

*Vlastimir VUKOVIĆ*<sup>1</sup>

*UDK: 339.721(497.11)*  
*Bibliid 0025-8555,58(2006)*  
*Vol. LVIII, br. 3, pp. 347-363*  
*Izvorni naučni rad*  
*Jul 2006.*

## **SPOLJNA LIKVIDNOST I SOLVENTNOST SRBIJE**

### **ABSTRACT**

The author explores the external liquidity and solvency of Serbia in the 2002-2005 period. He analyses four main groups of indicators concerning the external liquidity and solvency of Serbia: (1) indicators of external liquidity, (2) indicators of external solvency, (3) indicators of exposure the financial risks, and (4) the economy openness degree, which consist of ten most important indicators in international statistics. Comparing them with the indicators for the selected group of nine countries from the broader neighbourhood the author gives an insight into the relative external position and rank of Serbia, additionally explaining the factors of its external liquidity and solvency. The results of the comparative analysis do not correspond to the usual meaning of the weak Serbian external position, while the indicators of financial safety are surprising for many experts.

### **1. UVOD**

**U**kupna i eksterna devizna zaduženost spadaju u uvek aktuelne probleme i najveća ograničenja ekonomskog razvoja Srbije. Spoljni dug i njegove godišnje otplate istovremeno presudno određuju eksternu likvidnost i solventnost zemlje.

---

<sup>1</sup> Dr Vlastimir Vuković, naučni saradnik u Institutu ekonomskih nauka, Beograd.

Nasleđeni dug od 12,18 milijardi SAD dolara, krajem oktobra 2000. godine, autoritativno je ocenjivan kao najveći problem naše privrede.<sup>2</sup> Ubrzani povratak u Međunarodni monetarni fond, decembra iste godine, uspešni pregovori o suverenom dugu sa Pariskim klubom poverilaca, novembra 2001. godine, kao i donošenje Zakona o regulisanju odnosa SRJ prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba, primenjenog od jula 2002. godine, uzrokovali su značajne promene obima, uslova, ročne i valutne strukture spoljnog duga. Sastavni deo ovih rešenja je i modalitet izmirivanja obaveza prema građanima po osnovu stare devizne štednje. Okosnica svih aranžmana jeste prihvatanje statusa isključivog dužnika od strane države.

Naporedo sa regulisanjem prenetih suverenih i komercijalnih dugova konstituisane su nove obaveze, kako javne, tako i privatne. Porast privatnog zaduživanja protokom vremena postaje sve propulzivniji kanal uvećavanja ukupnog spoljnog duga, snažno podstaknut širokom penetracijom stranih banaka u domaći bankarski sektor.

Zaključeni multilateralni i bilateralni aranžmani države i novi krediti bitno su uticali na kretanje međunarodne likvidnosti i solventnosti poslednjih pet godina. Obzirom da realizacija ovih aranžmana u punoj meri počinje 2002. godine, od kada promene obima i strukture spoljnog duga postaju sasvim uočljive, metodološki je uputno ovu godinu uzeti kao početnu za formiranje odgovarajućih vremenskih serija.

Eksterna ili međunarodna likvidnost i solventnost jedne zemlje pokazuju njene kratkoročne mogućnosti i dugoročnu sposobnost izmirivanja dugova prema inostranim poveriocima, kao i deviznih obaveza u celini.

Nivo eksterne likvidnosti i solventnosti kvantifikuje se brojnim pokazateljima. Najvažniji su indikatori eksterne solventnosti, jer na osnovu njih međunarodne finansijske organizacije rangiraju zemlje prema stepenu zaduženosti. Indikatori međunarodne likvidnosti i solventnosti svrstavaju se u obuhvatnu grupu pokazatelja eksterne pozicije, koju čine još indikatori izloženosti finansijskom riziku i stepen otvorenosti ekonomije.

Kreditni rejting zemlje, utvrđen od strane međunarodnih rejting organizacija, zaokružuje sliku njene spoljne likvidnosti i solventnosti i sintetički izražava aktuelnu eksternu poziciju.

Analitičkim dekomponovanjem sve četiri grupe indikatora i određivanjem pravaca i intenziteta uticaja njihovih činilaca može se bliže ob-

---

2 Prof. dr Blagoje Babić, "Spoljni dug SR Jugoslavije i međunarodne finansijske ustanove", *Međunarodni problemi*, Vol. LIII, br. 3, 2001, str. 238 i 246.

jasniti nivo eksterne likvidnosti i solventnosti, kao i moguće promene u budućnosti.

Poređenje sa indikatorima za izabranu grupu devet zemalja omogućava uvid u relativan eksterni položaj i rang zemlje i dodatno rasvetljava faktore spoljne likvidnosti i solventnosti.<sup>3</sup>

## 2. IZABRANI INDIKATORI

Izbor pokazatelja eksterne pozicije i njihove granične (prihvatljive) vrednosti razlikuju se u većini službenih finansijskih statistika, uključujući Svetsku banku i MMF. Prisutna raznolikost odražava različitost poslova, zahteva i ciljeva međunarodnih i drugih finansijskih organizacija.

