

Ekonomika preduzeća



Dragan Đuričin	SISTEMSKI RIZIK U KRIZI I MERE ZA UPRAVLJANJE RIZIKOM NA NIVOU KOMPANIJE	1
Jovan Ranković	ŠTA SU PRIORITETI U REŠAVANJU NAŠE EKONOMSKO-FINANSIJSKE KRIZE	16
Edvard Jakopin Jurij Bajec	IZAZOVI INDUSTRIJSKOG RAZVOJA SRBIJE: MAKROEKONOMSKI KONTEKST	22
Dušan Vujović	EKONOMSKA POLITIKA U VREME KRIZE: IZAZOVI, OGRANIČENJA, PARADOKSI	36
Pavle Petrović	EFEKAT SVETSKE FINANSIJSKE KRIZE NA SRBIJU I ODGOVOR EKONOMSKE POLITIKE	43
Đorđe Kaličanin	EKONOMSKA LOGIKA GENERIČKIH STRATEGIJA ZA NIVO BIZNISA	51
Đorđe Kaličanin	Prikaz knjige: "LIDERSTVO U PREDUZEĆIMA" PROF. DR MOMČILO MILISAVLJEVIĆ	





 **jugohemija**

Resavska 31, Beograd
www.jugohemija.com

EP Ekonomika preduzeća

ČASOPIS SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE

OSNOVAN 1947. GODINE U BEOGRADU

GODINA LVII JAN-FEB 2009

BROJ 1-2 str. 001-062

IZDAVAČ: SAVEZ EKONOMISTA SRBIJE

Beograd, Dobrinjska 11/1

Bulevar Mihajla Pupina 147

Tel: 011/264-49-80; 361-34-09

Fax: 011/362-96-89

Ž.R: 205-14935-97 Komercijalna banka

WEB: www.ses.org.rs

www.aapsyu.org

E-mail: office@ses.org.rs

PRESEDNIK SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE

Dragan Đuričin

ODGOVORNI UREDNIK

Nikola Stevanović

ZAMENIK ODGOVORNOG UREDNIKA

Dragan Đuričin

REDAKCIJA

Jelena Birovljev

Dejan Malinić

Goran Petković

Jovan Ranković

Danilo Šuković

Dušan Vujović

Slobodan Malinić

Milan Matijević

Zoran Njegovan

Blagoje Paunović

Marko Simoneti

Ljiljana Stanković

Milica Uvalić

TEHNIČKI UREDNIK

Branko Cvetić

ŠTAMPA

"Kuća štampe" 011 307.5.307

stampanje.com

Štampano u 350 primeraka

Časopis izlazi šest puta godišnje

Godišnja pretplata 4.000 dinara bez PDV-a

Za inostranstvo 8.000 dinara bez PDV-a



vaj broj našeg časopisa sadrži šest članaka, jedan prikaz knjige i aktuelna obaveštenja o aktivnostima SES-a.

Prof. dr Dragan Đuričin, u uvodnom članku, na sažet način uz očuvanu analitičku dubinu, fokusira osvedočene i moguće pretnje i posledice globalne ekonomske krize po ekonomiju Srbije, kao i modalitete njene zaštite od te pošasti, odnosno što bezbolnijeg i delotvornijeg odupiranja negativnim uticajima putem pažljivo osmišljene realistične ekonomske politike. U tu svrhu autor s razlogom upozorava na svu ozbiljnost globalne ekonomske

krize, predstavlja preduzete antikrizne mere u razvijenim kapitalističkim zemljama porekla krize, identifikuje i dimenzionira ranjivost srpske ekonomije kao posledicu nasledene ekonomske krhkosti i niskih tranzicionih performansi, ukazuje na primordijalnost realnog sektora i posebno industrije, kako u pogledu već pretrpljenih udara tako i u pogledu daljnjih pretnji ekonomske krize i imperativa ekonomsko-političkog i svakog drugog okretanja tom sektoru, tržištu kapitala i motivisanju investiranja posebno u kontekstu novonastalih sistemskih rizika, čijom se analizom detaljnije bavi.

Prof. dr Jovan Ranković se u svom članku takođe bavi pitanjem rešavanja ekonomsko-fnansijske krize u Srbiji, i to iz jednog posebno dramatičnog ugla. Naime, autor kroz jednu autentičnu, pre svega kvantitativnu, dakle čvrsto utemeljenu, a onda i kvalitativnu analizu ostvarenja, a pre svega aktuelnog ekonomsko-fnansijskog položaja, odnosno bilansa potencijala srpske privrede, ukazuje na njen ogromni „kamen o vratu“ s kojim je sačekala nalet globalne ekonomske krize. Veličinu i ozbiljnost tog privrednog hendikepa dokazuje činjenicom nad činjenicama, odnosno brojkama o ogromnim akumuliranim gubicima, njihovom finansiranju pretežno skupim kratkoročnim kreditima, nedostatku neto obrtnog kapitala i kapitala uopšte, velikoj postojećoj i još većjoj pretećoj nelikvidnosti i drugim fnansijsko-strukturnim poremećajima u privredi Srbije. Zato u fnansijskoj sanaciji privrede vidi prioritete za jednu smisleni antikriznu politiku.

Dr Edvard Jakopin i Prof. dr Jurij Bajec su u svom članku stavili pod lupu industrijski razvoj Srbije, kao središnje pitanje razvoja realnog sektora i ukupnog ekonomskog razvoja zemlje. Predstavivši, najpre, performanse industrijske proizvodnje EU, koja, mada vrlo razvijena, zaostaje u industrijskom razvoju za SAD, Japanom i Kinom, autori glavnu pažnju usmeravaju na industrijski razvoj Srbije, naravno komparativno u odnosu na dostignuto stanje i buduću industrijsku politiku EU. U okviru jedne sardžajne i uverljive analize autori ukazuju na veoma veliko zaostajanje naše industrijske proizvodnje u odnosu na EU, i to ne samo zemlje s drugim stažom članstva, već i zemlje koje su, zahvaljujući bržoj tranziciji od Srbije, odskora članice EU, pre svega usled neprilagodene strukture industrijske ponude, tehnološkog zaostatka, niskog nivoa specijalizacije industrijskog izvoza, niske cenovne i troškovne konkurentnosti i sl., što su veoma ozbiljni izazovi za industrijsku politiku zemlje, pogotovo što industrija jeste i treba da bude glavni činilac rasta izvoza te tako i smanjenja spoljnotrgovinskog i platno-bilansnog deficita. U vezi sa svim tim autori ekspliciraju neophodne elemente za buduću industrijsku politiku Srbije.

Članak dr Dušana Vujovića fokusiran je na ukupnu ekonomsku politiku Srbije u vezi sa aktuelnom krizom ili, tačnije, na Program Vlade Srbije. No, pre toga autor je dao jedan kratak, ali vrlo efekatan osvrt na uzroke, neposredni povod i posledice tekuće globalne fnansijske krize, poentirajući, u krajnjoj liniji, prelikvidna i preslobodna fnansijska tržišta kao produktor fnansijskog buma koji je, po zakonitosti kratkoročnog trajanja, nužno doveo do krize. Predviđajući da će drugi talas krize snažnije pogoditi Srbiju, autor u Programu Vlade, sa okosnicom u jačanju fiskalne politike, nastavljajući obazrive monetarne politike, unapređenju sistema reagovanja na krizne pojave i ubrzanju ukupnih strukturnih reformi, vidi vredan pokušaj antikrizne politike. Pri tom ukazuje, analitički ih predstavljajući, na suštinska, nametnuta i fiktivna ograničenja Programa, kao i na paradokse makro-ekonomskih događanja kod nas na koje se u realizaciji Programa može naići.

Prof. dr Pavle Petrović je svoj članak posvetio analizi dve krupne grupe pitanja. To su pravci udara fnansijske krize na Srbiju i odgovori ekonomske politike. U okviru prve grupe pitanja autor je, pokazavši kretanje odgovarajućih makroekonomskih indikatora u Srbiji po kvartalima za 2008. godinu, potvrdio hipotezu da će pod udarom globalne fnansijske krize u Srbiji neminovno doći do snažnog pada privredne aktivnosti, da je to uslovljeno padom agregatne tražnje, i da je do toga došlo zbog ukupne monetarne kontrakcije u zemlji uprkos popustljivoj fiskalne politike, potvrđujući te veze i primenom jednog ekonometrijskog modela. Razmatrajući drugu grupu pitanja, odnosno odgovore ekonomske politike, autor je, najpre, izložio elemente i efekte primenjene monetarne i fiskalne politike, ukazavši i na posledice njihove nedovoljne usaglašenosti, da bi, na kraju, sintetizujući efekte tih politika kroz analitički okvir Mundell-Fleming-ovog modela, opisao startnu poziciju za buduće antikrizne mere pre svega u okviru ove dve politike.

Dr Đorđe Kaličanin je u svom članku saopštio rezultate svog uspešnog i za čitalačku publiku vrlo korisnog promišljanja ekonomskih rezona poznatih generičkih strategija. U tu svrhu je, najpre, razmotrio kreiranje vrednosti za akcionare i firmu u celini te tako i za druge stekholdera, kao poslovno-fnansijski imperativ svake kompanije i podlogu za nailazeća razmatranja pojedinih generičkih strategija na nivou biznisa. U tome je autor glavnu pažnju usmerio, ne na puko opisivanje strategija, već pre svega na ispitivnje njihve ekonomske logike u kontekstu pomenutog vrhovnog cilja. Vredno je istaći i to što je autor razmotrio pitanje formulisanja strategije u uslovima delovanja činoca elastičnosti tražnje i, posebno, problematiku preduzeća srpske privrede pred izborom između mogućih strategija, što je jedno od njihovih ključnih pitanja, u čijem rešavanju im ovaj napis može pomoći.

Na kraju, prikaz knjige „Liderstvo u preduzećima“, drugo, izmenjeno i dopunjeno izdanje, autora Prof. dr Momčila Milišavljevića, pripremljen od strane dr Đorđa Kaličanina, predstavlja za naše čitaoce veoma korisnu informaciju o jednoj značajnoj knjizi.



KOPAONIK

RAST U USLOVIMA GLOBALNE RECESIJE I FINANSIJSKE KRIZE:

MART 2, 2009 REGISTRACIJA I DOBRODOŠLICA

20:00-21:00 Registracija

21:00-22:00 MK Group Welcome Drink

MART 3, 2009 EKONOMSKI KONTEKST I PERSPEKTIVE RAZVOJA POČETKOM 2009. GODINE

09:30-09:45 Otvaranje skupa

Boris Tadić, predsednik Republike Srbije

09:45-10:00 Specijalni gost:

Milorad Dodik, predsednik, Vlada Republike Srpske

10:00-11:00 Ključni problemi i skice za njihovo rešavanje

Uvodni referati:

Mirko Cvetković, predsednik, Vlada Republike Srbije

Prof. **Dragan Đuričin**, predsednik, Savez ekonomista Srbije
"Uticaj ekonomske krize na privredu Srbije i odgovori ekonomske politike"

11:00-11:30 Monetarna i fiskalna perspektiva makroekonomske stabilnosti

Uvodni referati:

Diana Dragutinović, ministar finansija, Vlada Republike Srbije

Mlađan Dinkić, potpredsednik Vlade i ministar ekonomije i regionalnog razvoja, Vlada Republike Srbije

11:30-11:45 Specijalni gost:

Tilo Berlin, predsednik Izvršnog odbora Hypo Alpe Adria Bank International AG Klagenfurt

11:45-12:15 Kafe pauza

12:15-13:15 Panel 1: Da li je moguć održivi razvoj Srbije?

Moderator:

Prof. **Dušan Vujović**, glavni ekonomista, World Bank

"Ekonomska politika u vreme krize: izazovi, ograničenja, paradoksi"

Panelisti:

Prof. **Miroslav Labus**, Pravni fakultet Beograd

"Ekonomska kriza u Srbiji: između rasta i strukovnih promena"

Prof. **Boris Begović**, Pravni fakultet Beograd

"Održivi rast srpske privrede: institucionalni aspekti"

Vladimir Čupić, predsednik Izvršnog odbora, Hypo Alpe Adria Bank

"Da li su postojeći kapaciteti dovoljni za održiv razvoj Srbije"

13:15-14:30 Panel 2: Ekonomska i industrijske politike u uslovima krize

Moderator:

Prof. **Jurij Bajec**, Ekonomski fakultet Beograd

"Izazovi industrijskog razvoja Srbije: makroekonomski kontekst"

Panelisti:

Edvard Jakopin, direktor, Republički zavod za razvoj

Prof. **Goran Petković**, državni sekretar, Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja, Vlada Republike Srbije

"Ekonomska politika Srbije u uslovima globalne krize"

Branislav Grujić, predsednik PSP Farman

Miodrag Kostić, predsednik, MK Group

Zoran Drakulić, predsednik, East Point Holdings

Branko Radujko, generalni direktor, Telekom Srbija

14:30-17:00 Komunikacije

17:00-19:00 UNIQA ekspertna košarkaška liga

"Nepobedivi" vs. "Svi ostali ekonomisti"

19:30-20:00 Prilagođavanje Toyote svetskoj ekonomskoj krizi

Miloš Kržić, regionalni direktor, Toyota centar

20:00-20:30 Specijalni gost

Radovan Jelašić, guverner, Narodna banka Srbije

20:30-22:00 Panel 3: Uloga stranih investitora u ostvarenju ciljeva razvoja Srbije

Moderatori:

Vesna Arsić, državni sekretar, Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja, Vlada Republike Srbije

Panelisti:

Nebojša Ćirić, državni sekretar, Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja

Đovani de Filipis, generalni direktor, Fiat automobili Srbija

Panagiotis Vlasidis, predsednik Izvršnog odbora, Alpha Bank

Roland Haidner, član Upravnog odbora i finansijski direktor, VIP mobile

Zoran Višnjić, generalni direktor, Uniqa osiguranje



BIZNIS FORUM

(NE)KONVENCIONALNE INICIJATIVE

2009

Mar 3-5

MART 4, 2009: KAKO DA MAKRO-EKONOMSKE POLITIKE POMOgnu OSTVARENJE CILJEVA RAZVOJA?

09:30-10:00 Specijalni gost:

Božidar Đelić, potpredsednik Vlade za evropske integracije i ministar za nauku i tehnološki razvoj, Vlada Republike Srbije

10:00-10:45 Uvodni referati:

Prof. **Pavle Petrović**, Ekonomski fakultet Beograd
"Efekat svetske finansijske krize na Srbiju i odgovor ekonomske politike"

Prof. **Boško Živković**, Ekonomski fakultet Beograd
"Globalna recesija i privreda Srbije"

10:45-11:45 Panel 4: Kako regulativa utiče na finansijski sektor?

Moderator:

Zoran Vojnović, zamenik predsednika Izvršnog odbora, UniCredit Bank

Panelisti:

Darko Botić, generalni direktor, DDOR Novi Sad

Dušan Antonić, predsednik Izvršnog odbora, Agrobanka

Slavko Carić, predsednik Izvršnog odbora, Erste Bank

11:45-12:15 Kafe pauza

12:15-13:00 Panel 5: Šta sa tržištem kapitala?

Moderator:

Vida Uzelac, predsednik i direktor, Centralni registar za hartije od vrednosti
"Globalna recesija i finansijska kriza - inicijative za prevazilaženje"

Panelisti:

Vidosava Džagić, potpredsednik, Privredna komora Srbije
"Uticaj ekonomske krize na likvidnost banaka i privrede u Srbiji"

Đorđe Jovanović, član, Komisija za hartije od vrednosti

Gordana Dostanić, direktor, Beogradska berza

"Beogradska berza u svetlu međunarodne krize finansijskih tržišta i privredne recesije"

14:00-18:00 Snegovanje od Hypa do Vipa - ski trka i piće posle trke

20:00-20:30 Finansijski softver za krizni menadžment

Miša Tomašev, direktor prodaje, Halcom EBB

20:30-22:00 Panel 6: Šta je u Srbiji urađeno i šta je trebalo da bude urađeno u 2008 i šta treba uraditi u 2009?

