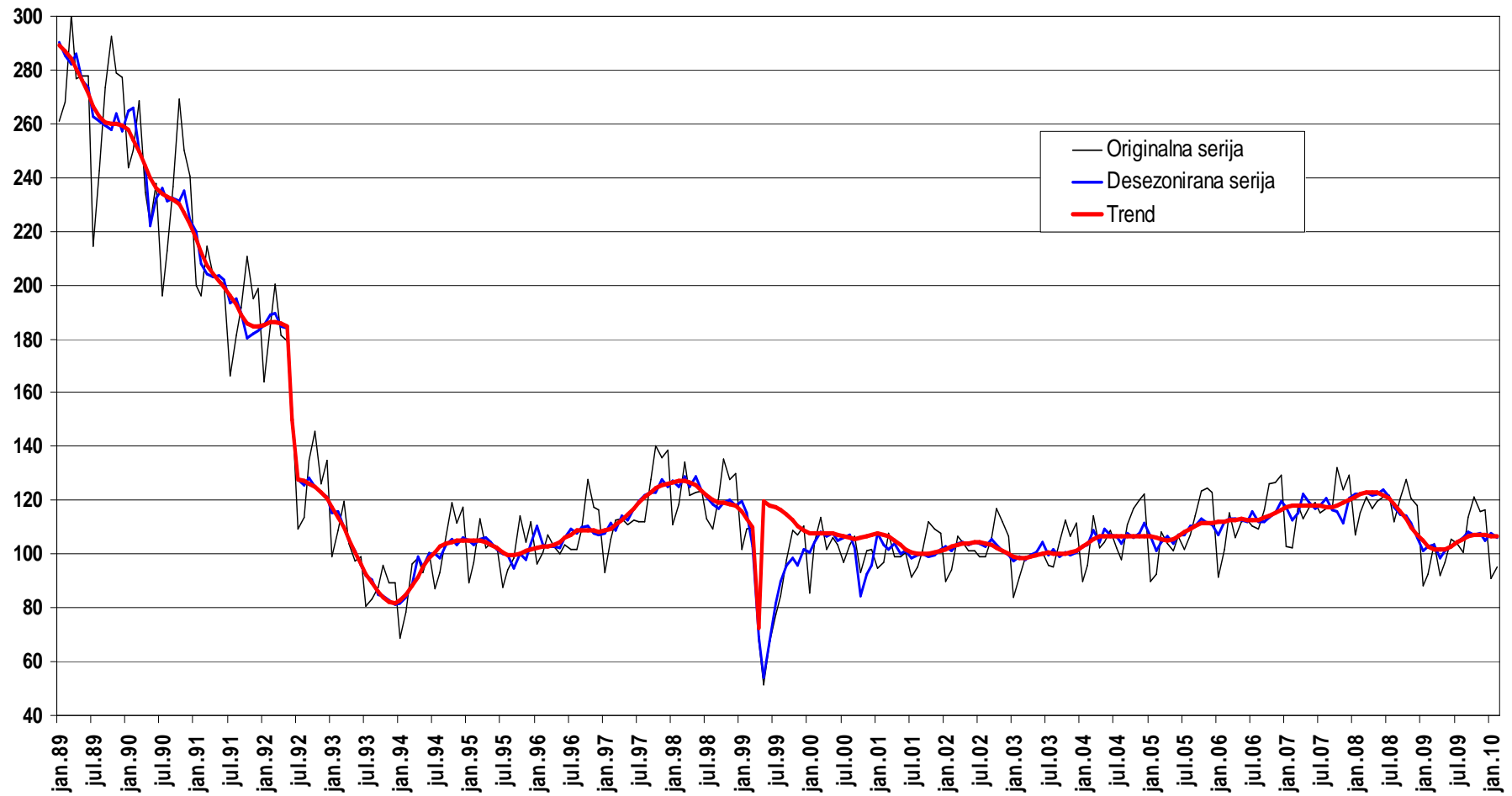
13. znanstveno-stručna konferencija *Hrvatsko  
novčano tržište*

Panel *Globalni okvir i regionalna perspektiva: kako  
dalje?*

Opatija, 13. travnja 2010.

# INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA SRBIJE 1989-2010.

prosek 2003=100



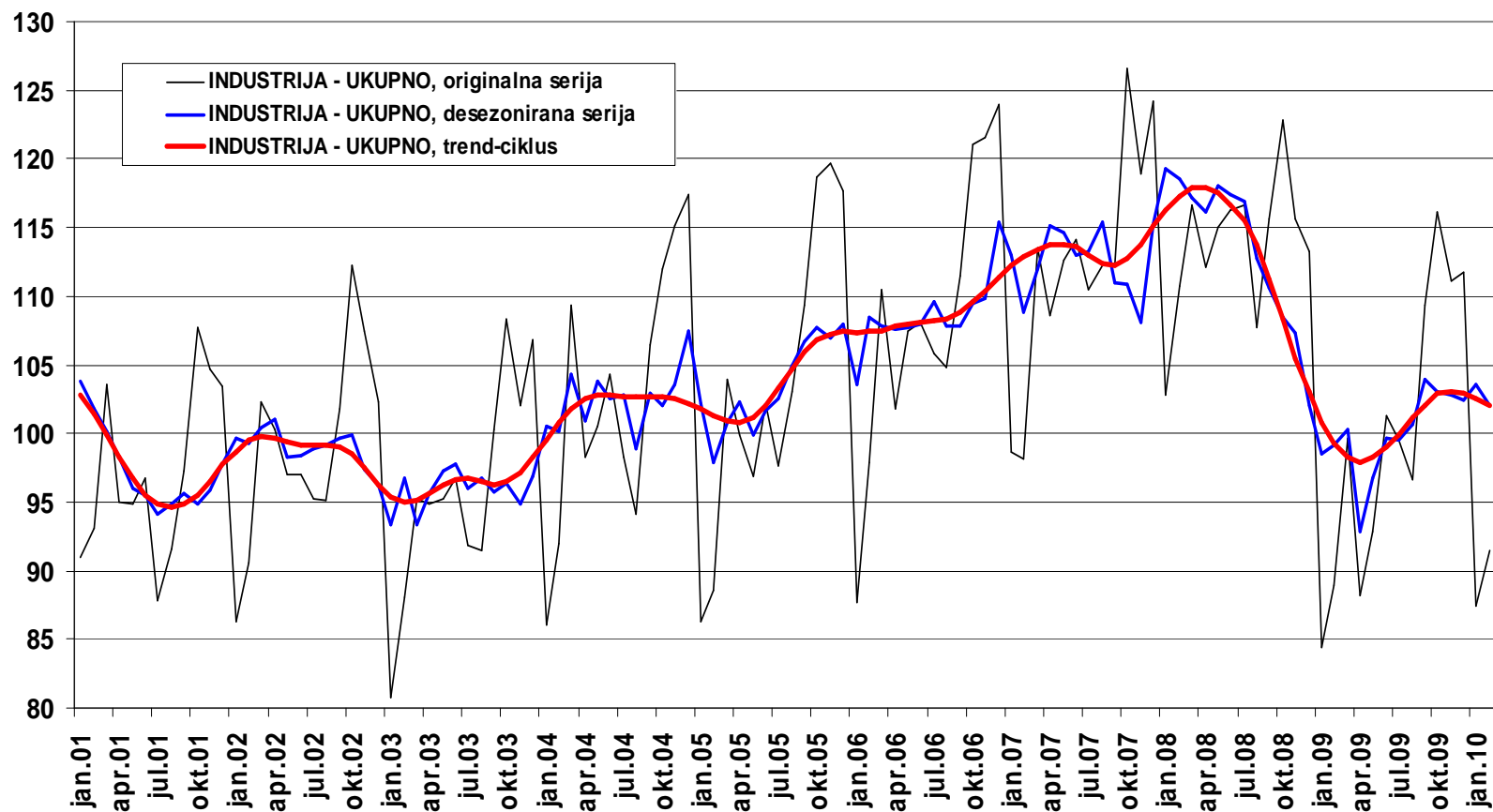
## REZIME:

*Statistički podaci nisu ohrabrujući u pogledu rasta proizvodnje i dinamike privredne aktivnosti. Nakon stagnacije iz prethodna četiri meseca, rezultat industrijske proizvodnje u februaru je slabiji nego u januaru. Rezultate su poboljšale samo neke industrijske oblasti usmerene na izvoz, koji je u porastu. Vrednost uvoza je i u februaru bila manja nego u istom mesecu prošle godine, ali se taj međugodišnji pad smanjuje, sa velikom verovatnoćom da će u martu i uvoz zabeležiti međugodišnji porast. Još uvek nema nagoveštaja rasta investicija, a u dinamici zarada postoje nagoveštaji usporavanja pada potrošnje.*

# Na području *ponude* nema tekućeg rasta *industrijske proizvodnje*

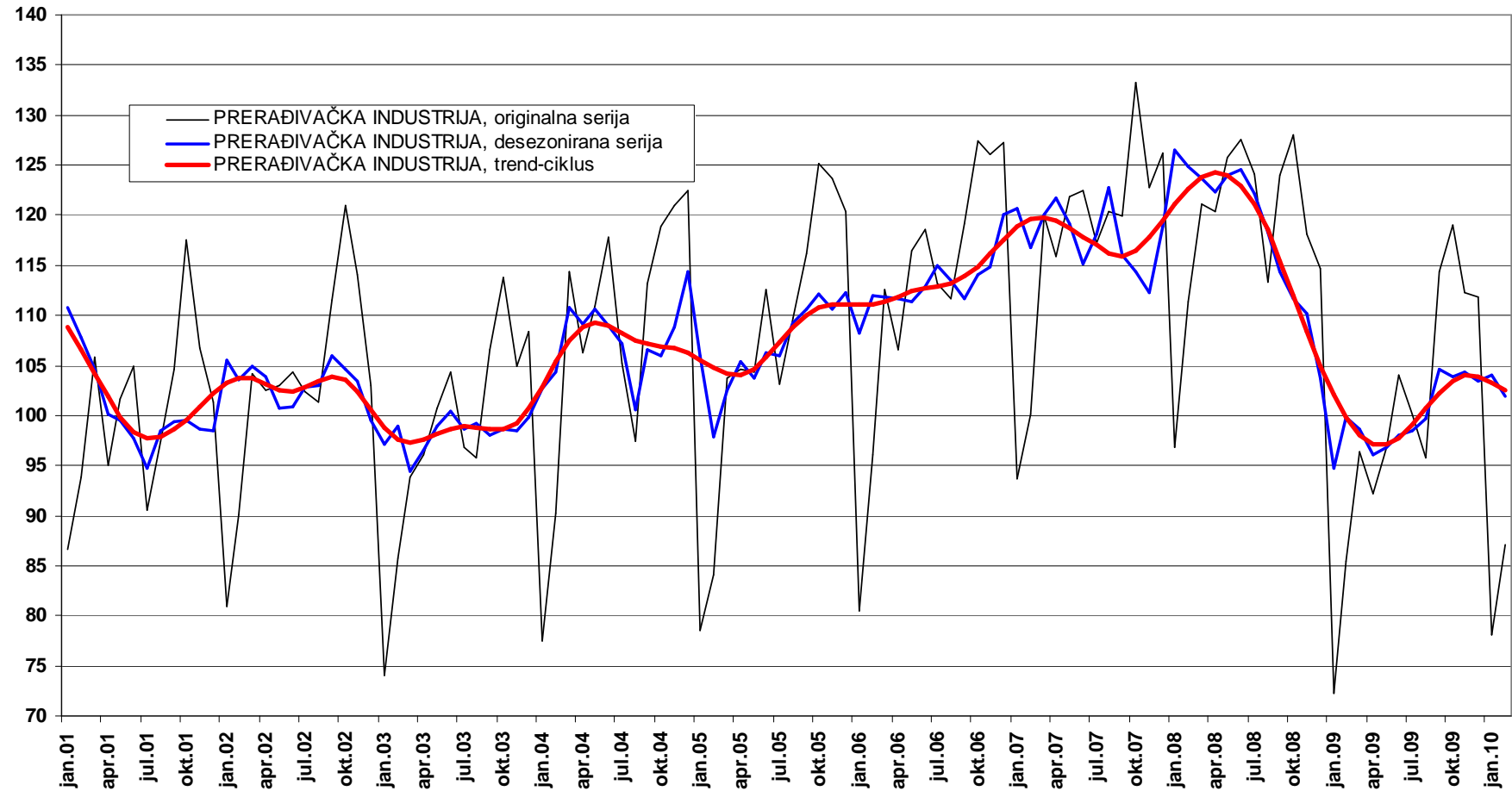
## INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA 2001 - 2010.

indeksi, Ø 2009 = 100



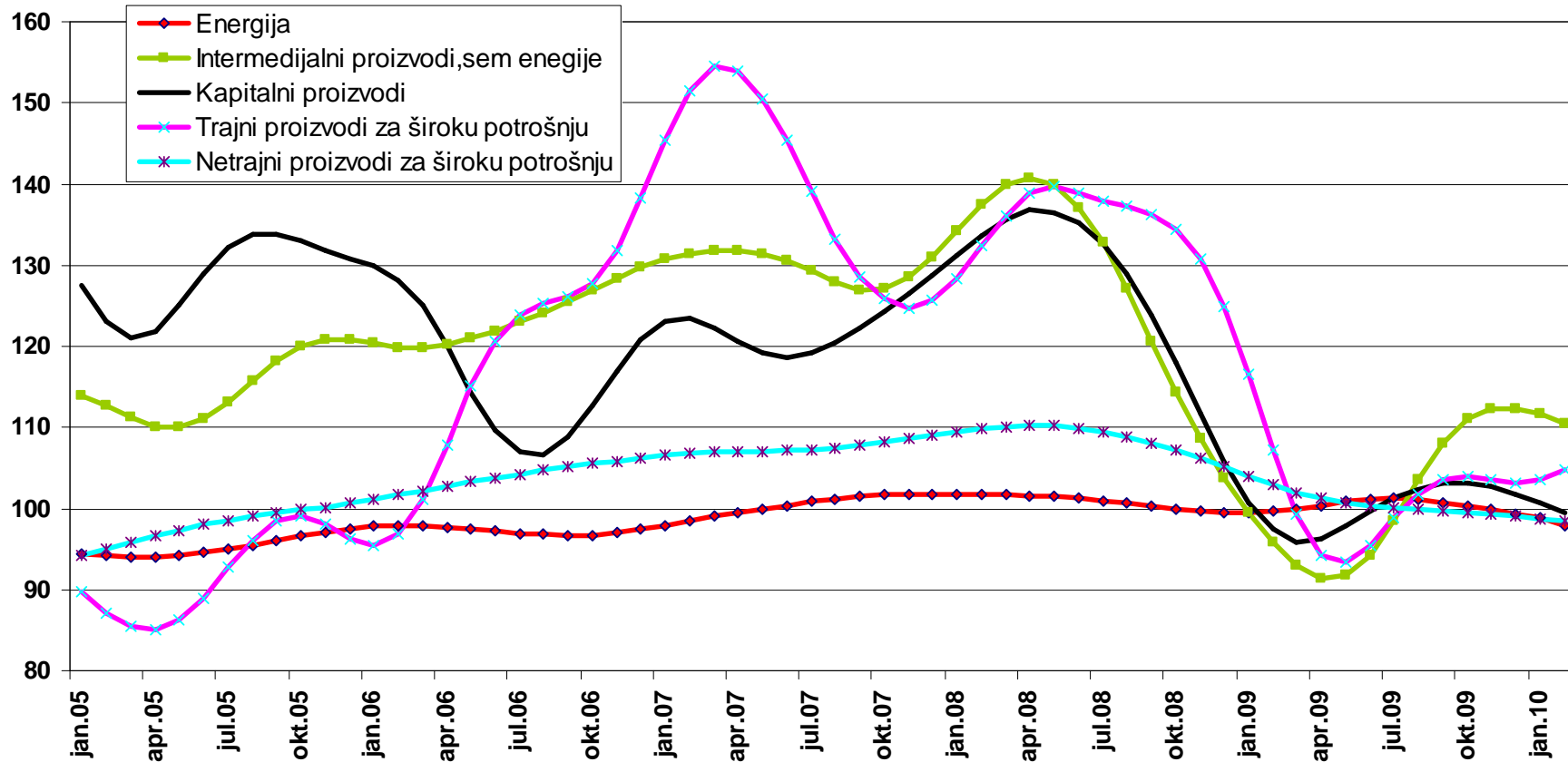
# PRERAĐIVAČKA INDUSTRIJA 2001-2010.