Prema najširoj prihvaćenosti i oficijelnim metodologijama međunarodnih finansijskih organizacija, između brojnih pokazatelja, izdvaja se deset indikatora iz četiri osnovne grupe.<sup>4</sup>

Indikatori eksterne likvidnosti: (1) Devizne rezerve / Uvoz robe i usluga, (2) Devizne rezerve / Kratkoročni dug, (3) Devizne rezerve / Bruto domaći proizvod, (4) Otplata duga / BDP, i (5) Otplata duga / Izvoz robe i usluga.

Indikatori eksterne solventnosti: (1) Spoljni dug / BDP, (2) Spoljni dug / Izvoz robe i usluga.

Indikatori izloženosti finansijskom riziku: (1) Devizne rezerve / Novčana masa M1, (2) Devizne rezerve / Primarni novac.

Stepen otvorenosti ekonomije:  $(Izvoz+uvoz)/BDP$ .

Pored navedenih deset indikatora, neophodno je uključiti oficijelni kreditni rejting Srbije i grupe izabranih zemalja u analizu njene eksterne pozicije.

Prezentirani indikatori sažimaju uticaje mnoštva parcijalnih pokazatelja, relevantnih za eksternu poziciju zemlje. Otuda se, primera radi, odnos otplate duga prema BDP, kao indikator likvidnosti, može raščlaniti na odnos kamata i odnos glavnice prema istom agregatu. Isto tako, prvi indikator solventnosti – spoljni dug prema BDP – razdvaja se prema ročnosti na odnos dugoročnog duga i odnos kratkoročnog duga prema ukupnom domaćem proizvodu.

3 Bugarska, Rusija, Češka, Slovačka, Rumunija, Poljska, Hrvatska, Slovenija i Mađarska.

4 Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2005, str. 85.

### 3. KOMPONENTE INDIKATORA

Prethodno razmatranje činilaca, odnosno komponenti izabranih indikatora, može olakšati njihovo raščlanjavanje i bliže objašnjavanje dosadašnjih promena i aktuelnog nivoa eksterne likvidnosti i solventnosti.

Osnovne komponente indikatora su: (1) bruto domaći proizvod, (2) spoljni dug, (3) tekuće transakcije, (4) kreditne i finansijske transakcije, (5) devizne rezerve i (6) novčana masa. Analiza ovih komponenti uključuje razmatranje sintetizovanih činilaca, kao što su izvoz, uvoz, servisiranje duga i drugi relevantni faktori. Većina komponenti preuzeta je neposredno iz statistike Narodne banke Srbije, jer se na osnovu njih uobičajeno izračunavaju oficijelni indikatori eksterne pozicije.

(3. 1) *Bruto domaći proizvod*, mereno stalnim cenama, realno je godišnje rastao za 4,5% (2002), 2,4% (2003) i 8,6% (2004), što je prosečno godišnje 5,1%.<sup>5</sup> Poslednje procene rasta BDP-a u 2005. iznose iznenađujućih 6,5%.<sup>6</sup> Uključivanjem iznete procene prosečna stopa rasta BDP-a za poslednjih pet godina dostiže 5,4%. Apsolutni nivo BDP-a iznosio je u SAD dolarima 14.282 miliona (2002), 18.919 miliona (2003), 22.440 miliona (2004) i oko 24.250 miliona (2005).<sup>7</sup> Dolarski iznos BDP-a, kao i svih drugih komponenti, bio je pod snažnim uticajem intervalutarnih odnosa dolara i evra. Porast BDP-a generalno je pogodovao eksternoj likvidnosti i solventnosti Srbije, posebno nominalni rast u SAD dolarima. Problem je niska nasledena osnovica za poređenje, tako da je apsolutni nivo BDP-a iz 1990. godine još uvek nedostižan.

(3. 2) *Spoljni dug* evidentiran 31. decembra u SAD dolarima bio je 11.230 miliona (2002), 13.575 miliona (2003), 14.099 miliona (2004) i 14.876 miliona (30.11.2005). Stopa nominalnog rasta spoljnog duga bila je znatno niža nego BDP-a u dolarima, što je pogodovalo eksternoj solventnosti zemlje. Kratkoročni spoljni dug istovremeno je iznosio 1.020 miliona (2002), 1.056 miliona (2003), 999 miliona (2004) i 1.343 miliona (30. 11. 2005).<sup>8</sup> Prosečan udeo kratkoročnog duga od 8,24% odgovarao je održavanju eksterne likvidnosti, koju za sada nije ugrozila ni prošlogodišnja ekspanzija privatnog zaduživanja banaka i kompanija u stranom vlasništvu.

5 Ibidem, str. 88.

6 Republički zavod za statistiku, Procene, Internet, 02/02/2006, <http://www.statserb.sr.gov.yu>

7 Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2005, str. 87.