Moderator:

Prof. **Dragan Đurićin**, predsednik, Savez ekonomista Srbije

Panelisti:

Božidar Đelić, potpredsednik Vlade za evropske integracije i ministar za nauku i tehnološki razvoj, Vlada Republike Srbije

Slobodan Milosavljević, ministar trgovine i usluga, Vlada Republike Srbije

Nenad Popović, predsednik Upravnog odbora, ABS Holdings
"Strane direktne investicije u Srbiji i izlazak iz krize"

Mlađan Dinkić, potpredsednik Vlade i ministar ekonomije i regionalnog razvoja, Vlada Republike Srbije

Prof. **Goran Pitić**, predsednik Upravnog odbora, Societe Generale Bank

Vladimir Čupić, predsednik Izvršnog odbora, Hypo Alpe Adria Bank

MART 5, 2009 KONKURENTNOST I KONTROLA MONOPOLA

09:30-11:00 Panel 7: Konkurentnost

Moderator i uvodničar:

Prof. **Nebojša Savić**, Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju
"Kako unaprediti konkurentnost srpske privrede u uslovima ekonomske krize"

Panelisti:

Slobodan Ilić, državni sekretar, Ministarstvo finansija u Vladi Republike Srbije

Prof. **Mihailo Crnobrnja**, Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju
"Integracija Srbije u EU - vazna poluga jačanja konkurentnosti"

Prof. **Ana Trbović**, USAID Projekat za razvoj konkurentnosti
"Reforma propisa kao alatka za jačanje konkurentnosti Srbije"

Predrag Jovanović, direktor, Uprava za javne nabavke

11:00-11:45 Panel 8: Monopoli i regulativa

Panelisti:

Prof. **Boban Stojanović**, Ekonomski fakultet Niš

"Nova regulacija državne pomoći i politika zaštita konkurencije u Srbiji"

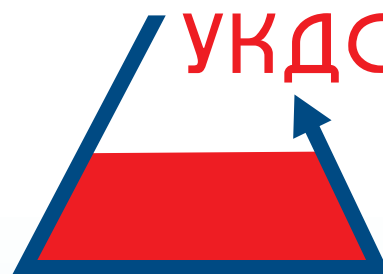
Prof. **Dragan Đurićin**, predsednik, Savez ekonomista Srbije

"Poređenje cena osnovnih životnih namirnica u prodajnim formatima u Beogradu i glavnim gradovima država okruženja"

11:45-12:00 Završna reč



AKTIVNOSTI UDRUŽENJA KORPORATIVNIH DIREKTORA SRBIJE



Udruženje nastavlja sa intenzivnom obukom svojih članova i kandidata za članove, koji će krajem godine sticati i obnavljati status u Udruženju.

U saradnji sa kompanijom Stanton Chase, 12. februara održan je kurs „Ljudski kapital i korporativna praksa“. Kompanija je rangirana među vodećih 10 međunarodnih executive search konsultantskih firmi po veličini, brzini razvoja i reputaciji i naročito je cenjena zbog uspešne poslovne procene u komplikovanom procesu pronalaženja i odabira vrhunskih rukovodećih kadrova. Glavni ciljevi bili su upoznavanje sa svrhom planiranja ljudskog kapitala i karijere i dobrom praksom u okruženju.

Udruženje je aktivno učestvovalo u pripremi i realizaciji Kopaonik biznis foruma 2009 koji je održan od 3-5. marta na temu: „Rast u uslovima globalne recesije i finansijske krize: (ne) konvencionalne inicijative“. Prvi dan foruma bio je posvećen ekonomskom konceptu i perspektivama razvoja početkom 2009. godine, drugi makro-ekonomskim politikama u funkciji ostvarenja ciljeva razvoja, dok se trećeg dana diskutovalo na temu konkurentnosti i kontrole monopola.

Skupu su prisustvovali predsednik Republike Srbije Boris Tadić, predsednik Vlade Republike Srbije Mirko Cvetković, predsednik Vlade Republike Srpske Milorad Dodik, ministri u Vladi – Božidar Đelić, Mlađan Dinkić, Diana Dragutinović i Slobodan Milosavljević, i guverner NBS Radovan Jelašić. Pozivu su se odazvali i drugi relevantni učesnici – ugledni profesori i istaknuti stručnjaci iz različitih akademskih i drugih institucija, predstavnici banaka i najuspešnijih preduzeća kao i strani investitori koji su, zapravo, naši najveći ekonomski prijatelji iz Austrije (Tilo Berlin, Hypo banka International AG Klagenfurt i Roland Haidner, VIP mobile), Italije (Đovani de Filipis, Fiat automobili Srbija) i Grčke (Panagiotis Vlasiadis, Alpha Banka). Kao i ranijih godina, pripremljen je kvalitetan zbornik sa 22 rada, a prema podacima stručne službe Saveza u radu foruma je učestvovalo oko 350 učesnika. Skup je bio medijski izuzetno praćen i imao je veliki odjek u javnosti.

U okviru Centra za korporativno upravljanje Udruženje najavljuje još dva kursa: „Transferne cene“ i „Upravljanje rizicima u uslovima globalne recesije“ i planira da organizuje još niz predavanja u okviru programa „direktor direktorima“ koji obuhvata razmenu iskustava između direktora poznatih svetskih korporacija i domaćih direktora.

Udruženje ostaje čvrsto posvećeno svom osnovnom cilju, razvoju delotvornog etičkog korporativnog i javnog upravljanja koje će dovesti do podizanja konkurentnosti, rasta ekonomskih sloboda i smanjenja korupcije.

UOČAVANJE I UPRAVLJANJE RIZICIMA U USLOVIMA GLOBALNE EKONOMSKE KRIZE

Dragan Đurićin

Ekonomski fakultet/Deloitte

Sažetak

Globalna ekonomska kriza pojačava negativne efekte lokalne ekonomske krize koja u formi tranzicione stagflacije postoji u Srbiji poslednje dve decenije. Ključni makro-ekonomski indikatori ukazuju na nesklad između realnog sektora i finansijskog sektora. Realni sektor u Srbiji je mnogo izloženiji rizicima koje inicira globalna ekonomska kriza od finansijskog sektora (verovatno zbog dominacije stranog vlasništva). U uslovima smanjenog pada agregatne tražnje, smanjenog priliva kapitala iz inostranstva i rasta troškova servisiranja duga, povećava se pritisak na depresijaciju domaće valute praćen neizvesnošću oko vrednosti ravnotežnog kursa i time makro-ekonomska nestabilnost. Iz prethodnih razloga ekonomska politika u uslovima krize ima dva fokusa: stabilan kurs i održavanje nivoa privrednih aktivnosti. Poslednje mere vlade i centralne banke u Srbiji otvaraju prostor za stabilizaciju deviznog kursa kao i održavanje nivoa privatne tražnje i javne potrošnje. Međutim, predložene mere otvaraju dileme u vezi dometa efekata i održivosti. Glavni razlog je rast stepena izloženosti riziku.

Ključne reči: *Globalna ekonomska kriza, tranziciona stagflacija, ključni privredni indikatori, indikatori izloženosti rizicima, sistemski rizik, nesistemski rizik, upravljanje rizicima.*

Summary

The global downturn is amplifying its negative effects on the local economic crisis, which in a form of transitional stagflation, has been existent in Serbia for the last two decades. The key macro-economic indicators demonstrate a disproportion between the real and financial sectors. The real sector is much more exposed to the crisis and its negative impact than the financial sector (probably due to foreign ownership). In the conditions of credit crunch, demand squeeze, and the external liquidity problem, the pressure is increased on the depreciation of local currency followed by the uncertain value of nominal FX rate. Due to these circumstances the policy respond have shifted the focus on encouraging stable FX rate and maintaining the level of economic activities. The proposed measures undertaken by the government and the central bank of the Republic of Serbia will release the prospect of stable FX rate as well as private demand and public spending maintaining. The proposed measures unbolt dilemmas in regards to the scope of consequences and sustainability. The main reason for that is growing risk exposure.

Key words: *global downturn, transitional stagflation, key economic indicators, vulnerability indicators, turnaround strategy, bank rehabilitation, fiscal stimulus, debt restructuring, regulatory risk, external indebtedness.*

UVOD

Globalna ekonomska kriza je u toku. Većina se slaže da je niko neće izbeći iako se teško može predvideti koliko će trajati. Za nas u Srbiji, globalna ekonomska kriza otvara dva problema. Pre svega, globalna kriza pojačava lokalnu ekonomsku krizu koja u formi tranzicione stagflacije deluje u Srbiji skoro dve decenije. Drugi problem je potencijalan i može nastati usled neadekvatnog odgovora države na posledice krize. U nastojanju da se elaboriraju prethodni problemi, materija ovog rada je strukturirana u tri dela, pored Uvoda i Zaključka. Prvi deo rada se bavi globalnom krizom. Drugi deo je posvećen analizi ranjivosti privrede Srbije na globalnu krizu i stepena izloženosti rizicima. Treći deo se bavi modelima uočavanja i upravljanja rizicima u novim uslovima.

Nažalost, prostor za izvodljive i efektivne mere je veoma sužen. Ovaj rad je pisan sa namerom da obezbedi maksimalan broj uporišta za izvodljive i efektivne mere koristeći modele upravljanja rizicima. Na ovakav pristup presudno su uticala dva razloga. Prvo, nepristojno je kritikovati situaciju u kojoj se nalazimo i navoditi razloge zbog kojih smo u njoj bez predloga rešenja kada postoji opasnost da recesija brzo sklizne u depresiju, možda čak i socijalnu destrukciju. U tom slučaju postoji mogućnost gubitka svega i za sve. Drugo, proaktivan pristup je uvek dobrodošao a posebno u krizi pošto omogućava da se hendikepi pretvore u prednosti („kad vetar duva, jedni prave zidove a drugi vetrenjače”).

GLOBALNA EKONOMSKA KRIZA

Posle osam godina neprekinutog rasta na globalnom nivou, počev od sredine 2008. godine dolazi do dramatičnih promena u operativnom okruženju privrednih subjekata. Prvi simptomi krize javili su se još sredinom 2007. godine i manifestovali su se padom likvidnosti finansijskog sektora. Kriza likvidnosti u finansijskom sektoru brzo se pretvorila u kombinovanu krizu solventnosti i produktivnosti realnog sektora zbog zastoja uslovljenih prekidima u finansiranju i/ili rasta troškova finansiranja. Gotovo trenutno kriza je evoluirala u sledeću fazu, pad proizvodnje, a u nekim slučajevima čak i „samoubistvo proizvodnje”. Sledeće faze krize manifestovaće se u izmeni konkuren-

tnosti preduzeća i nacionalnih ekonomija a, možda, i u opštoj institucionalnoj i političkoj krizi.

U tržišnim privredama ekonomska kriza nastaje, uglavnom, iz dva razloga: hiperprodukcija i neadekvatna regulacija finansijskog sektora. Kod hiperprodukcije, preduzeća nisu u stanju da prodaju zalihe svojih proizvoda/ usluga zbog nesklada između ponude i tražnje u korist ponude. Problem sa neadekvatnom regulacijom finansijskog sektora je složeniji. U slučaju poslednje krize problem je nastao kao posledica liberalizacije tržišta kapitala i isključivog fokusa centralnih banaka na kontrolu inflacije.

Okidač poslednje globalne krize je bio nov kulturni model SAD kao centra globalne ekonomije. Naime, stabilno makro-ekonomsko okruženje u većini relevantnih privreda je ohrabrilo sve vrste ekonomskih agenata da krenu u potragu za investicijama koje odbacuju ekstrasrednoprinosne. Investiciona manija prenela se sa preduzeća i finansijskih posrednika, prvo na nove finansijske posrednike (fondove privatnog kapitala i hedž fondove, na primer), zatim potpuno neočekivano na banke i na kraju na stanovništvo. To je u suprotnosti sa modelom konvencionalnog kapitalizma koji bazira na štednji sektora stanovništva koju svojim aktivnostima aglomeriraju banke u volumenu potrebnom za finansiranje realnih investicija kao i investicija u hartije od vrednosti koje su karakteristične za sektore gladne štednjom (realni sektor i država). Iako je štednja u SAD poslednjih godina praktično bila nula, tržište kapitala je, zahvaljujući finansijskim inovacijama i stečenom kredibilitetu kod investitora, uspeo da privuče štednju iz zemalja gde ona, uprkos ubrzanom razvoju i potrošnji, nije prestala da egzistira.

Cene nekretnina u SAD godinama su rasle brže od vrednosti instrumenata finansiranja što je stanovništvo definitivno odvojilo od štednje, odnosno, uputilo na investicije. Na primer, u 2007. godini banke u SAD su dale skoro \$ 1.000 milijardi kredita za ove svrhe. Pojava spekulativnih balona na finansijskim tržištima je bila neminovna pošto je stepen „ispuštene vrednosti” na tržištu kapitala bio daleko veći od stepena „stvorenih vrednosti” na komercijalnom tržištu. Kada je zbog očiglednog raskoraka, cena nekretnina počela da pada i kada je pala ispod cene finansijskih instrumenata koji su bili osnova njihovog pribavljanja, zaglavilo se sekundarno tržište. Negativan stimulans

je onemogućio nastavak otpočete priče. Priča je završena, balon je pukao. Negativan stimulans u sektoru nekretnina je izazvao panično seljenje investitora u druge sektore sa ekstraordinarnim rizikom. Finansiranje ovih investicija zahtevalo je finansijske inovacije (na primer, *sub-prime mortgages*). Interesantno je da su zagovornici deregulacije na finansijskim tržištima kao mantru ponavljali da su novi finansijski instrumenti, zapravo, inovacije koje, da bi ispunile svoju misiju, ne treba da budu regulisane. Međutim, kada se javio problem likvidnosti novih hartija od vrednosti, investitori (domaći i strani) su se prvo zaustavili a posle panično počeli da likvidiraju svoje plasmane. Ponovo je potvrđen stari ekonomski aksiom da bez štednje privreda nije održiva. Bez štednje, tržište novca je u zastoju a tržište kapitala u stanju stresa.

Danas je osnovni problem finansijskih tržišta njihova nekadašnja prednost, globalni karakter. Kontaminacija globalnih finansijskih tržišta toksičnom aktivom brzo je obavljena. Pri tome je dramatično sužen prostor za izlazne strategije jer se stepen heterogenosti tržišta kapitala značajno smanjio. Verovatno najveću patologiju na finansijskim tržištima predstavlja rast stepena zavisnosti banaka od tržišta kapitala. Rast finansijskog leveridža je kod banaka doveo još do dve negativne posledice, potceňivanja rizika i intenziviranja sekjuritizacije (ili emisije finansijske pasive na bazi finansijske aktive). U opštem provizorijumu u kome su se banke upustile u trku sa drugim finansijskim posrednicima koji kalkulišu sa mnogo većim stopama rizika došlo je do novog talasa devijacija na planu raspodele efekata poslovanja kroz neetično korporativno upravljanje. Otvaranju duboke pukotine između društvenih efekata i privatnih nagrada doprinele su i rejting agencije koje su u poslovima ocene kredibiliteta privrednih subjekata postale moderni alhemičari.

Ono što se desilo globalnom kapitalizmu 2008. godine podseća na ono što se desilo istočnoevropskom socijalizmu 1989. godine. Naime, zbog imanentne neefikasnosti sistem je počeo da se ruši. Za razliku od 1989. godine, danas ne postoji alternativa. Zato je i otpočelo spasavanje globalnog kapitalizma. Spasavanje je počelo upumpavanjem novca u bankarski sektor i novom regulativom ostalih finansijskih posrednika. Spasavanje globalnog kapitalizma može da dovede do njegove suprotnosti, partikularnog kapita-

lizma. Umesto integracije, dezintegracija. Umesto liberalizma, protekcionizam. Umesto čvrstog budžetskog ograničenja, meko budžetsko ograničenje. Umesto ortodoksnih ekonomskih politika, nekonvencionalne ekonomske politike iza kojih stoji politički pragmatizam.