indeksi, Ø 2009=100



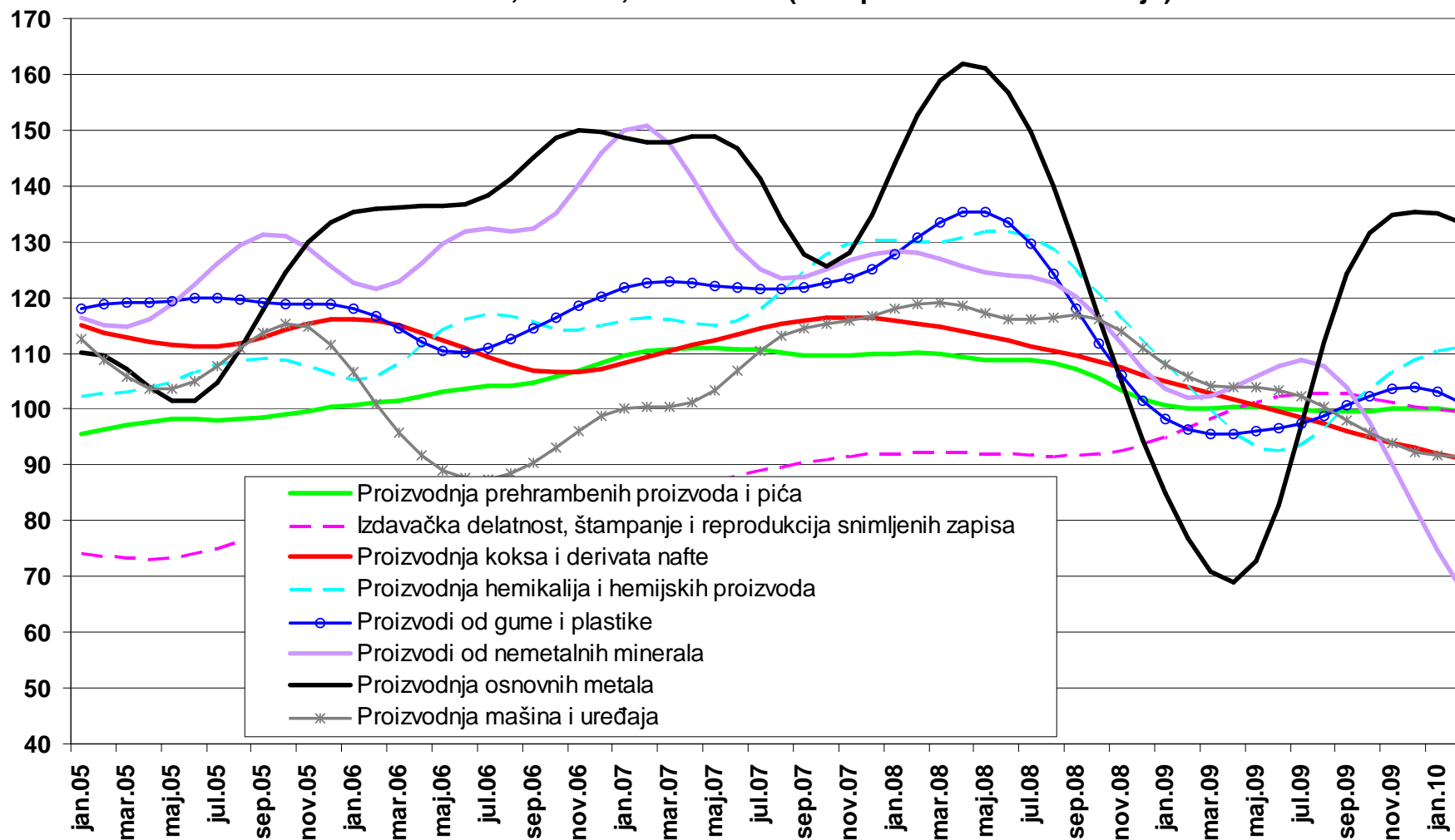
# INDUSTRIJA PO NAMENI EU 2005-2010.

indeksi Ø2009=100, trend-ciklus



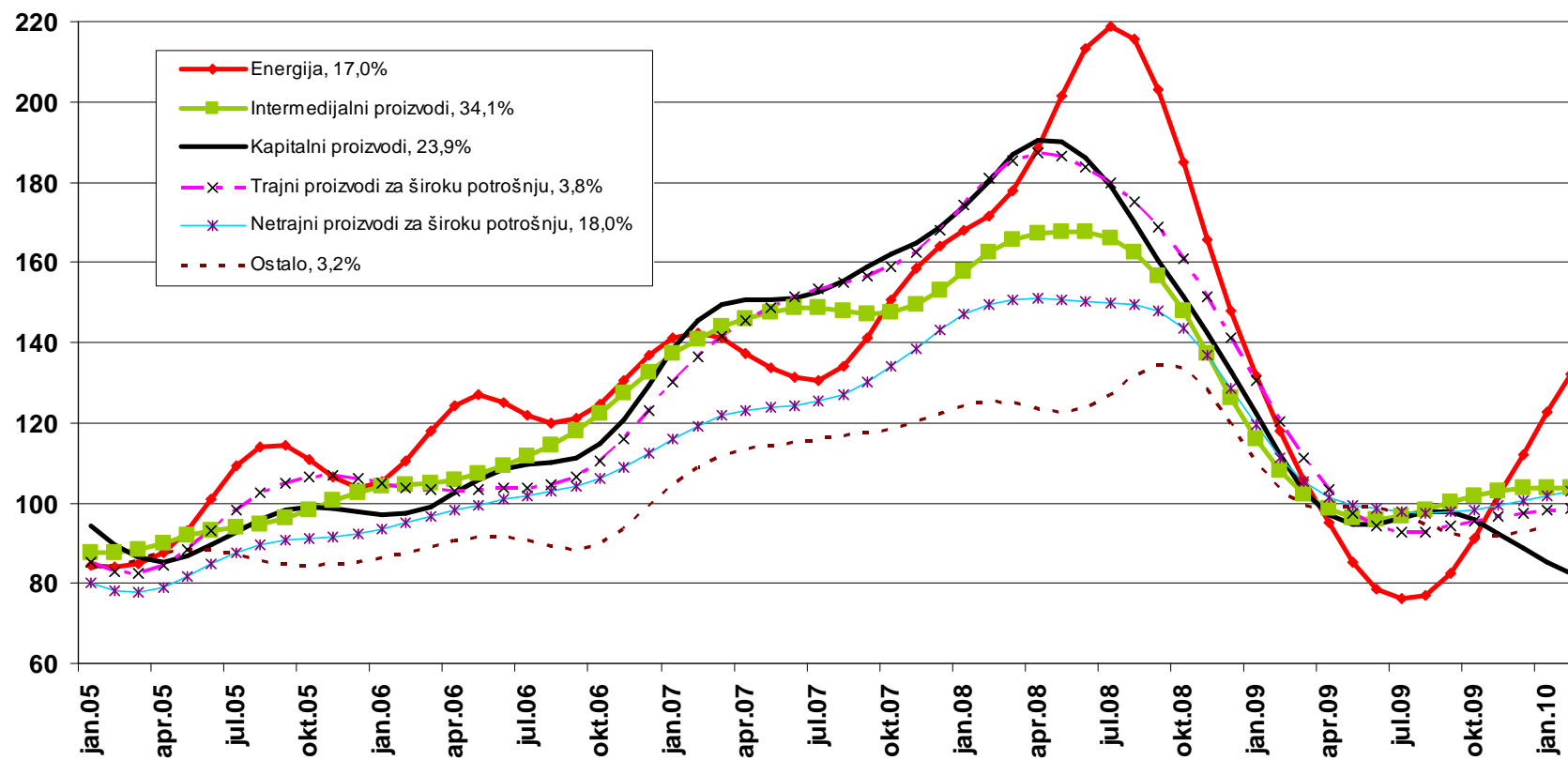
# NAJVEĆE OBLASTI PRERAĐIVAČKE INDUSTRIJE 2005-2010.