8 Narodna banka Srbije, *Statistički bilten*, decembar 2005, str. 57.

(3. 3) *Tekuće transakcije* kontinuirano rezultiraju rastućim deficitnim saldom u SAD dolarima: 1.270 miliona (2002), 1.539 miliona (2003), 2.778 miliona (2004) i 1.831 milion (zaključno sa novembrom 2005). Deficit robne razmene naj snažniji je generator spoljnotrgovinskog debalansa i ukupnog minusa tekućih transakcija. Uvoz robe i usluga u milijardama SAD dolara iznosio je 6,06 (2002), 8,05 (2003), 11,61 (2004) i 10,95 (I-XI 2005), dok je izvoz beležio 2,96 (2002), 3,96 (2003), 5,18 (2004) i 5,94 (X-I 2005). Brži rast izvoza od uvoza donekle je ublažio trgovinski deficit protekle godine, ali je ipak nadmašio šest milijardi dolara. Najpozitivniji uticaj imali su tekući transferi sa kontinuiranim suficitom od 1.428 (2002), 2.289 (2003), 3.370 (2004) i 3.184 (I-XI 2005) miliona SAD dolara, kao i prihodi od zvaničnih bespovratnih transfera – 496 (2002), 476 (2003), 504 (2004) i 263 (I-XI 2005) miliona dolara. Suficit tekućih transfera pretežno je ostvaren menjačkim neto otkupom deviza, koji je u posmatranom periodu kumulativno premašio šest milijardi dolara i bio veći od neto doznaka i priliva iz platnog prometa zajedno. Neto odliv kamata iznosio je 96 (2002), 208 (2003), 216 (2004) i 271 (I-XI 2005) miliona SAD dolara.<sup>9</sup> Usporeni rast spoljnotrgovinskog i ukupnog deficita tekućih transakcija, posmatrano u celini, nije ugrožavao međunarodnu likvidnost i solventnost Srbije.

(3. 4) *Kreditne i finansijske transakcije* imale su značajan suficit: 2.058 (2002), 2.507 (2003), 3.001 (2004) i 3.499 (I-XI 2005) miliona SAD dolara. Pretežan deo suficita ostvaren je zahvaljujući neto prilivu dugoročnih i srednjoročnih kredita sa kumulativom od 4.717 miliona i direktnih stranih investicija sa ukupnih 4.166 miliona dolara u analiziranom periodu. Neto otplate kredita nisu bile preopterećujuće, tako da je zajedno sa kamatama servisiranje duga odnosilo 223 (2002), 481 (2003) i 672 (2004) miliona SAD dolara. Zahvaljujući pozitivnom saldu tekućih i kreditnih transakcija ostvarivan je suficit platnog bilansa u celini: 928 (2002), 921 (2003), 448 (2004) i 1.542 (I-XI 2005) miliona SAD dolara.<sup>10</sup>

(3. 5) *Devizne rezerve* Narodne banke Srbije izuzetno brzo su rasle, što pokazuje njihov godišnji saldo: 2.280 (2002), 3.550 (2003), 4.245 (2004) i 5.843 (2005) miliona SAD dolara. Najveći priliv dolazio je iz menjačkih poslova. Izvanredno visoka stopa prosečnog godišnjeg rasta deviznih rezervi od 36,8% neposredno je uzrokovala poboljšanje relevantnih indikatora eksterne likvidnosti i izloženosti finansijskom riziku. Takođe je značajno

9 Ibidem, str. 48-49.

10 Ibidem, str. 48-49.

opao i neto spoljni dug, izveden po odbitku deviznih rezervi, koji se gotovo izjednačio sa stanjem na kraju 2002. (8,95 prema 9,05 milijardi SAD dolara). Karakteristično je da su devizne rezerve poslovnih banaka istovremeno sporije rasle, da bi krajem prošle godine pale ispod nivoa zabeleženog tri godine ranije.<sup>11</sup>

(3.6) *Novčana masa* u užem smislu (M1 – gotov novac i dinarski depoziti po viđenju) i primarni novac (gotov novac i obavezne rezerve banaka) u dinarskom izrazu rasli su veoma usporeno, kao posledica izrazito restriktivne monetarne politike. Prosečne godišnje stope dinarskog rasta iznosile su 15,2% za M1 i 10,8% za primarni novac, dok su iste godišnje stope dolarskog rasta bile 8,1% i 3,5% respektivno. Novčana masa M1 na kraju 2005. godine dostigla je 2.006 miliona, a primarni novac 1.304,7 miliona SAD dolara.<sup>12</sup> Usporeni rast dinarske novčane mase u poređenju sa brzim rastom deviznih rezervi imao je za posledicu vidno opadanje finansijskog rizika.

#### 4. INDIKATORI EKSTERNE LIKVIDNOSTI

(4. 1) *Devizne rezerve prema uvozu roba i usluga* u mesecima jesu pokazatelj mogućnosti plaćanja uvoza isključivo iz deviznih rezervi, dobijen stavljanjem u odnos godišnjeg broja meseci i koeficijenta pokrivenosti uvoza deviznim rezervama zemlje.

Analizirani indikator iznosio je po godinama 4,4 (2002), 5,2 (2003), 4,4 (2004) i 9,1 mesec (I-XI 2005). Izvanredno poboljšanje u prošloj godini, naročito u drugom polugodištu, posledica je simultanog ubrzanja rasta deviznih rezervi i usporavanja rasta uvoza. Poređenjem sa indikatorima za izabranu grupu zemalja može se upotpuniti njegova ocena za Srbiju. Prosečna devizna pokrivenost uvoza u periodu januar 2002. – jun 2005. od 4,75 meseci (Tabela 1) rezultirala je slabijim prosečnim rangom Srbije – 6,5. Porast indikatora na 9,1 mesec do kraja novembra prošle godine usloviće najverovatnije pomeranje na visoko rangirano drugo mesto.