Problem sa novim kulturnim modelom SAD je u tome što su njegove posledice osetili svi globalni učesnici. Naime, izvoz toksične aktive iz SAD zamenio je izvoz roba i usluga a naivni liberalizam konvencionalne ekonomske politike. Posledično, kriza čiji je epicentar bio u SAD brzo se proširila i na periferiju globalne ekonomije. Kriza ima udarni i povratni talas. Udarni talas je zahvatio finansijski sektor. Osnovna posledica je kriza poverenja. Povratni talas je zahvatio realni sektor i manifestovao se kao recesija, možda i depresija. Kriza je prvo zahvatila EU, brzo se proširila na Rusiju i post-tranzicione privrede da bi na kraju zahvatila Kinu i Indiju kao i druge zemlje čiji je rast u prethodnom periodu bazirao na drugim osnovama, ekspanziji realnog sektora. Kriza je zahvatila i Srbiju.

O finansijskoj krizi se dugo ćutalo. Jedan od razloga za to je emfatični karakter finansijskih tržišta koja su poznata po efektu pojačavanja preovlađujuće tendencije. Međutim, „strah od straha” tiho se preneo sa finansijskih tržišta na realni sektor i sektor stanovništva zbog smanjenja kreditne podrške za investiciju i trajnu potrošnju. U razvijenim kapitalističkim privredama kreditna multiplikacija je i do četiri puta veća od kreditnog potencijala. U uslovima visoke zavisnosti od kredita, smanjenje kredita prouzrokuje recesiju. U uslovima opšteg pada aktivnosti smanjuju se prihodi države i stvara opasnost budžetskog deficita.

Zaokret zahteva odgovarajući redosled i fino temperiranje mera. Suština zaokreta u razvijenim kapitalističkim privredama je u rehabilitaciji finansijskog sistema (rekapitalizacija banaka i regulacija drugih finansijskih posrednika) i podsticanju tražnje kroz smanjenje poreza i povećanje javnih rashoda. Mogući scenario podrazumeva tri koraka od kojih se prva dva odnose na finansijski sistem a poslednji na realni sektor. Prvi korak obuhvata aktivnosti centralne banke u cilju vraćanja poverenja u poslovne banke (na primer, garancije i reprogrami kredita). Drugi korak se obavlja paralelno i obuhvata rekapitalizaciju poslovnih banaka. Treći korak obuhvata odgo-

EKONOMIKA PREDUZEĆA

varajuće prilagođavanje makro-ekonomskih politika kako bi se stimulisala tražnja smanjivanjem poreza i finansiranjem javnih rashoda.

Osnovni problem sa prethodno opisanom strategijom zaokreta je mogućnost pojave spiralnog efekta zbog narušene makro-ekonomske ravnoteže, deficitarnog finansiranja i sporog prilagođavanja kroz investicije usled opšteg pada profitabilnosti i vrednosti tržišta kapitala. Moguće je da mere, umesto, usporavanja i promene negativnih trendova, dovedu do njihovog pojačavanja što bi dovelo do serije institucionalnih stresova na čijem kraju bi se mogao naći čak i kolaps političkog sistema. Zato je bitno da obim i vrsta intervencija budu takvi da ponovo vrate u igru samo igrače koji imaju šansu za oporavak ne narušavajući interes zdravih banaka i preduzeća. Iako bazira na ekspanziji kredita, monetarna politika u krizi mora da u tome bude selektivna kako bi se sprečilo deficitarno finansiranje. Takođe, bitno je održati kredibilitet fiskalnog sistema kao i preduzeti sve mere socijalne politike koje obezbeđuju minimum socijalne stabilnosti.

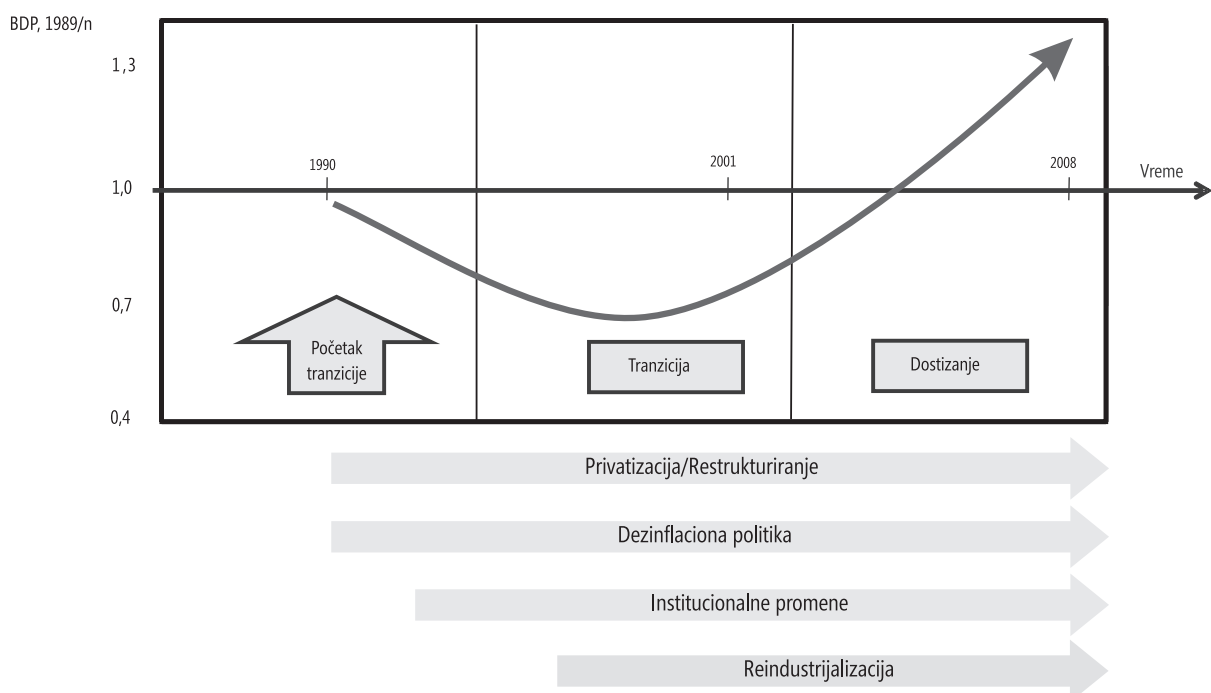
EKONOMSKA KRIZA U SRBIJI

Recesija je suština ekonomske krize u Srbiji. Recesija postoji ukoliko u dva sukcesivna kvartala nacionalna

ekonomija beleži pad rasta. Takođe, indikatori recesije su pad kreditne aktivnosti, pad međunarodne razmene, pad privredne aktivnosti i pad poreskih prihoda.

Koreni problema sadašnje ekonomske krize se nalaze u tranzicionizmu ili društveno-ekonomskom sistemu u kome se Srbija nalazi poslednje dve decenije. Tranzicionizam je složen i multidimenzionalan fenomen koji uključuje ne samo ekonomske i geopolitičke aspekte, već i druge bitne aspekte (istorijske, antropološke i kulturne). Prema [2], ekonomski aspekt opisuju četiri procesa, inače karakteristična za tranziciju: (1) privatizacija, (2) makroekonomska stabilizacija, (3) institucionalne reforme, i (4) reindustrijalizacija. Kada se pomenuti procesi ne završavaju i vode ka perverznom kretanju performansi, tranzicija se pretvara u tranzicionizam. Umesto krive ekonomskih performansi oblika slova J tipične za tranziciju (videti Ilustraciju 1), u tranzicionizmu postoji drugačije kretanje performansi. Verovatno je glavni razlog kašnjenja u tranziciji Srbije geopolitička kataklizma izazvana raspadom Jugoslavije i nemogućnost Srbije da se uključi i proces integracije u EU. Srbija je u prošloj deceniji bila u ratovima za nasleđe bivše Jugoslavije i sankcijama a u ovoj deceniji, je praktično, ekskomunicirana iz trendova evropskih integracija.

Ilustracija 1. Tranzicija



Tipična tranziciona kriva ima oblik slova J. U prvoj fazi reformi koje, po definiciji, imaju destabilizirajući karakter dolazi do pada performansi, rasta rizika i pada ekonomskih očekivanja. Postoji više razloga pada performansi (donji deo J krive). Jedan od glavnih razloga je *Ballasa-Samuelson* efekat [1] i [5]. U pitanju je rast inflacije zbog rasta cena u sektorima nerazmenjivih proizvoda kao posledice efekta ugledanja po osnovu rasta plata u sektorima razmenljivih proizvoda. Drugi razlog je apresijacija valute kao posledica naglog priliva deviza po osnovu privatizacije i *green field* investicija. Treći razlog je socijalna politika rasta plata iznad rasta produktivnosti rada. Posledica pomenutih kao i još nekih razloga je tranziciona stagflacija. Tranziciona stagflacija traje sve dok se institucionalnim reformama i makro-ekonomskom stabilizacijom ne stvore uslovi za intenziviranje procesa reindustrijalizacije. U tom trenutku započinje zaokret od opadanja prema rastu i dostizanju razvijenih kapitalističkih privreda (gornji deo krive J).

Vremenske serije podataka za četiri zemlje (uključujući i Srbiju) koje omogućavaju izvođenje egzaktno tran-

zicione krive date su na Ilustraciji 2. Podaci su dati prema *Transition Report* Evropske banke za obnovu i razvoj [6], [7], [8] i [9]. Odgovarajuća tabela omogućava identifikovanje trenutka završetka tranzicije i otpočinjanja dostizanja. Osnovni indikator završetka tranzicije je povratak na pretranzicioni nivo BDP (ili nivo iz 1989. godine). Takođe, kao dopunski indikatori završetka tranzicije mogu se uzeti uspostavljanje makro-ekonomske stabilnosti (stabilnost cena, pre svega, odnosno, jednocifrena inflacija) kao i trajno pozitivne stope rasta. Na tabeli je trenutak završetka tranzicije za uzorak zemalja uokviren.

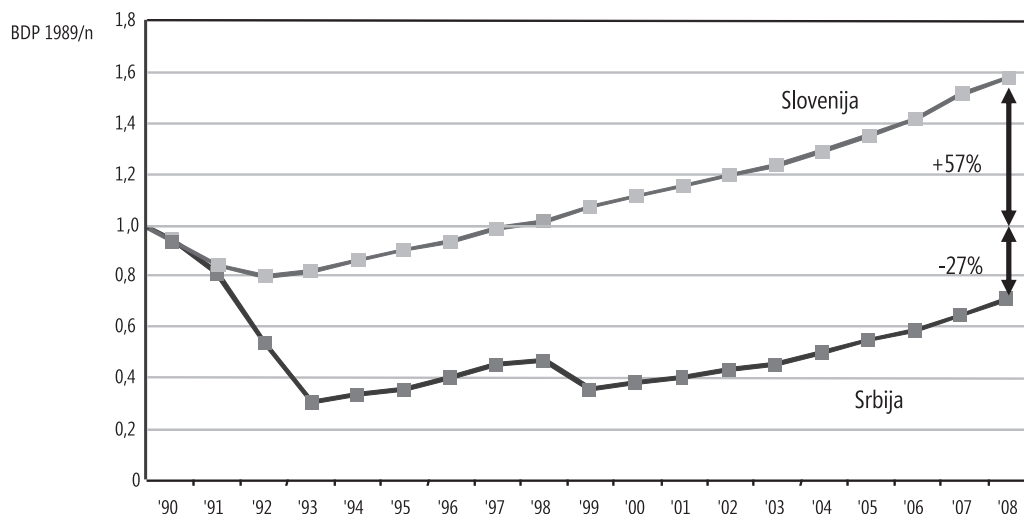
Na Ilustraciji 3 su prikazane tipična (Slovenija) i netipična (Srbija) tranziciona kriva. Konkretno, na tranzicionoj krivi Slovenije u 2008. godini primetan je tranzicioni suficit od 0,57 BDP u odnosu na 1989. godinu dok je na tranzicionoj krivi Srbije prisutan tranzicioni deficit od 0,27 BDP. Drugim rečima, posle 19 godina od otpočinjanja tranzicije, uprkos visokim stopama rasta u poslednje četiri godine, Srbija je na 0,73 BDP iz 1989. godine i sa dvocifrenom inflacijom.

Ilustracija 2. Tranzicija i dostizanje za uzorak zemalja

n	Srbija*			Mađarska			Slovenija			Hrvatska			Rumunija		
	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta
'90	0,92	580,4	-7,9	0,97	28,9	-3,5	0,93	551,6	-7,5	0,93	609,5	-7,1	0,94	5,1	-5,7
'91	0,81	118,1	-11,6	0,85	35,0	-11,9	0,84	115,0	-8,9	0,73	123	-21,1	0,82	170,2	-12,9
'92	0,59	Mega	-27,9	0,82	23,0	-3,1	0,80	207,3	-5,5	0,65	665,5	-11,7	0,75	210,4	-8,8
'93	0,40	Mega	-30,8	0,82	22,5	-0,6	0,82	32,9	2,8	0,60	1.517	-8,0	0,76	256,1	1,5
'94	0,42	3,3	2,5	0,84	18,8	2,9	0,86	21,0	5,3	0,63	97,6	5,9	0,79	136,7	3,9
'95	0,44	78,6	6,1	0,86	28,2	1,5	0,90	13,5	4,1	0,67	2,0	6,8	0,85	32,3	7,1
'96	0,48	94,3	7,8	0,87	23,6	1,3	0,93	9,9	3,7	0,71	3,5	5,9	0,88	38,8	3,9
'97	0,52	18,3	10,1	0,91	18,3	4,6	0,98	8,4	4,8	0,76	3,6	6,8	0,83	154,8	-6,1
'98	0,53	30,0	1,9	0,95	14,3	4,8	1,01	8,0	3,9	0,78	5,7	2,5	0,79	59,1	-4,8
'99	0,44	41,1	-18	0,99	10,0	4,2	1,07	6,2	5,4	0,77	4,0	-0,9	0,78	45,8	-1,1
'00	0,46	70,0	5,2	1,04	9,8	5,2	1,11	8,9	4,1	0,80	4,6	2,9	0,79	45,7	2,1
'01	0,48	91,8	5,1	1,08	9,2	4,1	1,15	8,4	3,1	0,83	3,8	4,4	0,84	34,5	5,7
'02	0,50	19,5	4,5	1,13	5,3	4,1	1,19	7,5	4,0	0,88	1,7	5,6	0,88	22,5	5,1
'03	0,52	11,7	2,4	1,18	4,7	4,2	1,23	5,6	2,8	0,92	1,8	5,3	0,93	15,4	5,2
'04	0,56	10,1	9,3	1,23	6,8	4,8	1,28	3,6	4,3	0,96	2,1	4,3	1,01	12,0	8,5
'05	0,60	16,5	6,3	1,28	3,6	4,0	1,34	2,5	4,1	1,01	3,3	4,3	1,05	9,5	4,2
'06	0,63	12,7	5,5	1,34	3,9	4,1	1,41	2,5	5,9	1,05	3,2	4,8	1,13	6,9	7,9
'07	0,68	6,7	7,5	1,35	8,0	1,1	1,51	3,6	6,8	1,11	2,9	5,6	1,20	4,8	6,0
'08	0,73	10,5	7,0	1,37	6,3	1,7	1,57	6,1	4,3	1,15	6,5	3,5	1,30	7,2	8,0

* Do 2007 Srbija i Crna Gora
Izvor: EBRD i domaća statistika

Ilustracija 3. Tranzicione krive Slovenije i Srbije



Ilustracija 4. Makro-ekonomski indikatori Srbije, 2004-08

	Ekonomska aktivnost				
	2004	2005	2006	2007	2008
BDP, mlrd. €	19,13	20,41	23,61	29,12	33,86
BDP pc, €	2.563	2.742	3.185	3.945	4.597
BDP realni rast u, %	8,2	6,0	5,6	7,1	6,0
	Inflacija				
Cene na malo (kraj perioda), %	13,7	17,7	6,6	10,1	6,8
Troškovi života, prosek perioda u %	11,4	16,2	11,7	7,0	13,5
	Spoljnotgovinska razmena				
Izvoz robe, mlrd. €	2,83	3,61	5,10	6,43	7,77
Uvoz robe, mlrd. €	8,62	8,43	10,46	13,51	15,75
Deficit robne razmene, mlrd. €	-5,79	-4,83	-5,36	-7,07	-7,98
Izvoz / BDP	0,15	0,18	0,22	0,22	0,23
Uvoz / BDP	0,45	0,41	0,44	0,46	0,47
	Zaposlenost i zarade				
Stopa nezaposlenosti, %	19,5	21,8	21,6	18,8	-
Neto zarada (prosek perioda), RSD	14.108	17.443	21.707	27.759	32.217 ¹
	Likvidnost spoljnotgovinskih transakcija				
Deficit tekućih transakcija, mlrd. €	-2,61	-2,05	-3,35	-5,23	-6,19
Deficit tekućih transakcija, % BDP	-13,6	-10,05	-14,18	-17,95	-18,27
Strane direktne investicije (net), mlrd. €	0,78	1,26	3,40	1,60	1,93
Strane direktne investicije p.c.	104	167	459	217	261
	Monetarni indikatori				
Devizne rezerve NBS, mlrd. €	3,78	5,52	9,59	10,90	9,12
Vrednost EUR u odnosu na RSD (RSD/€)	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60
Štednja stanovništva, mlrd. €	1,46	2,27	3,41	5,03	4,89 ¹
Štednja/BDP, %	7,63	11,14	14,56	17,26	14,45
	Indikatori spoljnog duga				
Spoljni dug, mlrd. €	10,35	13,06	14,88	17,79	21,66 ¹
Spoljni dug / BDP, %	0,54	0,64	0,63	0,61	0,64
Javni dug / BDP	53,3	50,2	36,2	29,4	25,7
Fiskalni suficit/deficit, mil €	-10,14	314,6	385,5	162,8	- 301,6

1 Novembar, 2008

Izvor: Ministarstvo finansija

U slučaju Srbije nedovoljna privredna aktivnost uprkos relativne makro-ekonomske stabilnosti i iznadprosečne stope privrednog rasta je glavni razlog kašnjenja tranzicije. Ekonomski sistem je raštimovan zbog investicione kratkovidnosti usled domonacije brokerskog nadindustrijskim mentalitetom i investicione anemije usled trošenja jednog dela deviznih priliva za odbranu kursa umesto za rast realnog sektora.