Trend-ciklus, indeksi, Ø2009=100 (75% prerađivačke industrije)



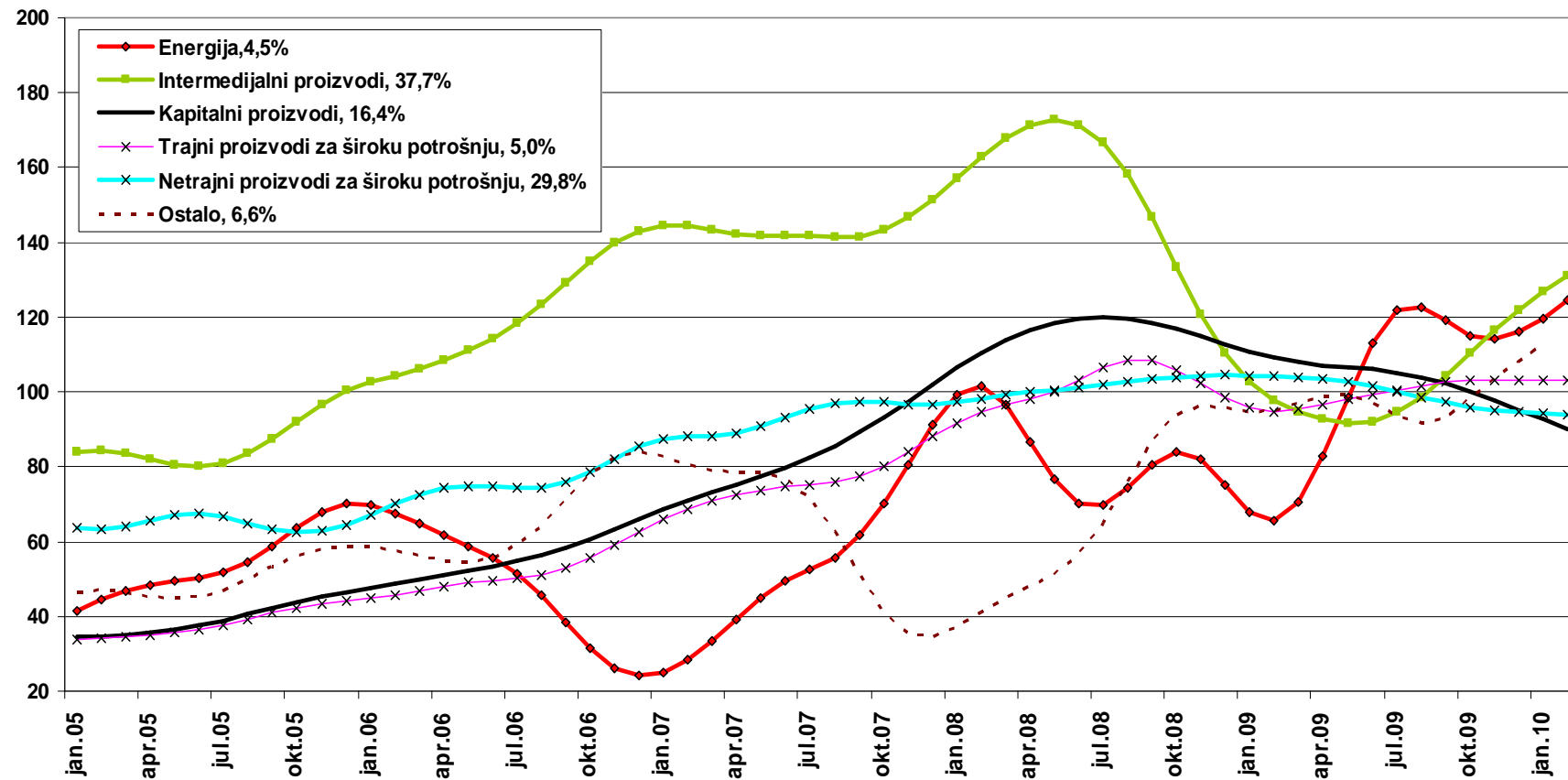
# TRENDOVI UVOZA PO NAMENI EU 2005-2010.

PROSEK 2009=100



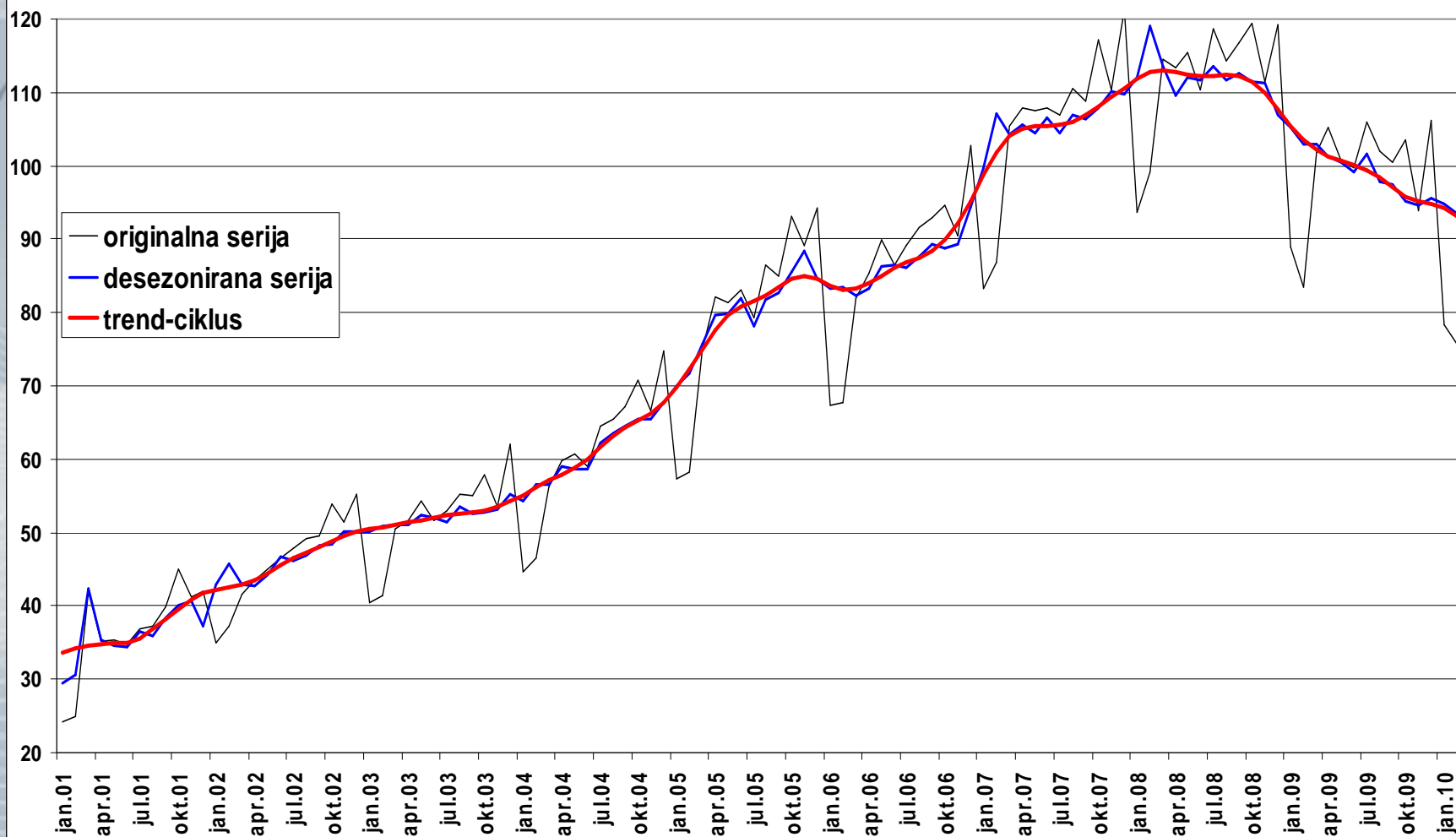
# TRENDOVI IZVOZA PO NAMENI EU 2005-2010