---

11 Ibidem, str. 54.

12 Ibidem, str. 20. i 28.

**Tabela 1: Devizne rezerve / Uvoz robe i usluga**

Zemlja	U mesecima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	4,9	5,5	6,7	5,7	6.	4-5.	2.	2.
Rusija	5,8	5,2	11,5	12,8	1.	7-8	1.	1.
Češka	5,2	5,5	4,3	4,3	2-5.	4-5.	9.	7.
Slovačka	4,0	5,6	5,5	2,6	9.	3.	4.	10.
Rumunija	4,1	5,0	5,7	5,5	8.	9.	3.	3.
Poljska	5,2	5,4	4,4	4,2	2-5.	6.	7-8	8.
Hrvatska	5,2	5,7	5,2	4,8	2-5.	2.	6.	5.
Slovenija	5,2	6,0	5,4	4,6	2-5.	1.	5.	6.
Mađarska	2,7	2,8	2,8	2,8	10.	10.	10.	9.
Srbija	4,4	5,2	4,4	5,0	7.	7-8	7-8.	4.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

(4. 2) Devizne rezerve prema kratkoročnom dugu Srbije neprekidno su rasle, izuzimajući izvesno usporavanje u prvom polugodištu 2005. Krajem novembra 2005. pokrivenost kratkoročnog duga deviznim rezervama iznosila je 398%, dok će sa istekom decembra premašiti 500%, obzirom da su devizne rezerve poslednjeg meseca u godini uvećane čak za 491 milion SAD dolara. Visok stepen pokrivenosti kratkoročnog duga deviznim rezervama (T. 2) svrstava Srbiju, sa prosečnim rangom 3, među najlikvidnije zemlje u posmatranoj grupi. Prema prvim decembarskim podacima Srbija će u 2005. verovatno biti rangirana kao prva.

**Tabela 2: Devizne rezerve / Kratkoročni dug**

Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	258,5	269,3	273,3	214,0	4.	4.	4.	5.
Rusija	164,4	206,8	345,0	386,7	10.	6.	3.	1.
Češka	213,1	194,4	197,7	247,6	7.	7.	6.	4.
Slovačka	207,9	180,2	142,9	114,4	9.	9	9.	10.
Rumunija	1.709,0	1.937,0	-	361,9	2.	1.	-	3.
Poljska	211,7	179,8	150,9	157,2	8.	10.	8.	9.
Hrvatska	653,9	524,2	405,1	208,2	3.	2.	2.	7.
Slovenija	5.865,7	187,0	245,0	212,1	1.	8.	5.	6.
Mađarska	227,7	220,3	159,3	162,1	5.	5.	7.	8.
Srbija	223,5	336,2	424,9	375,9	6.	3.	1.	2.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

(4. 3) *Devizne rezerve prema bruto domaćem proizvodu* imale su rastuće učešće u intervalu od 16,0% do 18,9%. Usporavanje u prvoj polovini 2005. nije značajnije umanjilo ovo učešće, dok je ekspanzija deviznih rezervi do kraja godina povećala izvedeni indikator na preko 22%. Prema ovom indikatoru Srbija je u posmatranom periodu na prosečnom osmom mestu, mada će za celu 2005. izvesno zauzeti mesto u sredini grupe zemalja (T.3).

**Tabela 3: Devizne rezerve / BDP**

Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	28,3	28,8	38,2	34,9	4.	5.	1.	1.
Rusija	12,7	17,7	21,4	19,6	10.	8.	7.	7.
Češka	33,9	31,8	25,4	24,7	2.	2.	5.	3.
Slovačka	37,2	37,4	36,3	33,8	1.	1.	2.	2.
Rumunija	15,8	18,3	22,3	22,6	6.	7.	6.	4.
Poljska	15,1	16,2	15,2	12,5	8.	9.	10.	10.
Hrvatska	26,2	28,9	25,5	22,5	5.	4.	4.	5.
Slovenija	32,1	29,0	27,7	22,1	3.	3.	3.	6.
Mađarska	15,7	15,5	15,9	15,9	7.	10.	9.	9.
Srbija	16,0	18,8	18,9	18,3	9.	6.	8.	8.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

(4. 4) *Otplata duga prema bruto domaćem proizvodu* Srbije imala je malo učešće (prosečno 3,1%) zahvaljujući povoljnim finansijskim aranžmanima prilikom javnog zaduživanja pod pretežno koncesionalnim uslovima. Postepeni rast udela otplate duga u BDP-u ukazuje na sve obimnije servisiranje eksternih obaveza i ekspanziju privatnog duga, koji u budućnosti mogu ugroziti spoljnu likvidnost, bez obzira što je aktuelno učešće još uvek nisko u odnosu na grupu izabranih zemalja (T. 4)

(4. 5) *Otplata duga prema izvozu robe i usluga* spada u indikatore koji potvrđuju visoku (prosečno 13%), ali opadajuću eksternu likvidnost Srbije. Prosečan rang 3,5 takođe tendencijski pada, najavljujući period sve težeg održavanja likvidnosti, odnosno neizbežnost izdvajanja sve većeg dela izvoznih prihoda za otplatu duga (T.5).

Opšta ocena spoljne likvidnosti Srbije je zadovoljavajuća, što potvrđuje i prosečan rang 5,5 u izabranoj grupi respektabilnih zemalja. Zabrinjavajuće je sve izraženije pogoršavanje kratkoročnih mogućnosti izmirivanja inostranih dugova prema svim indikatorima eksterne likvidnosti, izuzimajući odnos deviznih rezervi prema kratkoročnom dugu.