Tranzicionizam je bitno uticao na performanse privrede Srbije. Na Ilustraciji 4 dati indikatori vitaliteta privrede Srbije za poslednjih pet godina.

U pitanju su indikatori vezani za nivo ekonomskih aktivnosti, inflaciju, međunarodnu razmenu, nezaposlenost i nivo ličnih dohodaka, spoljnu likvidnost, monetarne indikatore i zaduženost. Podaci nedvosmisleno upućuju na zaključak o prisustvu fenomena tranzicionizma.

O izloženosti privrede Srbije negativnim uticajima globalne ekonomske krize rečito govore i indikatori ranjivosti privrede Srbije za poslednju godinu analiziranog perioda (videti Ilustraciju 5). U pitanju su indeks nekomfortnosti privrede, indeks globalne konkurentnosti, kredit rejting, demografski rizik i dug.

Ilustracija 5. Indikatori ranjivosti privrede Srbije za 2008. godinu

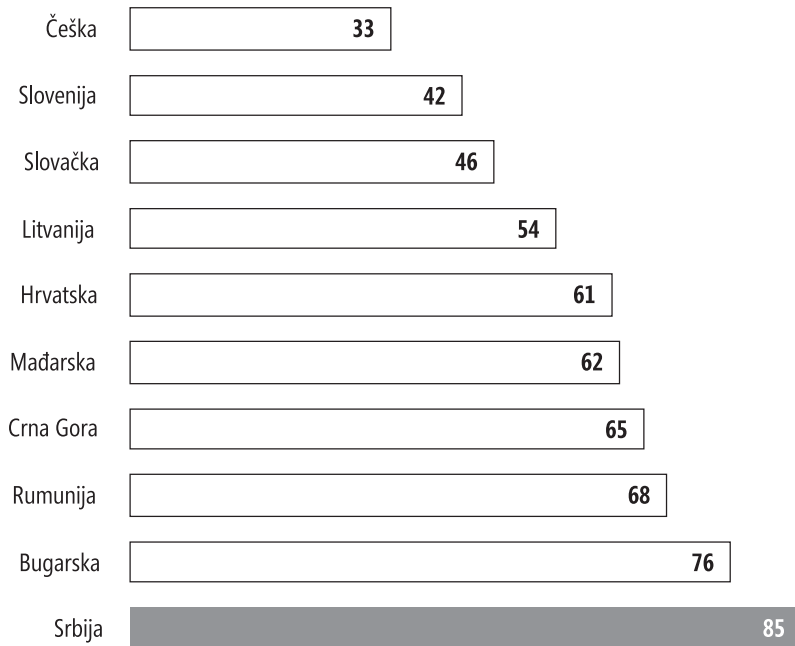
Performanse	Merila	Vrednosti
Konkurentnost	WEF- GCI	85 (134)
Kredit rejting	S&P, Fitch (FC LT)	BB-
Demografski rizik	Stopa rasta stanovništva	-4%
Spoljna likvidnost	Izvoz/BDP	23%
Javna potrošnja	Javna potrošnja/GDP	44%

Tranzicioni deficit u Srbiji prati endemska stagflacija (inflacija + nezaposlenost) što utiče na netolerantno visok *Arthur Okun* indeks nekomfortnosti privrede od 0,32 (= 0,135 + 0,188).

Takođe, stepen ranjivosti privrede na ekstremne stre-

sove je veoma visok zbog niske konkurentnosti. Prema Svetskom ekonomskom forumu [3], Srbija se nalazi na 85 mestu na rang listi konkurentnosti prema indeksu globalne konkurentnosti među 134 zemlje. To je znatno lošije od drugih privreda u tranziciji (videti Ilustraciju 6).

Ilustracija 6. Konkurentnost za uzorak tranzicionih privreda



Takođe, kredit rejting od *BB-stable* prema agencijama *Fitch* i *S&P* je na granici odobravanja kredita i ispod glavnih konkurenata (Ilustracija 7).

Ilustracija 7. Kredit rejting za uzorak zemalja

Kredit rejting	S&P	Fitch
Češka	A	A+
Slovačka	A	A+
Poljska	A-	A-
Mađarska	BBB+	BBB+
Bugarska	BBB+	BBB
Hrvatska	BBB	BBB-
Rumunija	BBB-	BBB
Srbija	BB-	BB-

Dalje, prisutan je ogroman demografski rizik koga opisuju negativne stope prirodnog priraštaja u poslednjih

11 godina (videti Ilustraciju 8) i najveća prosečna starost stanovništva u Evropi od skoro 42 godine.

Pri svemu tome dug raste mada se nalazi na još uvek tolerantnom nivou od 0,64 BDP ali praktično bez mogućnosti smanjenja u srednjem roku zbog netolerantnog nivoa $Dug / Izvoz = 3,16$ (videti Ilustraciju 9).

Ilustracija 9. Stepen zaduženosti

	Visoko zadužena	Srednje zadužena	Manje zadužena
Dug/BDP (x)	$x > 80\%$	$48\% < x < 80\%$	$x \leq 48\%$
Dug/Izvoz (y)	$y > 220\%$	$132\% < y < 220\%$	$y \leq 132\%$

Srbija	2004	2005	2006	2007	2008
Dug/BDP	54.1 %	64.0 %	63.0 %	61.1 %	64.0 %
Dug/Izvoz	365.7 %	362.1 %	291.7 %	276.6 %	316.4 %

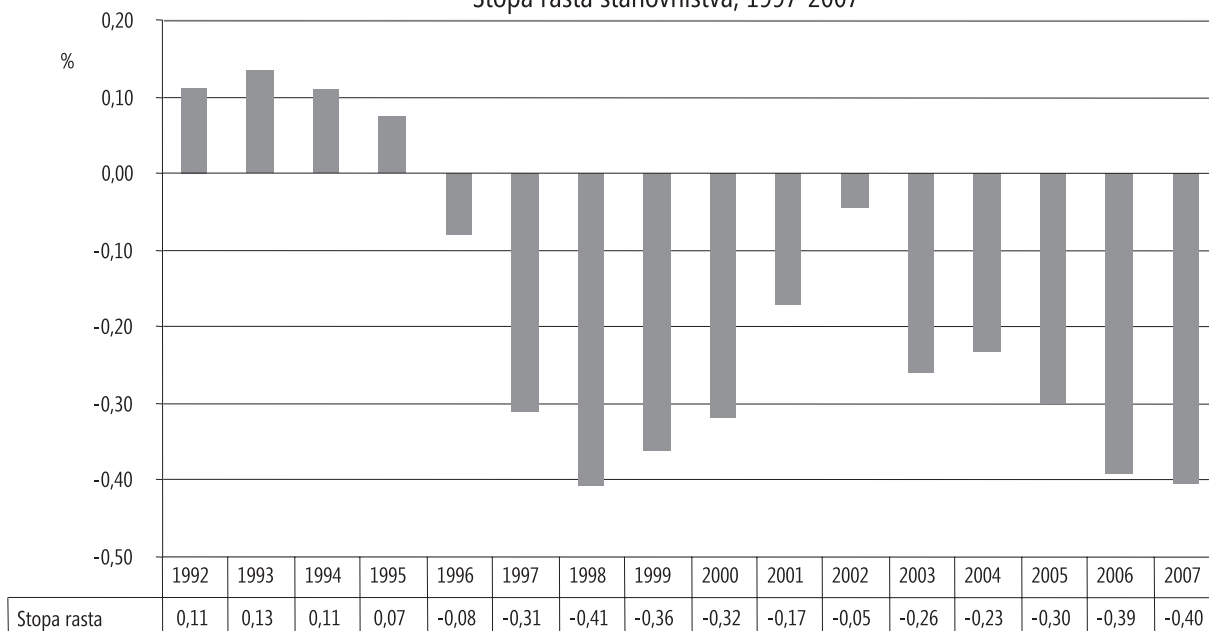
Kontrola inflacije je krajnji domet tranzicionog modela „jaka valuta u slaboj privredi” koji se primenjuje u Srbiji od 2001. godine do danas. Slabost ovog modela je nedovoljan rast. Poseban problem predstavlja činjenica da čak i u pogledu održavanja cenovne stabilnosti model nije bio preterano efikasan. Naime, u periodu 2004–08 inflacija je bila na dvocifrenom nivou.

Tranzicioni model „jaka valuta u slaboj privredi” nije održiv. Smanjenje investicija i pad tražnje kao posledice

globalne krize pojačavaju nestabilnost ekonomije visokog stepena ranjivosti. Rastuće deficite u bilansu plaćanja nemoguće je kontinuelno pokrivati doznakama etnike, *green field* investicijama i prihodima od privatizacije. Rast potentnosti domaće privrede i njena zakonita posledica izvoz predstavlja kritičan faktor. Međutim, izvoz predstavlja u 2008. godini svega 0,20 BDP. U prosperitetnim privredama slične veličine izvoz učestvuje u rasponu 0,20-0,50 BDP. Da bi se postigao održiv razvoj potrebno je da učešće izvoza u BDP bude veće od 0,50 BDP.

Kretanje makroekonomskih indikatora u poslednjih pet godina kao i indikatori ranjivosti privrede u poslednjoj godini analiziranog periodu otvaraju pitanje: da li postoji rizik spoljne nelikvidnosti? Odgovor na to pitanje zahteva poređenje veličine deviznih rezervi, sa jedne strane, i sume kratkoročnog duga i deficita tekućeg bilansa. Na kraju 2008. godine bruto devizne rezerve su bile oko €9 milijardi. Kratkoročni dug u 2009. godini je oko €3,6 milijardi a deficit tekućeg bilansa je u rastu i dostiže 17,3% BDP (ili €5,8 milijardi). Devizne rezerve su skoro 2,5 puta veće od tekućeg duga ali problem predstavlja suma tekućeg duga i deficita tekućeg bilansa koja dramatično smanjuje rezervu likvidnosti za 2010. godinu. Treba imati u vidu da će zbog globalne ekonomske krize postojeći izvori finansiranja duga biti značajno smanjeni što može zemlju da uvede u spoljnu nelikvidnost.

Ilustracija 8. Demografski rizik
Stopa rasta stanovništva, 1997-2007



Na početku 2009. godine globalna ekonomska kriza u kombinaciji sa domaćom stagflacijom koja traje skoro dve decenije produbila je probleme nezavršene tranzicije a pre svega problem nedovoljnog institucionalnog kapaciteta za reforme. Pad tražnje (domaće i izvozne) u kombinaciji sa rastom rizika u bankarskom sektoru dovodi do rasta troškova finansiranja u realnom sektoru. Na osnovu prethodnih kvalifikacija može se izvesti zaključak o visokom stepenu sistemskog rizika privrede Srbije početkom 2009 godine.

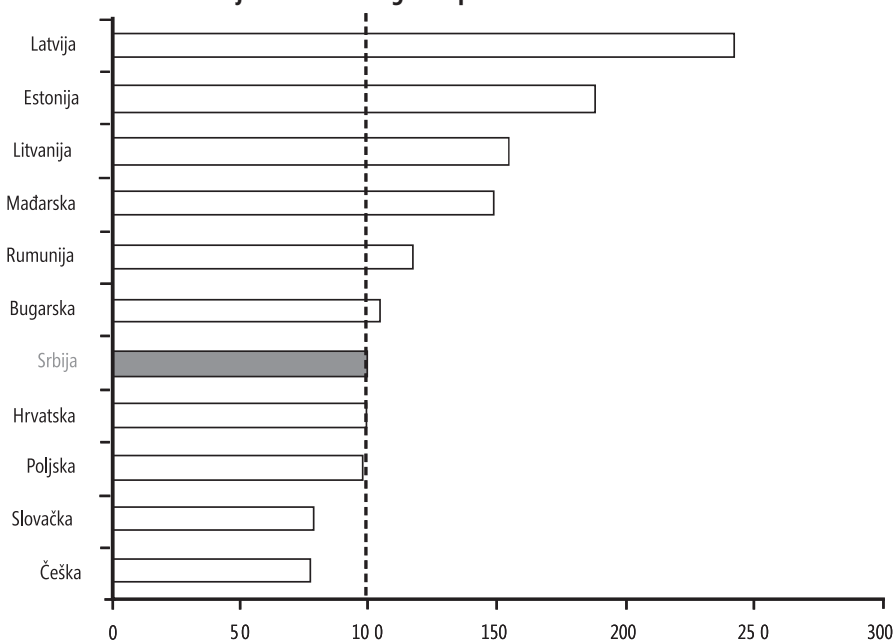
Koji su mogući odgovori ekonomske politike na ovakvo stanje? U uslovima nagomilanih deficita koji su posledica konstantno veće potrošnje od proizvodnje i relativno visokog nivoa javne potrošnje, ekonomski je neopravdano ići na mere podsticanja tražnje povećanjem javnih rashoda i smanjivanjem poreza što predstavlja jednu od mera pregrejanih razvijenih privreda na ekonomsku krizu. Dodatno stimulisanje tražnje u uslovima nedovoljno zagrejane privrede koja za održavanje socijalne ravnoteže permanentno troši više nego što proizvodi povećanjem zaduženosti dovodi do dodatnog pritiska na cene i rasta uvoza. S druge strane, pad prihoda sektora razmenljivih proizvoda i smanjenih mogućnosti finansiranja uvoza u sektor nerazmenljivih proizvoda smanjuje nivo privredne aktivnosti, dovodi u pitanje budžetsku ravnotežu kao i spoljnu likvidnost. Jedna od manifestacija paničnog reagovanja može da

bude i uvođenje novih zakona i uredbi kojima se radikalno menjaju uslovi poslovanja (akcize, nadoknada za korišćenje vode, kazne zbog zloupotrebe dominantnog položaja na tržištu). U pitanju su mere koje mogu da povećaju regulatorni rizik i time dovedu do smanjenja i/ili preseljenja privrednih aktivnosti u druge zemlje.

Glavni problem privrede Srbije je njena raštímavost, odnosno, nesklad između realnog sektora i finansijskog sektora. Realni sektor je impotentan. Doduše i tržište kapitala kao deo finansijskog sektora je u stresu. Jedina svetla (preciznije „siva”) činjenica u Srbiji je bankarski sektor. U prethodnom periodu stope rasta kod većine stranih banaka koje su poslovale u Srbiji su bile 20–40% godišnje a ROE se kretao u rasponu 15–25%. Uprkos visokom i profitabilnom rastu, bankarski sektor u Srbiji je još uvek manji od BDP. To je znatno manje u odnosu na stare kapitalističke privrede u kojima se odnos bankarske aktive i BDP kreće u rasponu 300–400%.