PROSEK 2009=100



# PROMET ROBE U TRGOVINI NA MALO 2001-2010.

STALNE CENE, Ø2009=100

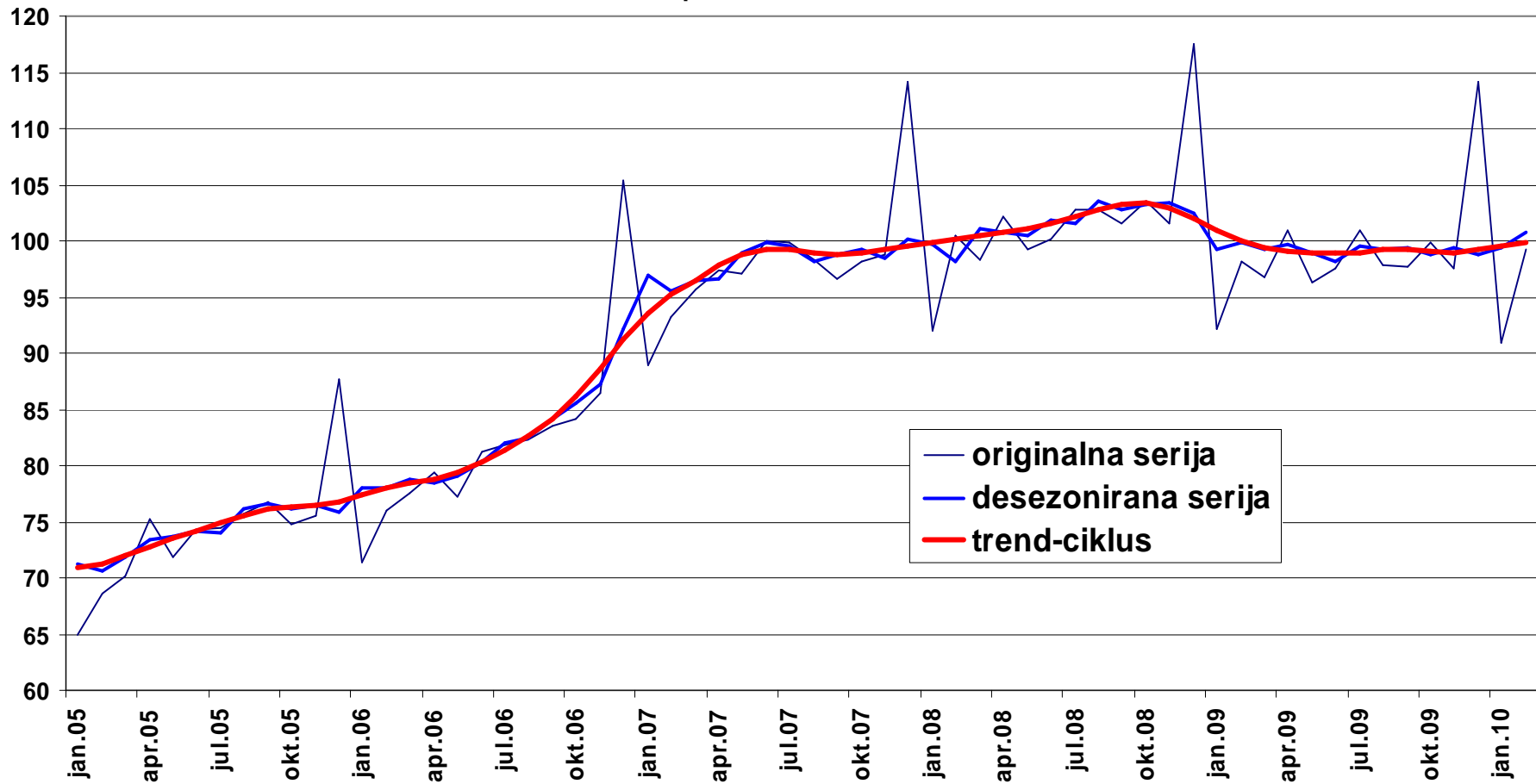


## Zarade i cene

- prosečna mesečna neto zarada u januaru je 29.929 dinara, što je u odnosu na decembar realno manja za 19,1%, a u februaru 32.336 što je realno za 7,6% veća u odnosu na januar.
- Broj zaposlenih kod pravnih lica u februaru je u odnosu na decembar 2008 manji za 4,5%. U javnom sektoru je u januaru smanjena zaposlenost na godišnjem nivou 0,7%.
- Potrošačke cene su povećane za 0,5% u januaru, a 0,3% u februaru.
- 25,9% potrošačkih cena je u režimu regulacije (više nego u zemljama EU). Dok se ostale cene u proseku ne menjaju, regulisane cene su u januaru povećane za 1,7%, u februaru za 0,6%, a u martu je znatno ubrzan rast zbog poskupljenja električne energije, naftnih derivata, komunalnih usluga itd.