**Tabela 4: Otplata duga / BDP**

Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	7,9	5,5	8,4	25,6	6.	4.	6.	9.
Rusija	4,4	3,0	4,8	6,6	2.	2.	3.	4.
Češka	5,1	4,2	12,1	10,5	3.	3.	9.	5.
Slovačka	11,5	7,2	23,3	60,4	9.	7.	10.	10.
Rumunija	6,3	6,6	7,1	4,6	5.	6.	4.	1.
Poljska	5,7	6,3	10,0	13,7	4.	5.	8.	7.
Hrvatska	10,5	8,0	8,2	20,5	8.	9.	5.	8.
Slovenija	8,4	7,8	3,3	5,9	7.	8.	2.	3.
Mađarska	11,9	10,3	9,5	10,8	10.	10.	7.	6.
Srbija	1,6	2,5	3,0	5,4	1.	1.	1.	2.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

**Tabela 5: Otplata duga / Izvoz robe i usluga**

Godina Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	14,9	10,1	14,4	41,3	5.	4.	4-5	9.
Rusija	12,7	8,8	13,8	17,7	3.	2.	3.	5.
Češka	7,8	6,1	17,0	14,4	2.	1.	7.	3.
Slovačka	15,8	9,2	30,4	79,5	6.	3.	10.	10.
Rumunija	17,8	18,4	19,2	11,5	7.	9.	8.	2.
Poljska	18,6	19,0	25,5	36,9	9.	10.	9.	8.
Hrvatska	22,3	15,2	16,0	26,1	10.	7.	6.	7.
Slovenija	14,3	13,6	5,5	9,3	4.	6.	1.	1.
Mađarska	18,4	15,6	14,4	15,7	8.	8.	4-5	4.
Srbija	7,7	12,5	13,0	18,9	1.	5.	2.	6.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

## 5. INDIKATORI EKSTERNE SOLVENTNOSTI

(5. 1) *Spoljni dug prema bruto domaćem proizvodu* najznačajniji je indikator međunarodne solventnosti i eksterne pozicije u celini. Prema metodologiji Svetske banke granični iznos ovog indikatora je 80%, a njegovo premašivanje najavljuje buduće probleme u otplati duga. Prosečan udeo od 67,6% pokazuje da Srbija održava prihvatljiv odnos duga i BDP-a, ali je u izabranoj grupi plasirana tek na osmo mesto u proseku. Takođe, primetno je stalno poboljšavanje ovog temeljnog indikatora (T.6). Odnos duga i BDP-a

za celu 2005. godinu, prema preliminarnim podacima, iznosi oko 61%. Ukoliko se poredi samo kratkoročni dug zemlje, njegov udeo u BDP-u neprekidno opada – 9,7% (2002), 7,1% (2003), 5,6% (2004) i 5,5% (2005. preliminarno), pre svega zahvaljujući povoljnoj ročnoj strukturi duga.

**Tabela 6: Spoljni dug / BDP**

Godina Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	63,3	65,6	70,7	62,1	8.	8.	8.	8.
Rusija	43,1	42,0	36,9	29,8	5.	4.	2.	1.
Češka	33,2	40,8	40,5	35,5	2.	2.	3.	2.
Slovačka	52,6	48,5	57,8	56,7	7.	5.	5.	6.
Rumunija	31,1	33,9	33,9	39,5	1.	1.	1.	3.
Poljska	34,7	49,5	53,0	40,8	3.	6.	4.	4.
Hrvatska	68,4	83,1	89,9	77,1	9.	10.	10.	10.
Slovenija	40,4	41,7	64,6	55,5	4.	3.	7.	5.
Mađarska	49,3	51,2	74,8	70,6	6.	7.	9.	9.
Srbija	78,6	71,7	62,8	57,3	10.	9.	6.	7.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

(5. 2) *Spoljni dug prema izvozu robe i usluga* drugi je najznačajniji indikator solventnosti i za Srbiju najnepovoljniji. Kritična granica ovog indikatora prema Svetskoj banci je 220%, zbog čega je Srbija svrstana u visoko zadužene zemlje (T.7). Izvesni napredak u 2005. godini nije bio dovoljan za ulazak u grupu srednje zaduženih zemalja, obzirom da je prethodni podatak oko 250%. Simptomatično je da Srbija još uvek nije uspela da popravi dužnički status, uprkos ublažavanju rigoroznih međunarodnih “standarda zaduženosti”.<sup>13</sup> Ubedljivo poslednje mesto istovremeno je indikator problema izmirivanja spoljnog duga iz izvoznih prihoda i strukturnih poremećaja.<sup>14</sup>

13 Blagoje S. Babić, *Finansijski odnosi Jugoslavije s evropskim okruženjem*, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, 2000, str. 10.

14 “Jasno je da se konkurentnost privrede Srbije na domaćem tržištu drastično smanjuje, a da se konkurentnost izvoza takođe smanjuje, što se ispoljava u enormnim apsolutnim i relativnim veličinama trgovinskog deficita.”, prof. dr Mladen Kovačević, “Dugoročne tendencije, stanje i ograničenja rasta konkurentnosti privrede i izvoza Srbije”, *Ekonomski anali*”, tematski broj, septembar 2004, str. 72.