Izloženost stresovima globalne ekonomske krize u bankarskom sektoru Srbije je relativno mala zbog visokog učešća stranog vlasništva u ovom sektoru (skoro 80%). Značajnih lokalnih banaka bez stranog kapitala i stabilnom pozicijom nema. Ipak, bankarski sektor Srbije je indirektno izložen riziku preko likvidnosti svojih centrala i njihove politike kreditiranja filijala. Dominacija kredita sa deviznom klauzulom i široko korišćenje reprogramiranja i konverzije kredita dovode do rasta rizika.

Ilustracija 10. Odnos duga i depozita u bankarskom sektoru



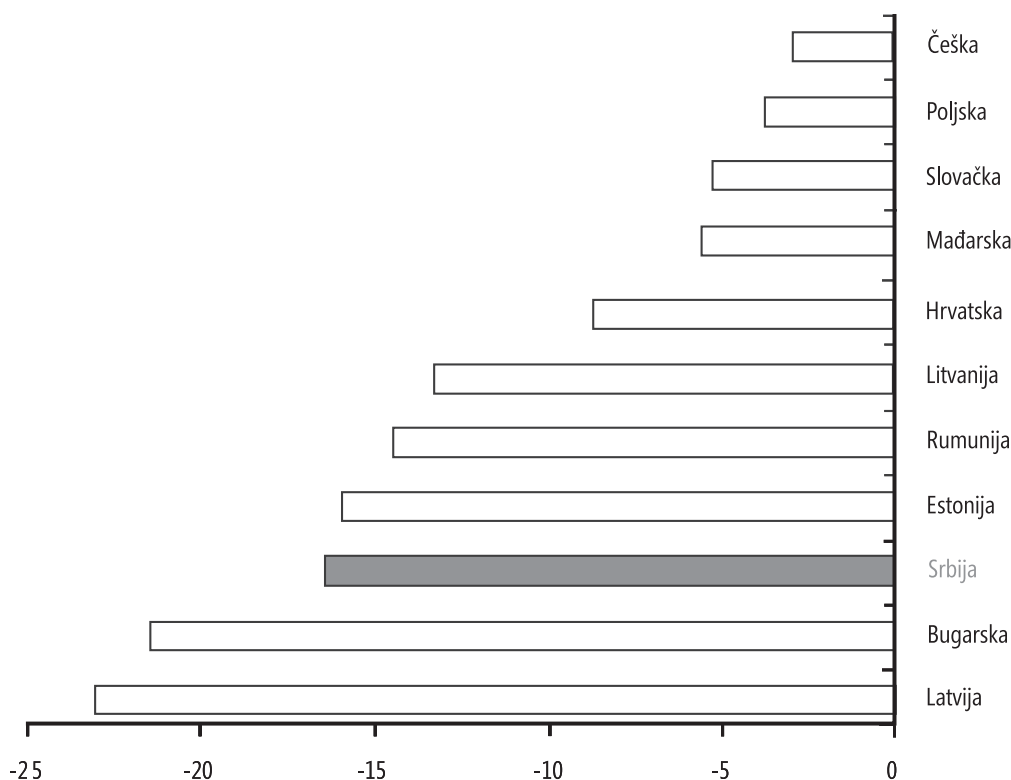
Bankarski sektor u Srbiji nije pregrejan kao u slučaju starih kapitalističkih privreda i jednog dela novih kapitalističkih privreda. Na primer, odnos između kredita i depozita u Srbiji je 1:1. To je znatno povoljnije nego u jednom broju privreda u tranziciji (Latvia, Litvanija, Estonija i Mađarska, na primer) čija je izloženost riziku na početku globalne ekonomske krize bila znatno veća (videti Ilustraciju 10).

Relativno povoljnom stanju doprinosi i niži stepen zaduženosti države i građana kao i volumen otplate anuiteta koji dospevaju na naplatu. Međutim, ovde se javlja jedna nedoumica vezana za solventnost privatnih dužnika i njihovu sposobnost da uredno servisiraju svoje kreditne obaveze i time održavaju likvidnost bankarskog sektora. Rast kredita privatnim licima u prošloj godini bio je skoro 40%. Nedvosmislen problem je impotentnost privrede da održi (i poveća) izvoz. O tome govori deficit tekućeg bilansa. Sa Ilustracije 11 se lako može zapaziti da je Srbija u analiziranoj grupi tranzicionih privreda jedna od privreda sa najdelikatnijim položajem (uz Latviju, Bugarsku i Estoniju). Iz prethodnog proizilazi kvalifikacija o različitom stepenu izloženosti riziku finansijskog i realnog sektora. Problem

sa ovom kvalifikacijom je njen sijamski blizanac, izloženost države riziku bankrotstva. Naime, u uslovima impotentnog realnog sektora i finansijskog sektora sa padom likvidnosti, država, lako može postati nelikvidna (spolja i iznutra), odnosno, defoltirati.

Poređenje stepena izloženosti bankarskog sektora Srbije rizicima sa drugim privredama u tranziciji prema odnosu krediti/depoziti i učešće stranih kredita u ukupnim kreditima je prikazano na Ilustraciji 12. Najveći procenat kredita (preko 70%) predstavljaju krediti iz inostranstva. Iz perspektive održavanja likvidnosti privrede, ova činjenica je neprijatna jer se može očekivati smanjenje kredita iz ovih izvora zbog globalne ekonomske krize i odbrane likvidnosti stranih banaka, pre svega, na lokalnim tržištima. Takođe, na profitabilnost privrede Srbije ova činjenica će delovati nepovoljno usled posledičnog rasta deviznog kursa. Kada je u pitanju likvidnost bankarskog sektora ne treba zanemariti još dve činjenice: odliv domaće štednje iz banaka usled nepoverenja u sistem naročito karakterističnim za novembar 2008. godine kao i odliv kratkoročno plasiranog kapitala u hartije od vrednosti Narodne banke Srbije (repo papiri).

Ilustracija 11. Deficit bilansa tekućih plaćanja, % BDP



UPRAVLJANJE RIZICIMA U USLOVIMA KRIZE

Sistemska (sistematski ili tržišni) rizik predstavlja verovatnoću diskontinuiteta ekonomskih subjekata, investicija i drugih ekonomskih transakcija. Na tržištu kapitala sistemska rizik se meri beta koeficijentom. U pitanju je rizik kolapsa cele privrede. Sistemska rizik se ne može izbeći diversifikacijom ali se može smanjiti hedžingom. Rast sistemskog rizika ukazuje pre svega na opštu nestabilnost finansijskog sistema koju uzrokuje ili pojačava neadekvatna regulativa na finansijskim tržištima. Neadekvatna regulativa izaziva povećanje rizika po osnovu povezanosti koja postoji između finansijskih posrednika kao i između finansijskih posrednika i realnog sektora, sektora stanovništva i države. U uslovima povećanog sistemskog rizika bankrot jednog subjekta ili određenog broja subjekata izaziva kaskadni efekat koji može da zapreti bankrotstvom cele privrede.

Nesistemska (ili nesistematska) rizik je rizik ulaganja u pojedinačnog emitenta hartija od vrednosti. Ovaj rizik se može izbeći diversifikacijom.

Očigledno je da se u uslovima globalne finansijske krize i recesije sistemska rizik dramatično povećava. Takođe, povećava se i nesistemska rizik pojedinačnih privrednih subjekata. Privredni subjekti upravljaju nesistemskim rizikom mada sistemska rizik utiče na način upravljanja nesistemskim rizikom. Za privredne subjekte u Srbiji situacija je posebno delikatna zbog činjenice da je svetska finansijska kriza i recesija još više povećala izloženost rizi-

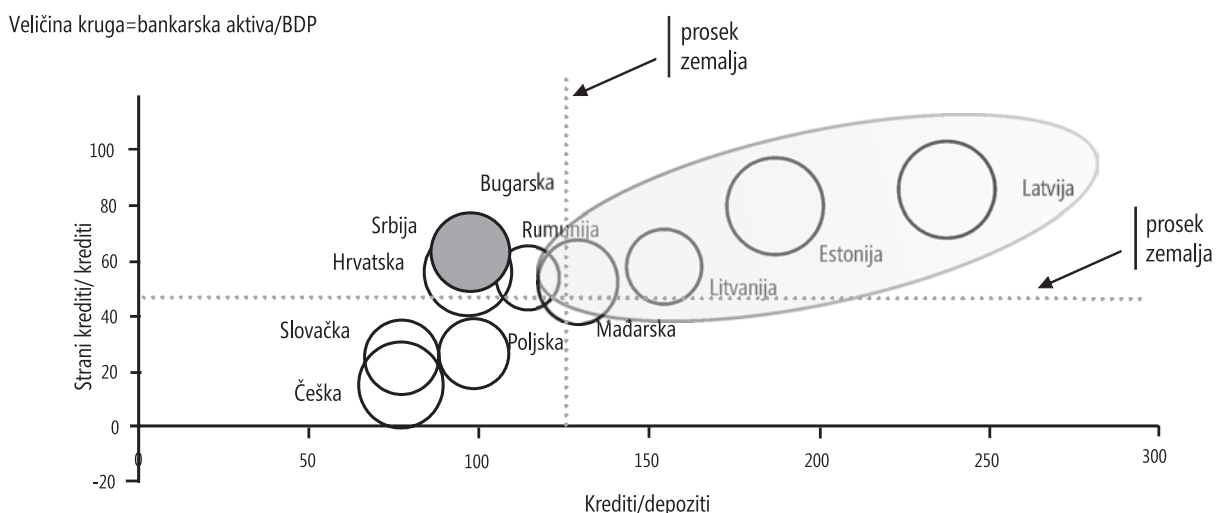
cima u privredi koja se skoro dve decenije nalazi u tranzicionizmu čije su glavne posledice nedovoljan nivo privredne aktivnosti i endemska inflacija upravo uticale na pad apetita za rizik.

Logično pitanje je kakav treba da bude biznis model i model upravljanja preduzećem u uslovima tolikog stepena izloženosti rizicima? Očigledno je da je u novim uslovima potreban nov biznis model koji bazira na ranom uočavanju svih rizika i proučavanju njihovih interakcija (engl. RIE-*Risk Intelligence Enterprise*) kao i proširen koncept upravljanja rizicima koji ne bazira samo na izbegavanju rizika već, i pre svega, na korišćenju rizika (engl. ERM-*Enlighten Risk Management*). Drugim rečima, apetit za rizik ne sme da pada ali kontrola rizika mora da bude svestranija.

Slično politici i religiji, diskusija o riziku nije zahvalna tema pošto većina ljudi nema dovoljno argumenata za kredibilnu diskusiju. U biznisu rizik se obično tretira kao pretnja u implementaciji strategije koja može da dovede do smanjenja njenih efekata, odnosno, gubitka moguće vrednosti. Međutim, rizik ima i svoje drugo lice, mogućnost uvećanja vrednosti. Zato RIE biznis model podrazumeva takav odnos prema riziku koji tretira ne samo održavanje vrednosti, već i stvaranje vrednosti.

Faktori rizika su interakciji. Ipak, preduzeće je radi obavljanja svoje misije podeljeno na različite delove. Preduzeće je kao sinfonijski orkestar koji ima pored nota i dirigenta, sekcije instrumenata (gudače, udarače, duvače i sl.) i infrastrukturu iza bine (*back*

Ilustracija 12. Izloženost rizicima bankarskog sektora, prema delimično modifikovanom izvoru [11]



stage). Upravljanje rizicima u svakoj organizaciji zahteva jasnu viziju, koordiniran napor i fino temperiranje aktivnosti svih članova i delova. Konkretno, u slučaju preduzeća upravni odbor bira kompoziciju koja će se izvoditi. Predsednik upravnog odbora bira ritam. Generalni direktor uvežbava tim menadžera, odnosno, muzičara. Menadžeri vode biznis, odnosno, sviraju instrumente. Poslovne jedinice sviraju izabranu kompoziciju. Poslovne funkcije kao što su ljudski resursi, informatika, finansije, računovodstvo i sl. daju podršku “iza bine” dok druge funkcije kao što su interna revizija i upravljanje rizicima prate performanse preko jačine aplauza, zadovoljstva publike i komentara u medijima. Izuzetno je važno da ključne uloge i odgovornosti kao i nadležnost za upravljanje rizicima budu nedvosmisleno definisane kako bi preduzeće sviralo svoju muziku.

Upravljanje rizicima je relativno nova poslovna funkcija. Poznato je da specijalisti za upravljanje rizicima imaju “svoj pogled na stvari”. Ovaj pogled krije opasnost stvaranja novog „silosa” u organizaciji. Zato je potrebno da sve procedure kao i svi alati budu raspoloživi svim pojedincima i svim delovima. To zahteva sinhronizaciju (koordinaciju između delova), harmonizaciju (ista definicija rizika i isti metodi) i racionalizaciju (eliminaciju dupliranja aktivnosti).

Upravljanje rizicima je kontinuelan posao. On ima svoja organizaciona uporišta kao što su komitet za rizik na nivou odbora direktora, sektor za rizik sa direktorom rizika

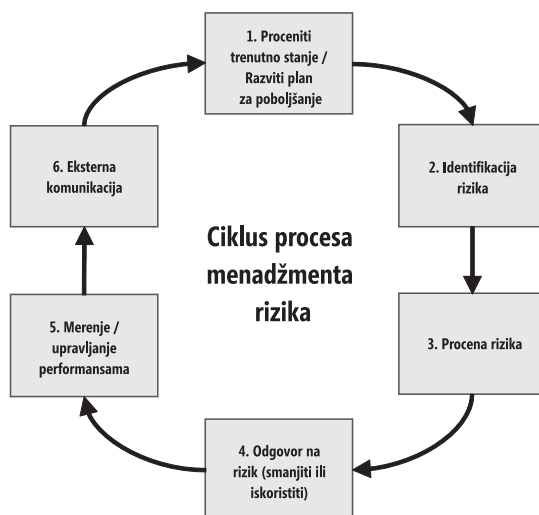
i sl. Uloga menadžera rizika je izrada, primena i održavanje odgovarajućeg programa upravljanja rizicima.

Poznato je da neki upravni odbori imaju preveliko poverenje u izvršnu upravu držeci se pristupa „čuvanja pečurki u tami”. Naime, poznato je da pečurke najbolje napreduju kada su u tami što opravdava pristup nemešanja upravnog odbora u vođenje poslova i upravljanje rizicima od strane izvršnih menadžera. Ovakav pristup treba izbeći pošto odbor direktora ima fiducijarnu odgovornost pred akcionarima za rezultate tako da mora pratiti apetit za rizik i izloženost rizicima kao i sve procedure upravljanja rizicima preko aktivnosti odbora direktora i komiteta za rizik.

Odnos prema riziku zavisi od odgovornosti organizacione celine. Poslovne jedinice su odgovorne za performanse svog biznisa a upravljanje rizikom vrše na bazi okvira koje daje upravni odbor. Funkcije podrške kao što su finansije, ljudski resursi, IT i sl. daju odgovarajuću podršku za primenu izabranog koncepta upravljanja rizikom. Na primer, finansije prate reputacioni rizik na bazi mišljenja eksternog revizora, ljudski resursi prate rizik gubitka ključnih ljudi a informatika tehnološki rizik.