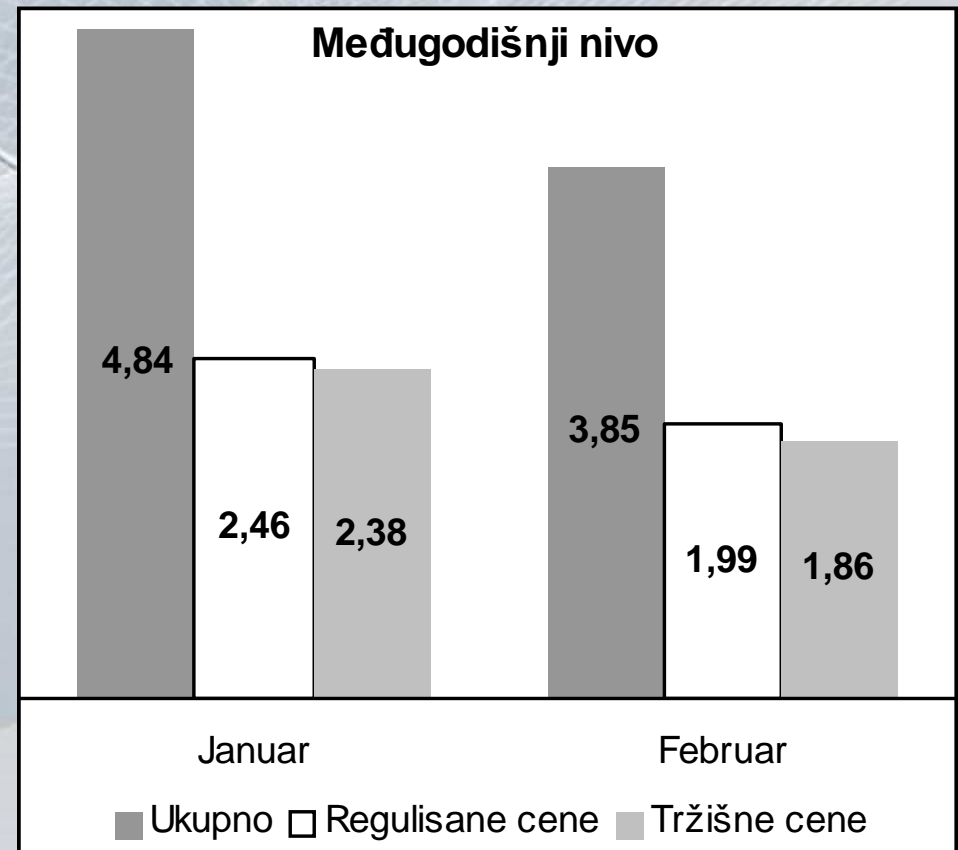
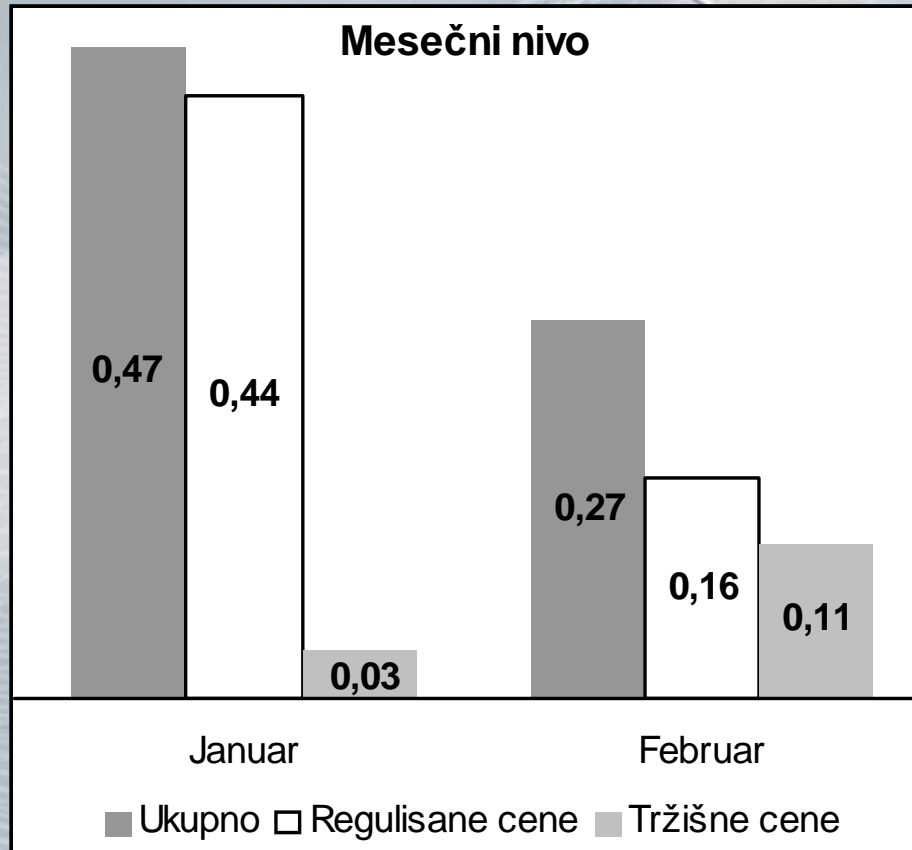
# PROSEČNE NETO ZARADE 2005-2010, realno

prosek 2009=100



# STRUKTURA RASTA CENA

Cene u načelu miruju, ali su izvršene korekcije kontrolisanih cena



## Finansijski i monetarni sektor

- budžetski deficit u prva tri meseca - 19 mlrd din (povećan u odnosu na isti period prošle godine)
- NBS je smanjila referentnu kamatnu stopu sa 9,5% na 9% i donela novu odluku o obaveznoj rezervi – od 2011. umesto 10%, stopa od 5% na dinarsku osnovicu, a unifikovana je i smanjena stopa na deviznu osnovicu sa 40% i 45% na 25%
- dinarski plasmani banaka su povećani (strukturno i dalje najveće učešće imaju plasmani privredi 59%, stanovništvu 32%, državi 7%)
- bankarski sektor je stabilan i visoko likvidan (11,7% učešće gotovine i gotovinskih ekvivalenata u ukupnoj bilansnoj aktivni), dok je smanjenje neto dobitka pre oporezivanja (za 57,3%), imajući u vidu sve okolnosti, zadovoljavajuće
- devizne rezerve banaka su povećane, tako da sa deviznim rezervama NBS iznose 12.139 miliona evra
- u poslednjem kvartalu 2009. nastavljen trend snižavanja kamatnih stopa

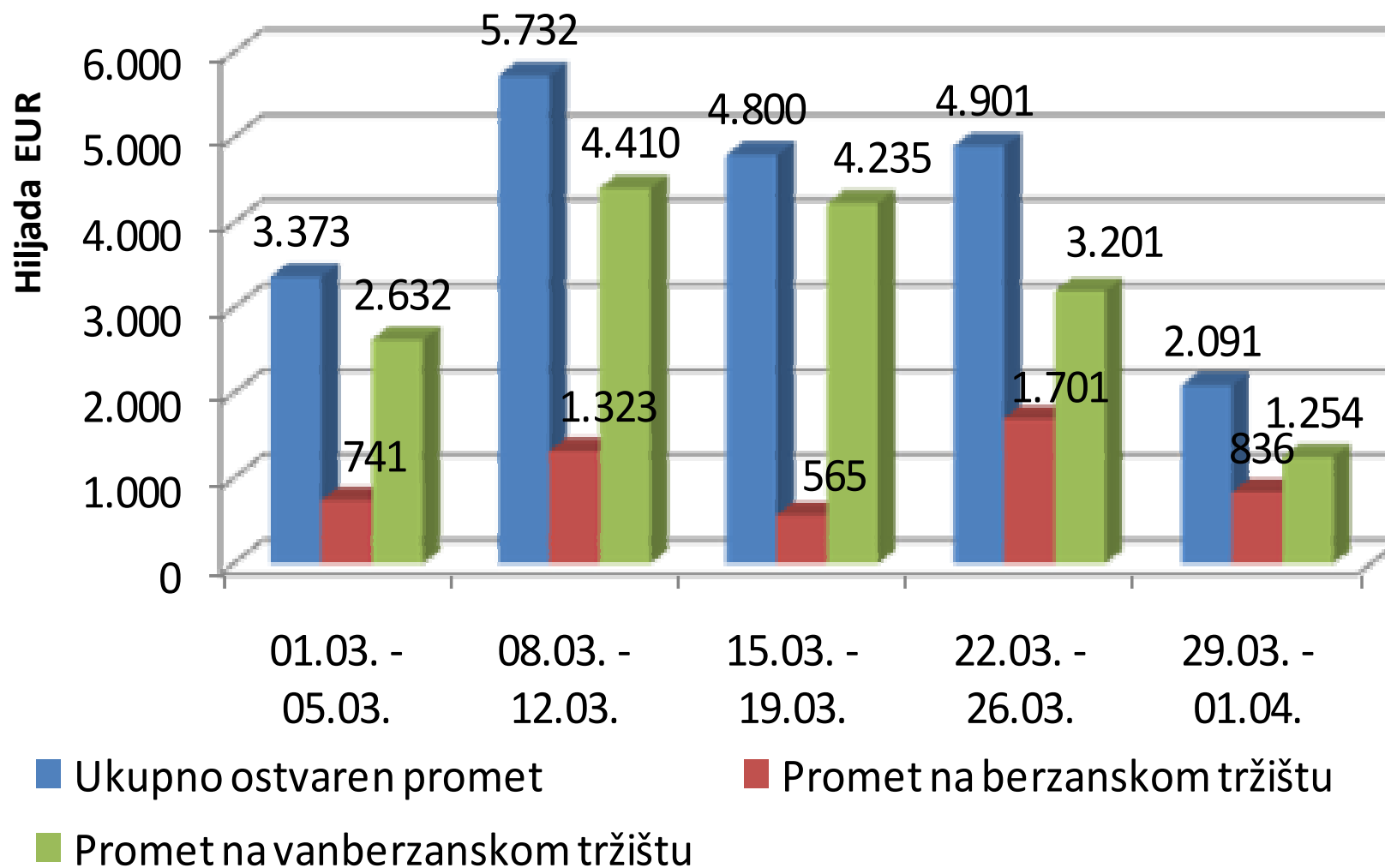
## Beogradska berza

- **Tržišna kapitalizacija** – 8.765.861.542 EUR (9.4.2010)
- **Index**

	Vrednost	Godišnji max.	Godišnji min.
• BELEX15	713,33	870,2	395, 77
• BELEX line	1342,98	1607,85	864,86

- **STOXX Sub Balkan 30 index** (blue-chip lidera ključnih sektora u regionu bivše Jugoslavije: obuhvata Hrvatsku, Makedoniju, Srbiju i Sloveniju. Oblikovan da služi kao osnova za finansijske proizvode)
  - Poslednja vrednost 1114,22
  - Promena u nedelji 1,36%
  - 52 nedelje 25,09%
  - Najveća godišnja vrednost 1229,54 (16 okt 2009)
  - Najniža godišnja vrednost 868,26 (28 april 2009)

## Ostvareni nedeljni prometi u martu 2010. godine (u EUR)



The background features a light blue and white color palette. It is composed of several overlapping, wavy, semi-transparent lines that create a sense of motion and depth. A prominent feature is a grid-like pattern formed by these lines, which appears to be a mesh or a series of intersecting paths. The overall effect is that of a modern, digital, or scientific aesthetic.