**Tabela 7. Spoljni dug / Izvoz robe i usluga**

Godina Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	116,3	120,7	121,1	107,0	7.	6.	7.	7.
Rusija	126,4	121,5	105,6	93,8	8.	7.	4.	3.
Češka	59,2	61,8	56,8	48,6	1.	1.	1.	1.
Slovačka	76,5	62,1	75,5	75,0	4.	2.	2.	2.
Rumunija	87,7	93,9	91,4	101,8	5.	5.	3.	5.
Poljska	113,9	149,3	134,9	227,6	6.	8.	8.	10.
Hrvatska	145,6	158,0	174,5	194,2	9.	9.	9.	8.
Slovenija	68,9	72,3	106,5	94,4	2.	3.	5.	4.
Mađarska	76,2	82,9	113,3	106,0	3.	4.	6.	6.
Srbija	385,4	351,5	272,3	211,5	10.	10.	10.	9.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

## 6. INDIKATORI IZLOŽENOSTI FINANSIJSKOM RIZIKU

(6. 1) *Devizne rezerve prema novčanoj masi M1* je pokazatelj pokrivenosti gotovog novca u opticaju i dinarskih depozita po viđenju deviznim rezervama zemlje. Rastuće devizno pokriće M1 donelo je visok prosečan rang – 3,3 (T.8). Krajem prošle godine ovaj indikator dostigao je 291,3%, približavajući Srbiju leaderskoj poziciji u izabranoj grupi i status zemlje minimalno izložene finansijskom riziku.

**Tabela 8. Devizne rezerve / Novčana masa M1**

Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	149,8	129,3	128,6	130,5	3.	6.	6.	7.
Rusija	93,5	108,2	121,3	166,4	8.	7.	7.	3.
Češka	85,8	85,4	62,0	69,0	9.	8.	10.	9.
Slovačka	144,1	145,4	136,7	150,3	4.	5.	5.	5.
Rumunija	273,6	300,8	309,6	292,1	2.	1.	1.	1.
Poljska	97,4	80,3	62,6	66,4	7.	9.	9.	10.
Hrvatska	136,2	262,5	142,8	140,6	6.	2.	4.	6.
Slovenija	294,6	200,8	153,9	150,8	1.	3.	3.	4.
Mađarska	70,2	66,0	69,0	79,4	10.	10.	8.	8.
Srbija	142,1	180,4	221,1	250,0	5.	4.	2.	2.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

(6. 2) *Devizne rezerve prema primarnom novcu* je indikator devizne pokrivenosti gotovog novca i obaveznih rezervi banaka, prema kome je Srbija takođe visoko rangirana – četvrta u proseku (T.9). Vrednost ovog indikatora u 2005. godini dostigla je 447,8%, potvrđujući visok stepen finansijske sigurnosti zemlje.

**Tabela 9: Devizne rezerve / Primarni novac**

Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	180,5	197,1	187,6	200,1	7.	7.	6.	7.
Rusija	111,0	139,9	144,8	226,6	10.	9.	10.	6.
Češka	272,9	251,4	221,8	244,2	3.	6.	5.	5.
Slovačka	249,8	387,1	352,2	388,6	4.	2.	2.	3.
Rumunija	301,2	345,9	345,3	310,5	2.	3.	3.	4.
Poljska	177,2	191,6	159,0	176,1	8.	8.	8.	8.
Hrvatska	182,6	290,1	145,5	145,4	6.	4.	9.	10.
Slovenija	546,7	549,5	527,1	587,2	1.	1.	1.	1.
Mađarska	141,6	127,1	160,6	158,6	9.	10.	7.	9.
Srbija	194,7	277,0	319,5	421,2	5.	5.	4.	2.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

## 7. STEPEN OTVORENOSTI EKONOMIJE

(7. 1) *Izvoz i uvoz prema bruto domaćem proizvodu* pokazuje ekonomsku otvorenost zemlje. Srbija je privredno najzatvorenija zemlja posle Rusije. Relativno mali uticaj eksterne komponente na BDP (prosečno 70,5%) ostvarivan je u uslovima previsokog deficita u razmeni robe i usluga sa inostranstvom. Preliminarni podaci za 2005. pokazuju da je ostvarena otvorenost nepunih 70%, što je pogoršanje u odnosu na prethodnu godinu, ali je povoljno što je istovremeno zabeleženo vidno smanjenje spoljnotrgovinskog deficita.

## 8. KREDITNI REJTING

Srbija je dobila kreditni rejting tek krajem 2004. godine. Prvo je međunarodna rejting agencija Standard & Poor's u novembru utvrdila za Srbiju kreditni rejting B+, a zatim u julu 2005. rejting BB-. Druga rejting agencija Fitch u 2005. godini dodelila je Srbiji isti BB- rejting, najniži u izabranoj grupi zemalja. Poređenjem indikatora eksterne pozicije nije objašnjen

**Tabela 10: (Izvoz + uvoz) / BDP**

Zemlja	U procentima				Rang			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	112,8	80,0	127,1	140,9	5.	6-7.	4.	4.
Rusija	58,7	57,9	57,3	59,1	10.	10.	10.	10.
Češka	133,4	134,3	143,0	142,4	2.	2.	2.	3.
Slovačka	152,7	158,0	156,1	155,5	1.	1.	1.	2.
Rumunija	76,6	80,0	83,5	91,3	7.	6-7.	7.	7.
Poljska	63,8	69,0	80,5	74,5	8.	8.	8.	9.
Hrvatska	103,7	113,3	110,4	190,2	6.	5.	6.	1.
Slovenija	115,8	115,5	122,5	125,7	4.	4.	5.	6.
Mađarska	131,7	127,9	135,2	138,5	3.	3.	3.	5.
Srbija	63,7	63,7	74,8	79,7	9.	9.	9.	8.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, oktobar 2003, str.12, april 2004, str.17, oktobar 2005, str. 85-86.