Konvencionalni pogled na upravljanje rizicima kroz proces sačinjen od šest koraka dat je na Ilustraciji 13. Prošireni koncept upravljanja rizikom predstavlja ne samo proces uočavanja, praćenja i kontrole rizika, već i proces sagledavanja interakcije različitih rizika. Istraživanje koje je napravio *Deloitte* navedeno u izvoru [6, str.17] pokazuje da je u 80% slučaja

Ilustracija 13. Konvencionalni proces upravljanja rizikom

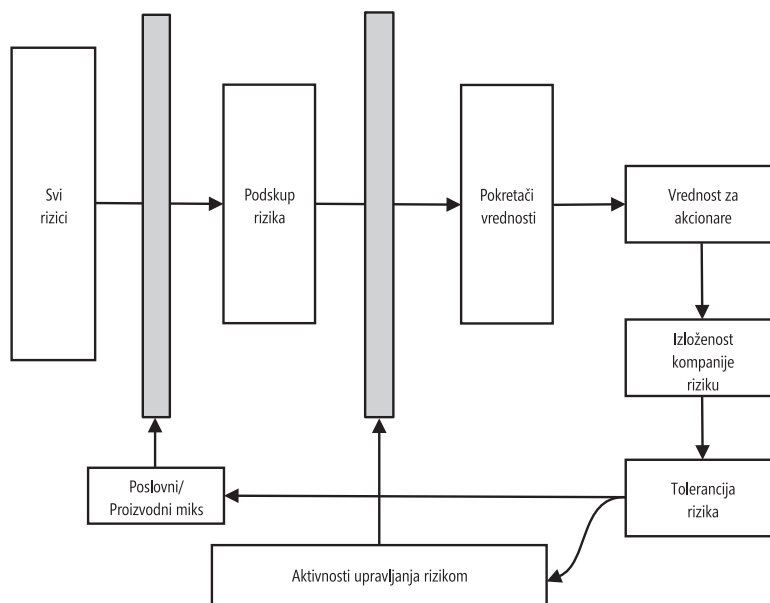


jeva uništavanje vrednosti posledica interakcije dva i više faktora rizika. Jedan faktor rizika se može relativno lako izbeći. Problem je interakcija dva ili više faktora rizika. Praćenje interakcije faktora rizika obezbeđuje da se iz hendikepa predje u prednost. Naime, da se sagledavanjem interakcije faktora rizika preuzimaju odluke koje dovode do uvećanja vrednosti. Na taj način prošireni koncept upravljanja rizikom služi za izbegavanje kao i za korišćenje rizika. Pri tome se uzimaju u obzir svi izvori rizika, ne samo finansijski (ili kreditni) rizik već i operativni rizik (uključujući rizik strategije, IT rizik i reputacioni rizik). Konačno, merenje rizika bazira na novoj metrici koja uvažava dugoročna merila stvorene vrednosti (vrednost za akcionare, na primer) umesto na merilima tekućeg rezultata (kvartalni dobitak, na primer).

Posebno važnu inovaciju proširenog koncepta upravljanja rizikom predstavlja uparivanje ekonomskih merila uspeha i rizika umesto računovodstvenih merila uspeha i odgovarajućih rizika. Na ovaj način se omogućava bolje uočavanje, upravljanje i komunikacija povodom pitanja kao što su apetit za rizik i izloženost pojedinačnim faktorima rizika ili interakcije više faktora rizika i povezuju pitanja vođenja operativnih aktivnosti i strategije pošto se efekti predloženih odluka izražavaju u metrici stvorene vrednosti. Prošireni koncept upravljanja rizikom prikazan

je na Ilustraciji 14. Sa ilustracije se lako uočava da analiza rizika obuhvata sve moguće rizike od internih (neadekvatne posleprodajne usluge, na primer) do eksternih (recesija, na primer). Kretanje u desno pokazuje da portfolio biznisa kao i proizvodni programi pojedinačnih biznisa predstavljaju prvi filter na kome se zadržavaju rizici koji nisu relevantni za preduzeće. Na primer, rizik promene cene energenata nije relevantan rizik za telekomunikaciono preduzeće. Nastavak kretanja udesno ukazuje na pojavu relevantnih operativnih rizika koji se odnose na pokretače vrednosti kao što su rast prodaje, troškovi, cena kapitala i sl. Aktivnosti zaštite od valutnog rizika, kapitalnog hedžinga, osiguranja i sl. predstavljaju drugi filter koji treba da umanjí uticaj rizika na pokretače vrednosti. Uticaj rizika na pokretače vrednosti identifikuje se kao promena u vrednosti preduzeća. Veličina tog uticaja predstavlja merilo izloženosti riziku. Sa svoje strane, izloženost riziku je ključni input u definisanju apetita za rizik. Odluke menadžmenta podrazumevaju uparivanje izloženosti riziku sa apetitom za rizik. Glavna posledica tog uskladjivanja je promena portfolia biznisa i odgovarajućih proizvodnih programa. Svaka od ovih aktivnosti menja profil rizik-vrednost rezultirajući u novoj kalkulaciji mogućih vrednosti i izloženosti riziku. Ove kalkulacije omogućavaju bolji uvid u klackalicu vrednost-rizik što omogućava identifikovanje izvodljivih strategijskih alternativa.

Ilustracija 14. Prošireni koncept upravljanja rizikom prema [6, str. 18]



Bitnu kariku novog koncepta predstavlja integracija procesa upravljanja rizikom u proces donošenja odluka. Na Ilustraciji 15 data je uprošćena verzija modela koga je razvio *Deloitte* za potrebe industrijskih preduzeća. Model stavlja u odnos interne i eksterne pokretače rizika (leva strana ilustracije) i faktore pod njihovim uticajem (sredina ilustracije) kao bi se mogli projektovati elementi bitni za procenu vrednosti i vrednost za akcionare. Ovaj model može imati mnogo veći stepen sofistikacije kada se upotrebi metod scenarija, korelaciona analiza ili veći broj varijabila.

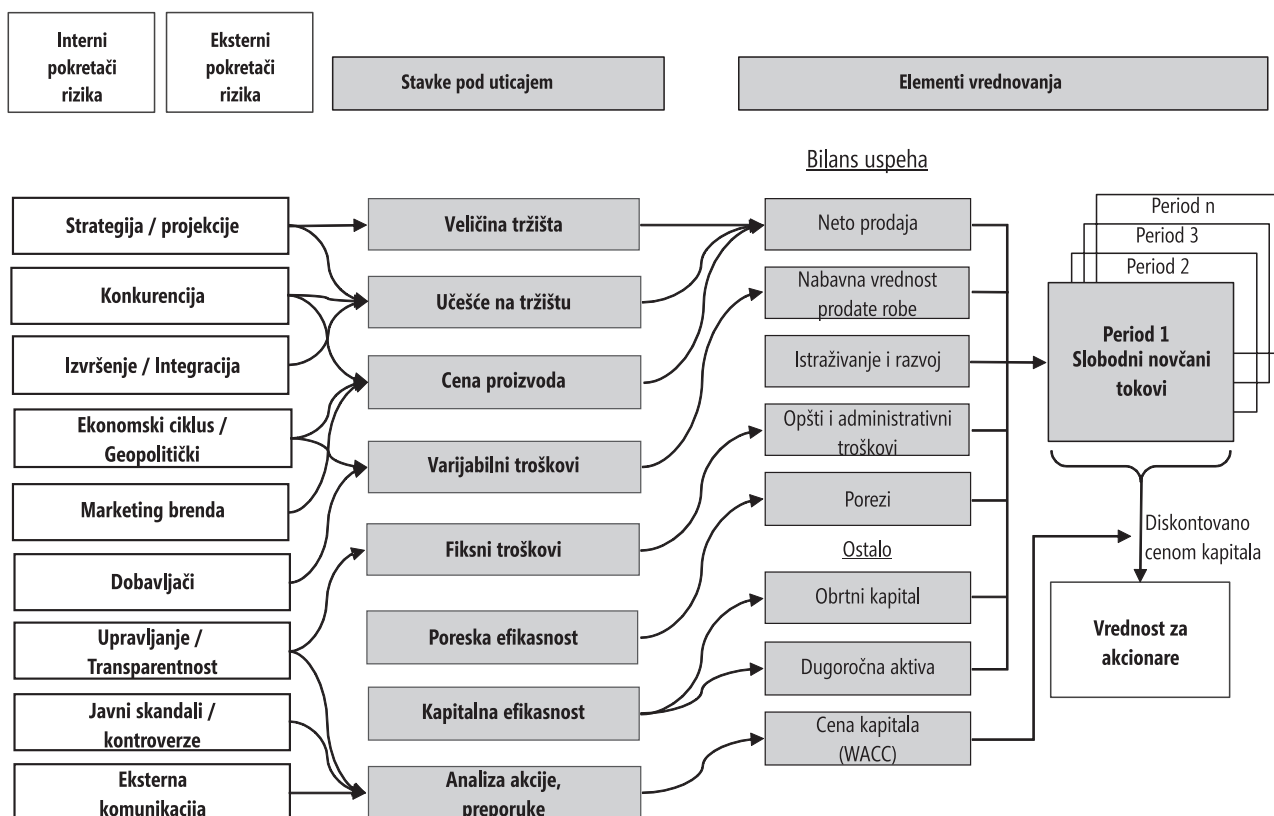
ZAKLJUČAK

U poslednje vreme često se podsećamo stava da je ekonomija igračka u rukama političara (engl. *gismo science*). To se jasno uočava čak i kod privreda za koje se obično smatralo da ekonomski racio dominira nad partikularnim interesima. U poslednje vreme, filozofija dere-

gulacije je zamenila ortodoksne ekonomske politike naročito u finansijskom sektoru. U početnom periodu javio se rast. Međutim, rast je bio naduvan. Spekulativni baloni na finansijskom tržištu poslali su pogrešan signal investitorima. Na kraju dana baloni su pukli, narušena je makroekonomska stabilnost a javilo se nepoverenje u institucije sistema, pre svega u tržište kapitala i banke. Opšti „strah od straha” prenosi se iz privrede na institucije i politički sistem. Kriza je nastala u ekonomiji a u njenom rešavanju dominiraju političari. Posledično, proizvodnja vrednosti kao ortodokсни принцип ekonomske racionalnosti zamenjen je nekonvencijalnim inicijativama oživljavanja „proizvođača gubitaka” pomoću državnih fondova iza kojih stoji politički pragmatizam čuvanja radnih mesta.

Moguće je pretpostaviti da će globalna ekonomska kriza na Srbiju delovati još razornije nego u starijim i novim (post-tranzicionim) kapitalističkim privredama. Glavni razlog za ovakvu bojazan je tranzicionizam i njegove glavne manifestacije: impotentan realni sektor,

Ilustracija 15. Pokretači rizika, faktori pod njihovim uticajem i procena efekata strategije prema [6, str. 22]



ranjiva makro stabilnost, nerazvijenost institucija i regulatorni rizik. Poznato je da u plitkoj vodi visok talas ima razornije dejstvo.

Ipak, ostaje nada da u uslovima kada problem ima globalni karakter on prestaje da bude problem. Ukoliko je to slamka spasa za Srbiju, predstoji nam iskren, marljiv i nedvosmislen rad na afirmaciji ortodoksne ekonomije kada udarni i povratni talas globalne krize prođe, političari se povuku, a tržište počne ponovo da šalje jasne signale ekonomskim agentima. Naoružajmo se strpljenjem i obnovimo stare lekcije iz ekonomije kako ne bi smo ponavljali greške tranzicionizma kada novi poredak koji je u nastajanju stupi na scenu.

Što se tiče poslovne ekonomije, mali korak u dobrom pravcu je primena proširenog koncepta upravljanja rizicima. Apetiti za rizikom ne sma da padne kod privrednih subjekata u Srbiji uprkos povećanju stepena izloženosti rizicima. Ovu, na prvi pogled paradoksalnu situaciju, treba da reši Prošireni model upravljanja rizikom.

Izvori

1. B. Balassa (1964): *Purchasing power parity doctrine: A reappraisal*, *Journal of Political Economy*, Vol. 72
2. Djuričin, D. (2008): *Srbija: tranzicija i posle*, Miločerski ekonomski forum 2008, Savez ekonomista Srbije
3. M.E. Porter, K. Schwab, H.S. Martin and A. Lopez-Claros (2007): *The Global Competitiveness Report 2007-2008*, Palgrave-MacMillan, New York
4. M.E. Porter, K. Schwab, (2008): *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, Palgrave-MacMillan, New York
5. Samuelson P. (1964): *Theoretical notes on trade problems*, *Review of Economics and statistics*, Vol. 46
6. S. Sigal, (2008): *Value-Based Enterprise Risk Management: the key to unlocking ERM potential*, *Corporate Finance Review*, January-February
7. *Transition Report (2005): Business in Transition*, EBRD, London
8. *Transition Report (2006): Finance in Transition*, EBRD, London
9. *Transition Report (2007): People in transition*, EBRD, London
10. *Transition Report (2008): Growth in Transition*, EBRD, London
11. www.commerzbank.com
12. www.mfin.sr.gov.yu
13. www.nbs.rs
14. www.statserb.sr.gov.yu



Dragan N. Đuričin

je redovan profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu na predmetima Strategijski menadžment i Menadžment projekata (osnovne akademske studije) i Poslovna strategija i Strategijske finansije (master studije). Kao konsultant Deloitte radi od 1994. godine, a od 2007. godine je izabran za predsednika. Predsednik je Saveza ekonomista Srbije. Bio je gostujući profesor Univerziteta u Veneciji i profesor Fulbright fondacije. Napisao je veći broj knjiga iz oblasti strategijskog menadžmenta, upravljanja projektima i ekonomike tranzicije. (Bio) je član odbora direktora: Metalac, Sintelon-Tarkett, Apatinska pivara-InBev, Hypo Alpe Adria Bank, Imlek, ABS Holdings i Institut za kardiovaskularne bolesti Dedinje.

ŠTA SU PRIORITETI U REŠAVANJU NAŠE EKONOMSKO-FINANSIJSKE KRIZE

Jovan Ranković

Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

Apstrakt:

U napisu je težište na rešavanju naše ekonomsko-finansijske krize, kome se danas posvećuju brojna savetovanja i simpozijumi. Ovo, pogotovo zbog toga što postoji neslaganje sa mišljenjem da su ozbiljne ekonomske i finansijske poteškoće u našoj privredi isključivo posledica globalne ekonomske krize.

Naprotiv, činjenica je da su ekonomske i finansijske teškoće kod nas proces koji je naročito ubrzan od 1995. godine i koji je praćen kumuliranjem gubitka, poraslim za poslednjih 12 godina 287,4 puta.

Rastući gubici usloveli su smanjenje broja zaposlenih i porast zaduženja, praćenog rastom troškova kamata, koji su 2007. godine dostigli iznose od 200,23 milijardi dinara.

Pomenute teškoće dodatno su otežane neadekvatnim zakonskim propisima o osnivanju preduzeća, kao i praksom vršene privatizacije društvenih preduzeća.

Iz svega rečenog izvučen je zaključak da je sanacija prioritet u rešavanju naše ekonomsko-finansijske krize.

Ključne reči: *globalna kriza, ekonomsko-finansijske teškoće, kumuliranje gubitka, nedostajući kapital, nelikvidnost, zaduženje pozajmljenih kapitalom, stečaj, visina osnovnog kapitala, doinvestiranje, sanacija.*

Abstract:

This paper focuses on solving the economic-financial crisis in Serbia, which is nowadays being discussed at numerous meetings and symposia. This is mainly due to the fact that there is quite some disagreement with the view that the serious difficulties noted in the Serbian economy are caused exclusively by the global economic crisis.

On the contrary, the growth of economic-financial difficulties in our country is a process that has been speeding up in particular since 1995, and that has been followed by an accumulation of losses, which in the past 12 years have grown 287.4 times.

The increase in losses has led to a lower employment rate and to a rise in the level of indebtedness, followed also by an increase in interest expenses, which reached the level of 200.23 billion dinars in 2007.

These difficulties are further complicated by inadequate legal regulations concerning the founding of new companies, as well as the practice involved in the privatisation of state companies.

It is thus concluded that the priority status in the process of solving the economic-financial crisis in Serbia should be assigned to the rehabilitation of its economy.

Key words: *global crisis, economic-financial difficulties, accumulation of losses, insufficient capital, insolvency, indebtedness through borrowed capital, bankruptcy, amount of the fixed capital, recapitalisation, rehabilitation.*

UVOD

Danas je kod nas već postalo gotovo opšteprihvatljivo mišljenje da je naša ekonomsko-financijska kriza posledica globalne ekonomsko-financijske krize. O uzrocima i efektima te krize informišu, pa se čak u vezi sa njom održavaju, brojna savetovanja i simpozijumi.

Sa mišljenjem o efektima odnosno krize smo uglavnom saglasni, naročito o izraženoj recesiji, kao zastoju u plaćanju usled nelikvidnosti koja je uslovlila smanjenje tražnje, obima proizvodnje, broja zaposlenih, nemogućnosti naplate kredita i aktiviranje datih hipoteka i drugih zaloga. Međutim, ne možemo se složiti da su ozbiljne ekonomske i finansijske teškoće u našoj privredi i društvu isključivo posledica globalne krize i, iz toga izvedenog zaključka da je oživljavanje svetske privrede uslov rešavanja naše, domaće krize.