**Neke nedoumice u vezi sa  
ekonomskom politikom u  
ovoj godini**

# ***1. Prodaja Telekoma***

može se postaviti pet važnih pitanja:

- 1) da li bi uopšte trebalo otuđiti većinski udeo u tako profitabilnom preduzeću,
- 2) koliki bi udeo sada trebalo izložiti prodaji,
- 3) kako to učiniti,
- 4) kada je najpogodniji momenat, i
- 5) šta dalje?

## **1) Većinski udeo Telekoma ne treba zadržavati u državnom vlasništvu.**

- profit koji stvara to preduzeće ipak nije dovoljan za ulaganja u razvoj koja bi jačala konkurentsku sposobnost preduzeća na tržištu
- država ne može da obezbedi najefikasniji menadžment

## 2) Najavljeno je da će se prodati 40% vlasništva

Trebalo je razmotriti opciju da država najpre ponudi 51% vlasništva i pod tim uslovima raspiše tender.

- Ponuda većinskog paketa generiše povoljniju cenu jer je u njoj sadržana i posebna premija za kontrolu (*takeover premium*), koju bi u ovom slučaju prisvojila država.

### **3) Odluka da se ide na prodaju putem tendera se čini boljim rešenjem od inicijalne javne ponude (IPO).**

- to je najbrži način koji ne obara cenu i koji obavezuje kupca na ulaganja u optimalan razvoj.
- IPO prati svojom cenom vrednost ključnih berzanskih indeksa, koji u ovom trenutku još uvek nisu na svojim pretkriznim vrednostima
- dovoljno konkurentan tender može da otkrije stvarnu vrednost (*intrinsic value*) akcija Telekoma.

## Najkontroverznije pitanje

### 4) **Zašto se ovoj prodaji pristupa baš sada ?**

- Ako su cene (vrednosti akcija) telefonskih kompanija najatraktivnije u ovom trenutku, i ako je verovatno da će iduće godine opasti – promptna prodaja je opravdana
- Da li je verovatno da je tako?

## **SUŠTINA JE:**

Prodajom Telekoma se u osnovi ponavlja scenario u kome je priliv kapitala od privatizacije i bankarskih kredita iz inostranstva (angažovanih po nižoj kamatnoj stopi od domaće), uprkos deficitu u tekućem bilansu, održavao kurs dinara unutar zone istrajne aprecijacije. U stvari, u slučaju dodatnog priliva inostranog kapitala (kreditni, privatizacijski prihodi, doznake, neposredna finansijska pomoć) uvek dolazi do aprecijacijskih pritisaka na kurs domaće valute.

## Šta dalje?

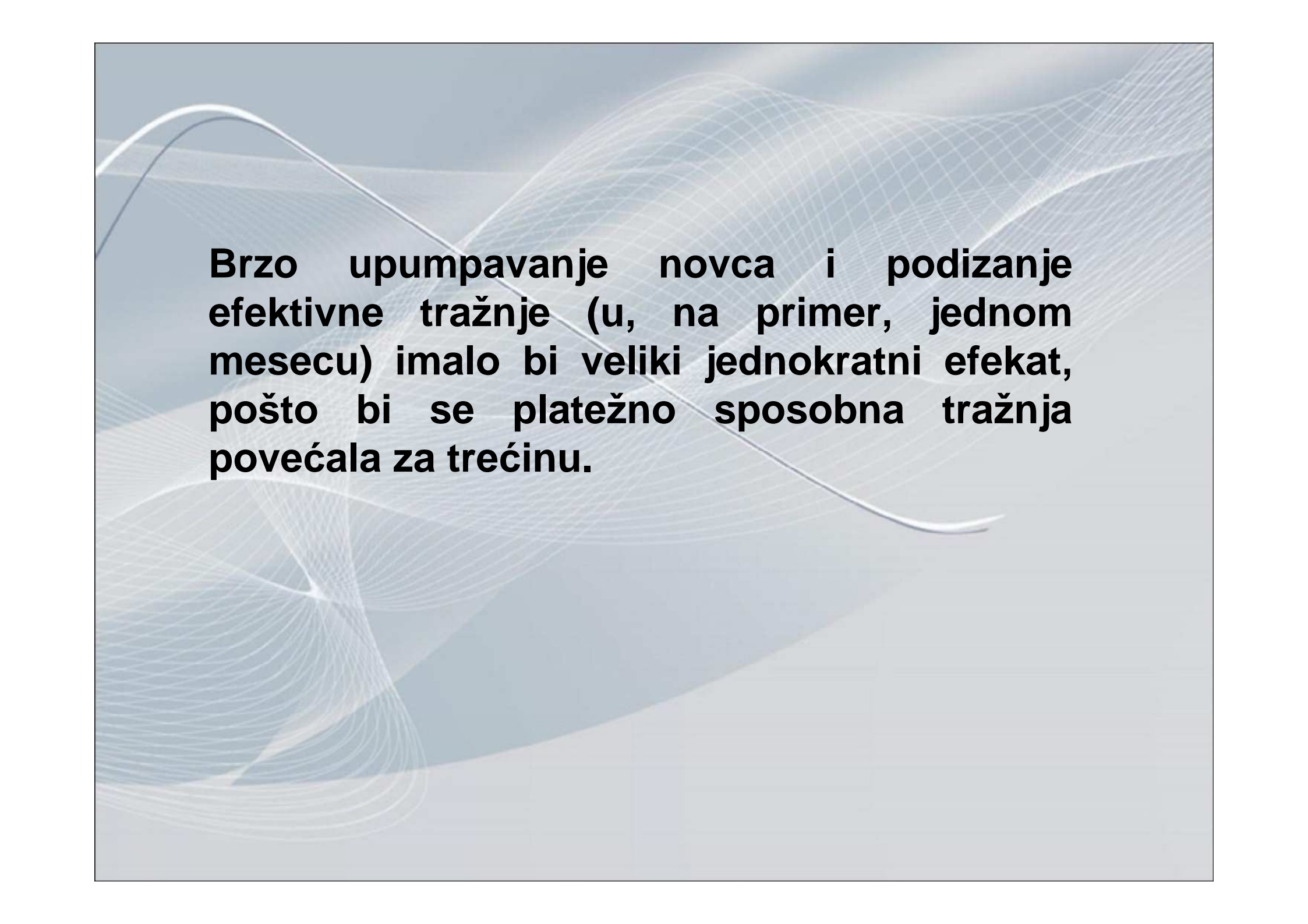
- Da li je ova prodaja samo traženje predaha, ili nastojanje da se reforme odlože?
- Da li će po isteku ove „injekcije” uslediti nova: promena stava da se EPS ne proda?
- Da li se može dogoditi da se ulaganjem ovog kapitala u lokalnu infrastrukturu deo tome namenjenih sredstava oslobodi za potrošnju?