ovako nizak kreditni rejting, pa se može zaključiti da su bili presudni neki drugi faktori. Prevagu drugih činilaca potvrđuju i međunarodni izveštaji o zemljama u tranziciji.<sup>15</sup>

## 9. ZAKLJUČNE OCENE

Indikatori eksterne likvidnosti i solventnosti Srbije pokazuju na izgled paradoksalne promene. Upoređivanjem komponenti može se otkriti da je primarni uzrok divergentnosti indikatora visok deficit spoljnotrgovinske razmene. Otuda su nepovoljni svi indikatori koji uključuju izvoz i uvoz robe i usluga. Istovremeno, uredno su izmirivane eksterne obaveze, dok su devizne rezerve obavezno rasle. S obzirom da se “servisiranje spoljnog duga, u normalnim okolnostima, vrši iz: deviznih rezervi i tekućeg deviznog priliva”, razjašnjenje očigledno mogu pružiti samo devizni tokovi, jer spoljnotrgovinski deficit neminovno izaziva neto devizni odliv.<sup>16</sup>

Značajni neto devizni prilivi ostvareni su u tekućim transferima i kreditnim i finansijskim transakcijama. Najsnažniji je uticaj menjačkih poslova, zatim srednjoročnih i dugoročnih kredita, porasta nove devizne šted-

15 European Bank for Reconstruction and Development, *Transition report 2004*, London, November 2004, pp. 170-173. (External sector)

16 Prof. dr Veroljub Dugalić, “Kako preurediti spoljni dug?”, *Vesnik*, Investbanka, jul-avgust 1998, str. 38.

nje, stranih direktnih investicija, priliva na devizne račune stranih lica, donacija i donacija.

Menjački poslovi izdvajaju se ne samo kvantitativno, već i kvalitativno. Neto devizni priliv iz ovih poslova ne implicira budući odliv, za razliku od kreditnih i brojnih drugih transakcija. Istovremeno, menjački bruto promet obezbeđuje građanima značajan deo deviza za direktna plaćanja i njihovu ličnu štednju. Ukupne razmere ovih poslova ilustruje kumulativno ostvaren poslednje četiri godine u iznosu od 13.745 miliona SAD dolara, od čega je preko šest milijardi neto otkup. Ukoliko se iskazani neto otkup sabere sa četvorogodišnjim porastom devizne štednje od 2.292 miliona SAD dolara, dobija se iznos koji premašuje 8,3 milijardi SAD dolara. Izneti proračun potvrđuje da su devizni transferi iz inostranstva daleko nadmašili iznos od 4,1 milijarde evra, evidentiran prilikom opšte devizne konverzije početkom 2002. godine. Generator menjačkih poslova je visoka tražnja za dinarima naših iseljenika, primalaca doznaka u zemlji i građana sa tezaurskim devizama, dok je udeo marginalan.<sup>17</sup>

Indikatori eksterne likvidnosti zemlje ukazuju na moguće probleme u otplati duga narednih godina. Dosadašnja istraživanja spoljnog duga označavaju kritičnim period 2007-2009, kada se očekuje najveće anuitetno opterećenje.<sup>18</sup> Prema novijim projekcijama ovaj kritični period nije nepremostiv, ali pod pretpostavkom da se zaustavi pogoršavanje indikatora eksterne likvidnosti i solventnosti i ispunji minimum uslova, pre svega rast BDP-a od 5% i izvoza od 25% prosečno godišnje. Ispunjenjem datih pretpostavki bila bi izbegnuta dužnička kriza zemlje do 2010.<sup>19</sup>

Poređenje sa grupom izabраниh zemalja pokazuje da je Srbija natprosečno eksterne likvidna, slabo solventna, izuzetno finansijsku sigurna i ekonomski zatvorena. Prosečan rang je 5,5 u grupi respektabilnih zemalja, od kojih je pet u Evropskoj uniji. Zadovoljavajuća eksterna pozicija istovreme-

17 “Migracije i doznake proizvode generalno pozitivan ekonomski uticaj na kraće staze (efekti dohotka i efekti platnog bilansa) kao i na duže staze (ublažavanje ograničenja likvidnosti za domaćinstva sa nižim i srednjim primanjima, povećane investicije u urbanom i ruralnom sektoru).”, Svetska banka, Izveštaj br. 29258-YU, *Srbija i Crna Gora, Republika Srbija – Program za ekonomski rast i zapošljavanje*, decembar 2004, str. 13.

18 Jefferson institut, “*Konkurentnost privrede Srbije*”, Beograd, 2003, str. 318.

19 Narodna banka Srbije, “*Održivost spoljnog duga Srbije*”, jun 2004, str. 8. i 29. Pri tome se obaveze isplate stare devizne štednje ne priključuju spoljnom dugu, kao što je uobičajeno, već se u kapitalnom bilansu prikazuju kao odbitna stavka.

no je indikator otplatnog potencijala u narednim godinama. Međutim, nepovoljan odnos spoljnog duga i izvoza nameće Srbiji status visoko zadužene zemlje, zbog čega je njen kreditni rejting najniži u analiziranoj grupi zemalja.