Naprotiv, treba biti svestan činjenice da su ekonomske, a naročito finansijske teškoće kod nas proces koji već dugo traje, kao i da je taj negativan proces posledica poslovanja sa gubicima i neadekvatnih finansiranja investicija i tekućeg poslovanja, koji su glavni razlozi poremećaja finansijske strukture i prateće nelikvidnosti, koja je dugogodišnja boljka i slabost naše privrede.

Prema tome, pojava globalne svetske krize je samo ubrzala pomenuti negativni proces, koji se ispoljava kao ozbiljna recesija sa svim posledicama koje ona sa sobom nosi.

Ispravnost zaključka o karakteru finansijskih teškoća kod nas potvrdiće i brojni bilansni podaci naših preduzeća, kojih je na kraju 2007. godine bilo ukupno 84.563, od kojih su 95,40% mala, 3,64% srednja, a samo 0,96% (814) velika.

KUMULIRANI GUBICI KAO FAKTOR EKONOMSKO-FINANSIJSKE KRIZE

Poslovanje sa gubicima je svakako loš znak kako za pojedina preduzeća, tako i za privredu u celini. Ovo zbog toga što pojava gubitka u poslovanju preduzeća označava smanjenje kapitala, sopstvenog ako ga ima, pozajmljenog ako sopstvenog kapitala nema ili je on manji od nastalog gubitka.

Pošto svako poslovanje pretpostavlja u načelu raspolaganje odgovarajućim sredstvima (stalnim ili obrtnim),

koja se pokrivaju sopstvenim i pozajmljenim kapitalom, smanjenje kapitala gubicima uslovljava potrebu pribavljanja dodatnog sopstvenog ili pozajmljenog kapitala ili smanjenje potrebe za kapitalom, pre svega kroz redukciju obima poslovanja.

Problem nedostajućeg, naročito dugoročnog kapitala bio je dugogodišnja karakteristika naše privrede i rešavanju ovog problema posvećena je, u više navrata, pažnja državne vlasti. Međutim, sve do druge polovine 90-tih godina nedostajanje kapitala i prateća nelikvidnost nije proisticala iz gubitka, nego iz raznih drugih razloga, a naročito iz neadekvatne politike finansiranja izgradnje novih kapaciteta.

Naglo povećanje gubitka u našoj privredi počelo je polovinom 90-tih godina, a uslovljeno je uvođenjem sankcija, koje je imalo za posledicu drastično smanjenje izvoza. Ovo se naročito odnosi na izvoz obuće i tekstila, koji je sa sankcijama drastično smanjen i za nekoliko godina čak i obustavljen. To je zapravo pravi razlog što je samo u 1995. godini broj zaposlenih u privredi Srbije smanjen za oko 60.000, a u 1996. godini za dodatnih 22.000 zaposlenih.

Smanjenje izvoza, uz prateće smanjenje obima proizvodnje i zaposlenih, uslovlilo je rast gubitka, tako da je samo u pomenute dve godine (1995. i 1996.) obim kumuliranih gubitaka porastao od 3,8 na 30,4 milijardi dinara, što je povećanje od 8 puta.

Kumuliranje gubitaka je nastavljeno, tako da krajem 2007. godine oni iznose 1.092,94 milijardi dinara, što znači da su počev od 1995. do 2007. godine kumulirani gubici porasli 287,4 puta ili 28.740%.

Istovremeno, sa rastom gubitka smanjivan je broj zaposlenih, uz istovremeno povećanje broja preduzeća i povećanja obima zaduženosti kod banaka po osnovu dugoročnih i kratkoročnih zajmova. Jer, činjenica je da je u periodu od kraja 1994. do kraja 2007. godine broj preduzeća, gotovo u celini malih, porastao od 60,95%, a istovremeno je broj zaposlenih u privredi smanjen za 497.885 lica, što je smanjenje za 33,24%.

Kumuliranje gubitaka, koje je značilo smanjenje sopstvenog, a delimično i pozajmljenog kapitala, uslovlilo je potrebu za dodatnim kapitalom, i pored toga što su mnoga preduzeća smanjila obim poslovanja, ili su čak

prestala sa proizvodnjom, kakav je slučaj sa nekim velikim fabrikama obuće i tekstila.

Pomenute potrebe za dodatnim kapitalom uslovile su porast zaduženja po osnovu dugoročnih i kratkoročnih zajmova od 9,98 na 1.483,3 milijade dinara, što znači da su finansijske obaveze prema bankama u tome periodu porasle za 148,62 puta ili 14.862%.

Porast zaduženje kod banaka zbog gubitka sopstvenog kapitala imao je za posledicu porast finansijskih rashoda (kamata), koji su u 2007. godini dostigli ukupan iznos od 200,23 milijardi dinara. Iz toga jasno proizilazi čvrsta povezanost stanja i uspeha. Jer, negativan rezultat (gubitak) smanjuje kapital, a smanjenje kapitala uzrokuje dopunsko zaduženje, čija cena povećava rashode u budućnosti, koji pogoršavaju buduće rezultate.

Ono što je naročito karakteristično za rast gubitka u posmatranom periodu od 1995. do 2007. godine je činjenica da se 25,31% ukupno kumuliranih gubitaka, što čini 276,66 milijardi dinara, odnosi na preduzeća u kojima pomenuta suma gubitka prelazi visinu sopstvenog kapitala. Radi se zapravo o 17.951 preduzeća ili o 21,23% ukupnog broja preduzeća, čiji su ukupni gubici veći od visine njihovog osnovnog kapitala i koja se, zbog toga nalaze, saglasno odredbama uporednog trgovačkog prava, u zoni stečaja.

Situacija postaje još ozbiljnija ako se ima u vidu da 701,64 milijardi dinara ili 64,2% ukupnih gubitaka otpada na velika preduzeća, kojih je ukupno 814 ili 0,96%. Iz toga sledi logičan zaključak da su najveći problemi u privredi Srbije 814 velikih preduzeća, jer je u njima zaposleno 468.412 lica ili 42,25% ukupno zaposlenih, njihov osnovni kapital iznosi na kraju 2007. godine 2.244 milijardi dinara, a da je on u gubicima redukovao za 701,64 milijardi dinara ili 31,27%.

Iz svega rečenog jasno proizilazi da je kumuliranje gubitka do iznosa od 1.092,94 milijardi dinara uslovilo poremećaj finansijske strukture i zamenu sopstvenog kapitala, koji ne dospeva i ne košta preduzeće, pozajmljenim kapitalom, koji ima relativno visoku cenu u vidu kamata i dospeva u dužem ili kraćem roku.

Obaveza da se plati cena za korišćenje pozajmljenog kapitala ističe problem pokrića rashoda prihodima, što je uslov rentabilnog poslovanja i što je u brojnim slučajevima razlog pokretanja stečaja, naročito preduzeća kojima su

gubici pojeli ceo sopstveni kapital. Upravo je to bio glavni razlog što je na kraju 2007. godine u postupku stečaja bilo 1.792 preduzeća, sa čijim rasturanjem kroz postupak stečaja ostaje bez posla 7.309 radnika.

Dospevanje pozajmljenog kapitala pokreće pitanje likvidnosti, tj. sposobnosti da se dospele obaveze vrate. Okolnost da se odnosnim kreditnim obavezama, u ovakvim situacijama, finansira dugoročno vezana imovina (stalna sredstva i zalihe) vraćanje dospelih kreditnih obaveza se teško realizuje pa je, umesto toga, praćeno zahtevima za prolongiranjem ili supstitucijom.

U svakom slučaju visoki gubici, kumulirani u bilansima naših preduzeća prouzrokovali su poremećaj finansijske strukture, koji ugrožava kako rentabilitet preduzeća sa gubicima tako i sposobnost plaćanja, što je uz nastavljeno gomilanje gubitaka razlog pokretanja recesije.

Da je to tako svedoči pojava opšte nelikvidnosti u našoj privredi, izazvana okolnošću da su sve zalihe, sa iznosom od 926,43 milijardi dinara na dan 31.12.2007. godine finansirane iz kratkoročnih izvora (dobavljači, kratkoročni krediti, neplaćeni porezi). Takva situacija protivureći zahtevu zlatnih pravila finansiranja koja traže dugoročno finansiranje zaliha, tj. imovine bez koje, u normalnom obimu, ni jedno preduzeće ne može normalno da posluje.

Finansiranje zaliha dugoročnim pozajmljenim kapitalom može da se dozvoli, ali samo pod uslovom da godišnji oslobođeni kapital kroz dobitak i amortizaciju (cash flow) obezbeđuje vraćanje dospelih rata, ili ako su zagarantovani novi krediti ili prolongiranje starih.

Pomenutu situaciju u finansijskoj strukturi pogoršava okolnost da stalnu imovinu finansira u celini dugoročni kapital, ali ne samo sopstveni, nego delimično, tj. sa iznosom od 1.159.9 milijardi dinara pozajmljeni kapital, što praktično znači da je 14,99% stalne imovine (imobilizacije) pokriveno sa dugoročnim kreditima. Opasnost od nesposobnosti vraćanja dospelih rata biće izbegnuta pod uslovom da oslobođeni kapital kroz dobitak i amortizaciju (cash flow) pokriva odnosne rate i da ne bude trošen za druge svrhe, kao što je ulaganje za nove investicije (postrojenjska dobra). Naravno, o pomenutom zahtevu nije mnogo vođeno računa u prošlosti.

Odnosni zaključci potvrđuju mišljenje o negativnom dejstvu kumuliranih gubitaka. Jer, da nije njih, postrojenj-

ska imovina (stalna sredstva) bi bila u celini finansirana sopstvenim kapitalom, dok bi zalihe u celini bile finansirane dugoročnim zajmovima. To znači da bi finansijska struktura odgovarala zahtevima pravila finansiranja, a time bi i račun rentabilnosti bio povoljniji, a zahtevana sposobnost plaćanja (likvidnost) znatno bolja nego što je bila u poslednjim godinama, a naročito bolja nego što je to u sadašnje vreme.

Iz svega rečenog jasno proizilaze ne samo glavni problemi naše krize, nego i izbor pravih prioriteta za njeno rešavanje.

OSTALI FAKTORI NAŠE EKONOMSKO-FINANSIJSKE KRIZE

Prethodno izlaganje je otkrilo činjenicu da je poslovanje sa gubitkom, u periodu dužem od jedne decenije, glavni razlog poremećaja finansijskog položaja naše privrede i svih događaja koji nas vode u pravcu recesije, koja je dodatno podstaknuta globalnom svetskom krizom.

Međutim, poslovanje sa gubitkom i pomenuto kretanje u pravcu recesije stimulirani su još nekim faktorima, među kojima su (1) neadekvatni zakonski propisi o osnivanju preduzeća, kao i (2) zakonski propisi i praksa vršene privatizacije društvenih (po nama državnih) preduzeća, tj. onih koja posluju sa društvenim i državnim kapitalom.

(1) U uporednom i našem privrednom (trgovačkom) pravu pojavljuju se različite pravne forme, ali se visina kapitala za osnivanje preduzeća propisuje za društva kapitala, među kojima su karakteristična društva sa ograničenom odgovornošću (DOO) i akcionarska društva (AD).

U trgovačkom pravu, po pravilu, su propisani (određeni) minimalni iznosi osnivačkog kapitala za pomenute dve pravne forme (DOO i AD). Budući da su društva sa ograničenom odgovornošću manja, manji broj članova (ortaka), za njih je zakonodavac predvideo manji iznos obaveznog osnovnog kapitala. Tako je u trgovačkom zakonu Savezne Republike Nemačke iz 1995. (69 izdanje HGB, 10. april 1995.) propisana visina osnovnog kapitala za društva sa ograničenom odgovornošću (GmbHG) iznos od 50.000 nemačkih maraka, a za akcionarsko društvo (AktG) iznos od 100.000 nemačkih maraka.

Naša praksa je bila drugačija što se tiče obavezne visine osnovnog kapitala. To se vidi iz svih Zakona o pre-

duzećima, od kojih je prvi donet 1988. godine, a detaljnije izmenjen juna 1996. godine. Saglasno članu 336. ovog Zakona minimalni iznos osnovnog kapitala društva sa ograničenom odgovornošću je 5.000 SAD dolara, a saglasno članu 190. minimalni iznos osnovnog kapitala akcionarskog društva je 10.000 SAD dolara, ako se osniva simultanim osnivanjem, a 20.000 SAD dolara ako se preduzeće osniva sukcesivnim osnivanjem.

Odnosni Zakon o preduzećima iz 1996. godine je izmenjen ne samo sadržinski nego i po nazivu. Po nazivu identičan je mađarskom Zakonu o privrednim društvima iz 1988. godine (Gesetz über die Wirtschaftsgesellschaften). Izmena našeg Zakona je izvršena 2004. godine i to pod nazivom Zakon o privrednim društvima.

Član 112. tog Zakona propisuje da novčani deo osnovnog kapitala društva sa ograničenom odgovornošću treba da iznosi na dan uplate najmanje 500 evra u dinarskoj protivvrednosti. Minimalni iznos novčanog uloga osnovnog kapitala zatvorenog akcionarskog društva ne može biti manji od 10.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, a 25.000 evra na dan uplate otvorenog akcionarskog društva.

Prema tome, očigledno je da su minimalni iznosi osnovnog kapitala najmanji u našim zakonima, a naročito propisani minimum osnovnog kapitala za društva sa ograničenom odgovornošću u Zakonu o privrednim društvima iz 2004. godine. To svakako odgovara zainteresovanim licima za osnivanje tih društava, ali ne odgovara zahtevima za njihovu kreditnu sposobnost. Jer, šta znači društvo kapitala sa osnovnim kapitalom od 500 evra? Čime će ono raditi, i na kakav kredit može računati?

Niski osnovni kapital u društvima sa ograničenom odgovornošću je glavni razlog podmićivanja odgovornih za dobijanje kredita, često značajnih i visokih, ali uz davanje hipoteke na nekretninama privatnih fizičkih lica. Brojni sporovi koji se, s tim u vezi, vode potvrđuju mišljenje o nepravednom priznavanju kreditne sposobnosti i na osnovu toga odobrenih kredita.

Sasvim je sigurno da je 9093 novih preduzeća u 2007. godini osnovano zahvaljujući pogodnim uslovima osnivanja u pogledu zahteva za visinu osnovnog kapitala, ali je i činjenica da su od toga broja 99,3% mala preduzeća, sa gotovo nikakvim kapitalom i, kao takva, nesigurna za poverioce i kreditore. Sa druge strane, od ukupno 9093 novo-

osnovanih preduzeća gotovo sva su mala, a ni jedno nije veliko, što znači da je sa njima teško računati na oživljavanje privrede i ozbiljnije povećanje broja zaposlenih.

(2) Odredbe Uredbe o prodaji kapitala i imovine javnom aukcijom, koja je više puta menjana počev od 2001. godine („Službeni glasnik RS“, br. 45/01, 45/02, 19/03, 59/04, 98/04), predviđale su, između ostalog, sadržinu ugovora o prodaji. S tim u vezi, član 16. ove Uredbe iz 2005. godine propisuje da „Nacrt ugovora o prodaji kapitala, odnosno imovine može da sadrži obavezu kupca za ulaganje sredstava u subjekt privatizacije, rešavanje pitanja zaposlenih i zaštitu životne sredine.“ „Potpisivanjem nacrta ugovora o prodaji kapitala, odnosno imovine učesnici na aukciji se obavezuju na prihvatanje uslova iz nacrta ugovora.“

Odnosna uredba ne sadrži nikakve odredbe koje bi obavezivale kupca da preduzeću obezbedi finansijsku ravnotežu i da mu time omogući normalno poslovanje.

Nasuprot tome, u skladu sa citiranim odredbom, kupcima je, po pravilu, ugovorom nametnuta obaveza za ulaganje u postrojenjsku imovinu, što je, de facto, doinvestiranje. Odnosno doinvestiranje utvrđivano je u visini od oko 30% ugovorene prodajne cene društvenog kapitala, odnosno imovine.