- 
- ***Bilo bi nedopustivo da se investiranjem sredstava od prodaje Telekoma sada oslobode sredstva za tekuću potrošnju.***

## ***2. Subvencionisani krediti za građane***

Vlada očekuje da krediti povećaju tražnju, pospeše rast proizvodnje i privrede i da ojačaju dinar

- **Jedini način na koji se novim subvencionisanim kreditima može uticati na položaj dinara jeste doprinos deevroizaciji, jer nema valutne klauzule a finansijski tokovi se vezuju za dinar.** Osim ove posledice, koja u sprezi sa drugim merama može da deluje na delimičnu deevroizaciju na dugi rok, ne vidi se kako povećana količina domaćeg novca može da ojača dinar. Može se očekivati, zapravo, suprotno.

The background features a light blue gradient with several overlapping, wavy, white lines that create a sense of motion and depth. A faint, white grid pattern is visible in the upper right quadrant, adding a technical or digital feel to the design.

**Brzo upumpavanje novca i podizanje  
efektivne tražnje (u, na primer, jednom  
mesecu) imalo bi veliki jednokratni efekat,  
pošto bi se platežno sposobna tražnja  
povećala za trećinu.**

***Efekti subvencionisanih kredita za građane na industrijsku proizvodnju i privredni rast „u najmanju ruku” su neizvesni.***

- oživljavanje inflacije je mnogo verovatnije nego podizanje privredne aktivnosti.
- iako su krediti namenjeni kupovini domaće robe, usled visoke uvozne zavisnosti proizvođača, eventualno veća proizvodnja značila bi i veći uvoz
- deo gotovinskih kredita će biti utrošen za turistička putovanja u inostranstvo i kupovinu deviza, što je ekvivalentno uvozu robe.

- Ponovno prebacivanje težišta ekonomske politike na potrošnju izuzetno je štetno. Posebno u kontekstu aktuelne krize, od leta 2008. godine.
- U fokusu Vlade i javnosti mora da bude podsticanje investicija, a ne tekuće potrošnje.
- Kada se sve rečeno ima u vidu, ocenjujemo da ***subvencionisani krediti za građane neće pomoći ostvarivanju ciljeva ekonomske politike u ovoj godini, niti će postaviti osnove za preko potreban novi model ravnoteže.***

### 3. Pitanje kursa dinara

- Smanjeni priliv kapitala iz inostranstva i nedovoljna konkurentnost privrede usloveli su depresijaciju dinara (trenutno se stabilizovao na oko 100 dinara za evro).
- Zbog povećane opterećenosti kreditima denominovanim ili indeksiranim u evrima (zbog smanjenja privredne aktivnosti, realnih zarada i tražnje na domaćem tržištu) javili su se zahtevi centralnoj banci i vladi da devizni kurs „učine predvidljivim“:
  - uvođenjem njegovih ciljanih nivoa za određeni period
  - uvođenjem granica („tunela“) u kojima će fluktuirati
  - uvođenjem fiksnog kursa prema evru ili čak samog evra, kao zvanične valuta u zemlji.

## Neopravdanost ovih predloga

- U režimu fiksnog kursa ili ex ante određenog “tunela” – toj ceni bi se morale prilagoditi sve ekonomske kategorije, naročito bi se multiplikovala tražnja za devizama zbog očekivanja neizbežne depresijacije zbog erozije deviznih rezervi usled neravnoteže na deviznom tržištu
- To bi verovatno bila najskuplja ekonomska politika za privredu sa zastarelom industrijskom bazom gde su verovatni problemi eksterne likvidnosti. Primer: baltičke zemlje sa fiksno vezanom domaćom valutom, čiji je BDP duboko potisnut u negativnu zonu zbog udara ekonomske krize
- Isto bi bilo i sa uvođenjem evra jer je problem u realnoj a ne u valutnoj sferi nacionalne ekonomije – neefikasna privreda, neizgrađeni spoljnotrgovinski sektor i zaostajanje produktivnosti
- Nezvanična evroizacija sa dugovima denominovanim u evrima, transformiše rizik deviznog kursa u kreditni rizik. Rizik nenaplativosti kredita i rast kreditnog rizika povećavaju nestabilnost finansijskog sektora. Za amortizaciju tih udara su potrebni dodatni kapital i rezerve, što može povećati kamatne stope, usporiti kreditnu aktivnost i otežati finansiranje privrede

# Deevroizacija

- Evroizacija je vrlo duboka, a smanjeni dotok kapitala i brza depresijacija dinara podstiču ovaj proces. Kako je umanjiti?
- Latinoamerička i balkanska iskustva pokazala da brza, netržišna i represivna deevroizacija nije dobro rešenje – zabrana pozajmljivanja u inostranstvu i/ili zabrana odobravanja kredita sa valutnom klauzulom mogla bi drastično da smanji kreditiranje i poveća kamatne stope.
- Neophodna je kombinacija različitih mera ekonomske politike za postepenu tržišnu deevroizaciju:
  - Trajna makroekonomska stabilnost
  - Autonomija centralne banke – ciljana inflacija je dobra strategija jer u središte postavlja inflaciju i domaću valutu
  - Da NBS zadrži različit tretman obavezne rezerve na dinarske i devizne depozite (u korist dinarskih depozita)
  - Emisija dugoročnih državnih hartija denominovanih u dinarima (prelazno rešenje – indeksiranje prinosa stopom inflacije)

## Međunarodna ekonomska kretanja

- Prema ocenama MMF-a, BDP u području evra će porasti za 1% u 2010 a u 2011 za 1,6%. Svetska privreda u celini će zabeležiti povećanje od 3,9% a u sledećoj godini 4,3%. Ovo su procene da je recesija zaustavljena i da je nesumnjivo oživljavanje privrede. To najavljuju i Svetska banka, OECD, ECB, EBRD i dr.
- Međutim, svi su rezervisani – da li će ekonomski rast biti dovoljno čvrst da se može produžiti bez dodatnih podsticaja fiskalne politike i centralnih banaka. Pomoć vlada od više triliona dolara i evra se na kraju moraju završiti, jer su države napravile gigantski deficit u budžetu i potrebno ga je početi smanjivati. Da bi se zaustavile širenje fiskalne neravnoteže neke države – npr. Irska, Grčka, Portugal – već su počele da sprovode restriktivne mere, naročito smanjenjem javne potrošnje.
- ECB je zaustavila dvanaestomesečne pozajmice bankama. Kvantitativne olakšice, koje su centralnim bankama poslužile za kupovinu nenaplativih obveznica su smanjene ili potpuno zaustavljene. Federalne rezerve nameravaju da u aprilu potpuno obustave otkup bankarskih hartija od vrednosti obezbeđenih različitim hipotekama.

## Šta privlači „ozbiljne“ investitore

- Politička stabilnost
- Pravna sigurnost
- Stabilna ekonomska politika
- Profitabilnost projekta
- Kvalifikovanost i inovativnost radne snage
- Stimulativna poreska politika

## U vezi sa tim, neophodno je:

- Strateško redefinisanje, regulisanje i sprovođenje javnog interesa (koji nije isključivo rezultat lobiranja pojedinih grupa)
- Obezbediti optimalnu ulogu države u ekonomiji (u oblastima konkurencije i monopola ili oligopola)
- Da brzina usvajanja i količina propisa ne utiču na kvalitet (jasnost, usklađenost, željene efekte, male troškove)
- Obezbediti ostvarivanje odgovornosti, naročito subjekata koji imaju najveća ovlašćenja i tvrde da su spremni da nose najveći rizik u državi, privredi i društvu
- Posmatrati zaštitu životne sredine i kao profitabilan projekat (na tržištu se najviše traži i plaća ono čega nema a uslov je života – zdrava hrana, voda, obnovljiva energija...)

## **Dok tržište ne bude prevedeno na ravan efikasnijeg funkcionisanja za šta je preduslov –**

- reforma javnog sektora,
- odstranjivanje monopola i administrativnih rigidnosti,
- brža i potpunija pravna zaštita učesnika,
- rigoroznije sankcije za neispunjavanje privrednih ugovora, eliminacija korupcije
- ekonomski subjekti (prihvate da) svoju ekonomsku sudbinu imaju u vlastitim rukama –

**– izvoz neće doseći vrednosti koje bi obezbedile uravnotežen tekući bilans i zavisnost kursa od realnih trendova u domaćem ekonomskom prostoru.**