Sumarna ocena eksterne likvidnosti i solventnosti Srbije je pozitivna, pre svega zahvaljujući egzogenim faktorima visokog neto deviznog priliva. Ohrabrujuće je što su egzogeni uticaji pojačani protekle godine. Endogeni činioci nisu pogodovali eksternoj poziciji zemlje, posebno visok spoljnotrgovinski deficit. Sadejstvo rastućih egzogenih podsticaja i smanjenja eksternog deficita može osigurati uredno servisiranje garantovanih obaveza do isteka ove decenije.

#### LITERATURA

1. Prof. dr Blagoje Babić, "Spoljni dug SR Jugoslavije i međunarodne finansijske ustanove", *Međunarodni problemi*, Vol. LIII, br. 3, 2001, str. 238-270.
2. Blagoje S. Babić, "*Finansijski odnosi Jugoslavije s evropskim okruženjem*", Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, 2000, str. 8-144.
3. Prof. dr Mladen Kovačević, "Dugoročne tendencije, stanje i ograničenja rasta konkurentnosti privrede i izvoza Srbije", *Ekonomski anali*, tematski broj, septembar 2004, str. 35-79.
4. Prof. dr Mladen Kovačević, "Ekonomija Srbije u odnosima sa inostranstvom: preliminarna ocena za 2005.", *Mesečne Analize i Prognoze*, br. 5-10, januar 2006, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 51-55.
5. Dr Biljana Stojanović, "Saradnja Jugoslavije s Međunarodnim monetarnim fondom, 1944-1990.", *Jugoslovenski pregled*, Sveska 5-6, 1991, str. 449-458.
6. Prof. dr Veroljub Dugalić, "Kako preurediti spoljni dug?", *Vesnik*, Investbanka, jul-avgust, 1998, str. 36-39.
7. Jefferson institut, "*Konkurentnost privrede Srbije*", Beograd, 2003, str. 317-334.
8. Narodna banka Srbije, "*Održivost spoljnog duga Srbije*", jun 2004, str. 1-33.
9. Narodna banka Srbije, *Godišnji izveštaj 2004*, str. 78-91, 136-144.
10. Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Oktobar 2003, str. 10-12.
11. Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, April 2004, str. 16-18.

12. Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Oktobar 2005, str. 83-88.
13. Narodna banka Srbije, *Statistički bilten*, Decembar 2005, str. 13-58.
14. European Bank for Reconstruction and Development, *Transition report 2004*, London, November 2004, pp. 89-197.
15. The World Bank, “*Transition – The First Ten Years*”, Washington, D.C., 2002, pp. 59-69.
16. Svetska banka, Izveštaj br. 29258-YU, *Srbija i Crna Gora, Republika Srbija – Program za ekonomski rast i zapošljavanje*, Decembar 2004, str. 5-57.
17. Danica Popović, “Privredna aktivnost i makroekonomska politika u tranziciji” u: Grupa autora, *Četiri godine tranzicije u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2005, str. 35-50, 69-80.

***Dr. Vlastimir VUKOVIĆ***

## **THE EXTERNAL LIQUIDITY AND SOLVENCY OF SERBIA**

### **SUMMARY**

The author analyses the external liquidity and solvency of Serbia in the 2002-2005 period. He explains that the external indebtedness is one of the economic problems being always current in Serbia. After consolidation of the inherited external debt in 2000, new public and private obligations have been created. The indicators of the external liquidity and solvency of the state show its short-term prospects and long-term capability for external debt servicing. The Serbian external position also depends on financial risks and the economy openness level, and shows its official credit rating.

The main problem of the Serbian external debt servicing is a high deficit in trade balance, making all indicators negative and they involve both exports and imports. In spite of such a deficit, payment of the external debt has proceeded on a regular basis and growth of foreign exchange reserves has been rapid. The indicators of external liquidity, of external solvency, of exposure the financial risks, and the economy openness degree, show that the liquidity and solvency of Serbia have significantly been determined by the external foreign exchange flows with high net inflows: foreign currency exchange, foreign loans, savings in foreign exchange, remittances, and foreign direct investment. It is characteristic that growth of these inflows is going abreast with recovery of the banking sector and penetration of foreign banks.

A comparison of the same indicators for a group of selected countries shows that the external liquidity of Serbia is more than average, while the solvency



is weak; the financial stability is extremely high, but the economy openness level is not sufficient. The average range is 5.5 for the group of respectable countries, of which five are members of the European Union. A satisfactory external position is at the same time an indicator of payment potential in the next years. For the unsatisfactory ratio of external debt and exports Serbia is a highly indebted country, and it is the cause of its lowest credit rating in the analysed group of countries.

The overall evaluation of the external liquidity and solvency of Serbia is satisfactory because of the external factors that include high net foreign exchange inflows. A positive thing is that the external impact has increased in 2005. The internal factors have aggravated the external position of the country, this especially referring to a high deficit in trade balance. The effects of the increasing external stimulus and a decrease of external deficit should assure regular servicing of the guaranteed obligations till the end of the decade, concludes the author.