Pošto je najveći broj subjekata privatizacije, naročito većih preduzeća, imao poremećenu finansijsku strukturu, doinvestiranje je, po pravilu, uzrokovalo dodatne potrebe dugoročnog kapitala, koga nije bilo, i zbog čega su privatizovana preduzeća zapala u još veće finansijske teškoće. A zbog čvrste povezanosti finansijske strukture i rentabiliteta, njima je, zbog rečenog, pogoršan i rentabilitetni položaj.

U svojoj dugogodišnjoj praksi bavljenja finansijskim i organizacionim problemima preduzeća različitih veličina i vrsta delatnosti nailazio sam na slučajeve da je preduzeće sposobno i spremno za proizvodnju, da postoji tražnja za njegovim proizvodima, ali je gotovina neophodna za nabavku i isplatu radnika gotovo nepremostiv problem. A sigurnost ulaganja je i primarni zahtev odlučivanja kreditora kod odobravanja traženih zajmova, kako dugoročnih tako i kratkoročnih.

Na taj način, privatizacija se najčešće nije pokazala kao rešenje zahteva za popravljavanje rentabilitetnog i finansijskog položaja onemoćalih preduzeća, a naročito

nije mnogo doprinela za zahtevano i očekivano povećanje broja zaposlenih u privredi.

Ako se svemu rečenom doda neopravdani zahtev uplate ugovorene prodajne cene privatizovanih preduzeća u budžet, onda je mišljenje o neadekvatnom postupku privatizacije korektno i ispravno.

ZAKLJUČAK

Uzimajući u obzir sve što je do sada rečeno o stanju u našoj privredi i razlozima tog stanja, možemo sa sigurnošću zaključiti da je sanacija, kao reč koja se gotovo i ne čuje, prioritet u rešavanju naše ekonomsko-finansijske krize.

A kada je o sanaciji reč, prioritet ima oko 800 velikih preduzeća, zbog toga što su ona u najtežoj situaciji, zapošljavaju najveći broj radnika, imaju najveće gubitke, najviše su zadužena i bez njih se teško može održati privreda kakva je naša.

Inače, u načelu se sanacija može izvršiti iz unutrašnjih izvora, dodatnim zaduženjem, poravnanjem i stečajem, koji je katkad bolje rešenje nego uporno održavanje kroz nastavljeno propadanje.

Pošto je svako preduzeće subjekt za sebe, njegovo saniranje je takođe problem za sebe i zbog toga je pojedinačna analiza finansijskog i rentabilitetnog položaja nezabavljiva postupak ispitivanja mogućnosti i načina saniranja. Pri tome, sa aspekta saniranja prihvatljivo je i rešenje reduciranja obima proizvodnje, uz značajnu redukciju broja zaposlenih, ako od pomenutog ne postoji povoljnije rešenje.

Analiza finansijskog položaja podrazumeva ispitivanje uslova pod kojim je moguće da preduzeće u budućnosti posluje sa pozitivnim finansijskim rezultatom, tj. da bude rentabilno, da je likvidno i sposobno da plaća dospеле obaveze, da su zaposleni korektno nagrađeni i da je njihov status siguran.

Pri tome, odlučujuće je da se privreda oslobodi 1092,94 milijardi kumuliranih gubitaka, od čega na velika preduzeća otpada 701,64 milijardi dinara, ali i da se uslovi vraćanja 1.483,3 milijardi dinara dugoročnih i kratkoročnih zajmova usaglase sa mogućnostima, što podrazumeva odgovarajuće prolongiranje i supstituciju. Sve pomenuto

treba da proizide iz individualne analize finansijskog i rentabilitetnog položaja pojedinih preduzeća.

Pomenutu individualnu analizu treba da prati otklanjanje svih slabosti pomenutih zakona, jer bi time bio otkonjen njihov negativni uticaj na finansijski položaj preduzeća i privrede u celini.

Bez obavljanja pomenutih zadataka ne može se računati da će rešavanje globalne svetske krize i oživljavanje privrede sada najugroženijih zemalja automatski rešiti probleme naše privrede.



Jovan M. Ranković

je od 1958. godine na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. U oktobru 1955. godine penzionisan je kao redovni profesor ali nastavlja da radi na poslediplomskim studijama. Predavao je na više Ekonomskih fakulteta i bio mentor velikom broju poslediplomaca i doktoranata. Napisao je veći broj stručnih knjiga od kojih su najpoznatije Teorija bilansa, Upravljanje finansijama preduzeća, Specijalni bilansi i konsolidovani bilansi. Radio organizaciju više stotina preduzeća, napisao veliki broj studija i projekata, učestvovao u radu više državnih stručnih komisija i vodio Komisiju za obračunski sistem 1987-1989. godine. Višegodišnji član redakcije časopisa „Računovodstvo“ i više godina glavni urednik časopisa „Ekonomika preduzeća“. Član je ili predsednik upravnih ili nadzornih odbora nekoliko preduzeća i banaka.

IZAZOVI INDUSTRIJSKOG RAZVOJA SRBIJE: MAKROEKONOMSKI KONTEKST

Edvard Jakopin

Republički zavod za razvoj

Jurij Bajec

Ekonomski institut

*»Sve na svetu kupuje se radom, a naše želje su jedini
uzrok našeg rada«*

D.Hjum, Politički eseji, 1752.

Rezime

Razvoj srpske industrije ne može da odgovori na globalne zahteve savremenog tržišta XXI veka oslanjajući se na obrazovne ideologije iz prošlog veka. Inovativni procesi u nauci, tehnologiji, u svim industrijskim granama teku sve većom brzinom u svetu i zaobilaze region JIE.

Tranzicioni početak srpska industrija je dočekala sa strukturom formiranom pre dve decenije. Na početku 2009. godine, posle 8 tranzicionih godina, kratak tranzicioni saldo industrije bi glasilo: zaostatak iz 90-tih se sporo stiže, tek je na polovini puta, ali se zato povećava zaostatak u odnosu na EU-15 i EU-10. Najteža situacija je u segmentu zaposlenosti, danas u industriji Srbije je 250.000 radnika manje (35%) nego 1990. godine, pri čemu je učešće industrije u BDV smanjeno suviše brzo.

Makroekonomska ravnoteža je u direktnoj zavisnosti od tempa sprovođenja strukturnih reformi u industriji (95% izvoza) i podizanja stepena njene konkurentnosti. U radu je, pored analize strukturne neusklađenosti industrijskog sistema i njenog uticaja na makroekonomsku ravnotežu posebno na duži rok, ukazano na značajnu ulogu države u kreiranju industrijske politike.

Ključne reči: *industrija, razvoj, makroekonomski efekti, strukturne promene, konkurentnost, industrijska politika.*

Summary

Built upon education ideologies of the previous century, development of Serbian industry is not able to meet global demands of the modern, 21st century market. Innovative ongoing processes in science, technology, and all industrial branches are global and ever more rapid, and they are circumventing the SEE region.

The economic structure of Serbian industry at the beginning of transition was two decades old. At the beginning of 2009, after eight transition years, a short economic transition summary is as follows: the trailing caused by the events of the 1990s is very hard to cope with and we are only half through with this task; on the other hand, we are lagging behind EU-15 and EU-10 more and more. The situation is most dire in the segment of employment - Serbia today employs 250,000 workers (35%) less than in 1990, in spite of all that industrial share in GVA is reduced too much fast.

Macroeconomic balance is directly related to the rate of implementation of industrial structural reforms (95% of exports) and the upgrading of the level of industrial competitiveness. Apart from the analysis of structural non-adjustment of the industrial system and its impact on the macroeconomic balance, in the long-run in particular, the paper underlines a significant role of the state in the formulation of industrial policy.

Key words: *industry, development, macroeconomic effects, structural changes, competitiveness, industrial policy.*

UVOD

Spoljna trgovina povećava ekonomsko bogatstvo jedne države, povećava "fond rada jedne nacije". Skoro isključivu ulogu u izvozu Srbije ima industrija. Međutim, srpska industrija opterećena je strukturnim neskladima, zaostalom tehnologijom, niskim nivoom investicija, visokim troškovima proizvodnje, socijalna funkcija i dalje je u preduzeću, neefikasnošću, ekološkim zahtevima, ali, i malim izvozom, nepodudarnošću sa EU i nerazumevanjem industrijskih procesa u EU. Zaostatak za industrijom EU se povećava. Dosta sumornu tranzicionu sliku srpske industrije dodatno usložnjavaju i dometi svetske ekonomske krize, čime se proces restrukturiranja industrije samo usporava i odlaže a njegova cena povećava. Svetska ekonomska kriza ne sme da bude razlog odlaganja i usporavanja reformskih procesa.

Srpska industrija, zbog decenije devastiranosti, tek je na polovini zaostatka iz 90-tih. Tranzicioni kumulativni rast industrije u periodu 2000-2007 od 16% je među najnižim u poređenju sa ostalim tranzicionim ekonomijama (Poljska 84%, Bugarska 76%, Slovačka 61%, Rumunija 41%, BiH 81%, Mađarska 55%, Hrvatska 40%). Održivost makroekonomskog modela i njegovih osnovnih varijabli: izvoza (neophodan prosečan godišnji rast 20%) i SDI (minimum 2 mlrd \$), isključivo zavisi od prerađivačke industrije, jer njenih 15% u BDV doprinosi sa 95% ukupnom izvozu.

Rad se sastoji iz dva dela: (a) analize izazova industrije EU i JIE, (b) strukturne analize srpske industrije sa akcentom na tranzicionim makroekonomskim performansama. Sa metodološke tačke u radu je korišćen metod vremenskih serija, koji je u proteklih nekoliko godina afirmisan u istraživačkim analizama Evropske komisije.

IZAZOVI INDUSTRIJE EU

Razvojni prioritet Evropske unije predstavljaju strukturne promene u industriji i jačanje njene konkurentnosti. Prerađivačka industrija je najvažnija grana privrede EU, generator rasta, tehnološki i inovativni pokretač njenog razvoja. U novoj industrijskoj politici EU posebno podstiče razvoj elektronske, automobilske i hemijske industrije, biotehnologije, IKT, svemirske tehnologije. Kompletna EU regulativa u segmentu industrijske politike je

prilagođena zaštiti životne sredine i prirodnih resursa. U svim oblastima industrijske politike propisani su ekološki i socijalni standardi kojih se svako pojedinačno preduzeće mora pridržavati.

Poslednje ekonomske analize pokazuju da EU značajno zaostaje u industrijskom razvoju za SAD, Japanom i Kinom. Lisabonskom strategijom EU je pokušala da pronađe odgovor na globalne izazove i sve oštiju konkurenciju. Zadatak industrijske politike EU je permanentno jačanje konkurentnosti, zaštita industrijske i intelektualne svojine, smanjenje troškova pridržavanja visokih ekoloških, energetskih i socijalnih standarda. Težište konkurentne industrije EU je razvoj novih tehnologija i inovacija, zbog čega EU izdvaja ogromna sredstva za podsticanje istraživanja i stvaranja klime koja podstiče inovacije. Horizontalnim pristupom, odnosno, koordinacijom više politika (slobodno kretanja roba, prava, intelektualne svojine, javnih nabavki, politike tržišne konkurencije, zaštite životne sredine), EU jača preduzetnički sektor, jer su preduzetnici pokretači zapošljavanja (više od 75 miliona zaposlenih u 23 miliona preduzeća) i inovacija.

Mada se industrijska slika razlikuje od sektora do sektora industrija EU doprinosi njenom rastu direktno sa 20%, prosečan rast poslednje dve godine iznosio je 2,6%, učestvuje čak sa 80% u troškovima istraživanja i razvoja privatnog sektora, i što je najvažnije sa 73% izvoza EU.

Istovremeno, industrija EU je dinamizirala rast sektora usluga i značajno povećala zaposlenost u njima. Od 2001. u industriji EU zabeležen je kontinuitet rasta zaposlenosti, investicija u nove tehnologije, specijalizacije i produktivnosti rada (2,6% prosečno godišnje u periodu 2001-2006, dok je u ukupnoj privredi rast produktivnosti rada iznosio 1,1%)¹. Međutim, produktivnost SAD je i dalje na znatno višem nivou. Generalno, industrija EU je visoko specijalizovana u srednje tehnološkim industrijama, dok je u domenu visoko tehnoloških brzo rastućih industrijskih grana i dalje u zaostatku. Evropske kompanije slabo iskorišćavaju prednosti koje nude brzo rastuće ICT tehnologije. Realokacija resursa prema najproduktivnijim industrijskim preduzećima u EU je i dalje spora². Osnovni

1 The EU KLEMS Productivity Report, Issue 1, March 2007.

2 Labour Mobility in the Lisbon Agenda, Helsinki, Sept 4, 2006. Procenjeno je da je četvrtina najproduktivnijih kompanija u SAD bila 34% produktivnija i kreirala za 6% veći rast zaposlenosti.

razlog leži u rigidnosti EU zakonodavstva. Skoro sve analize Evropske komisije u posljednje dve godine pokazuju da prerogulisanost evropskog tržišta koči dalji razvoj EU industrije³.

Preterana regulacija ometa uvođenje inovacija, kreiranje novih preduzeća, rast postojećih. Najveća regulacija je u farmaceutskoj industriji, industriji hrane i motornih vozila, u pogledu sigurnosti, zdravlja i zaštite životne sredine, koja, prema preporukama EK treba da omogući industriji fleksibilniji način u ostvarivanju politika i ciljeva. Da bi industrija EU bila konkurentnija i efikasnija na međunarodnom tržištu ona pre svega, mora obezbediti konkurentno i otvoreno sopstveno tržište, kako bi se prioritetno povećao njen inovatni potencijal.

EU nije zadovoljna dinamikom sopstvenih reformi, o čemu dovoljno govori i statistika. "Prosečni dohoci u EU-15 su gotovo za trećinu niži nego u najuspešnijim privredama u OECD, a više od trećine radno aktivnog stanovništva je nezaposleno"⁴. Prema podacima OECD-a većina reformi u EU koje su podstakle privredni rast potiču još iz 1990-tih. Svetska ekonomska kriza dodatno je usporila napredak. Ekonomski zaostatak EU za SAD je očit, u EU postoji prilično veliki raskorak u BDP po stanovniku u poređenju sa najrazvijenijim zemljama OECD-a, a taj jaz se proširio tokom poslednje decenije. Poređenja radi, najrazvijenije zemlje Evrope (Nemačka, Švajcarska, Francuska, Švedska, Danska) imaju svega 75% životnog standarda u odnosu na SAD (mereno BDP po kupovnoj moći). Pogled

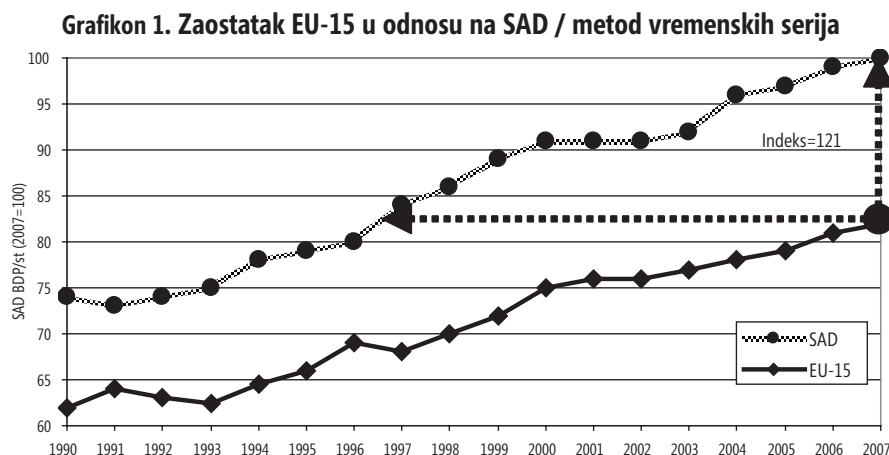
unazad govori da je daleke 1946. godine Zapadna Evropa imala manje od 50% BDP/st u odnosu na SAD. Zahvaljujući jedinstvenom tržištu EEZ, razlika je 1991. bila na istorijskom minimumu, iznosila je 13%. Period od 2000. karakteriše trend povećanja ekonomskog zaostatka najrazvijenijih članica EU, tako, da je 2007. ekonomski jaz iznosio 21%. Prevedeno na jezik vremenskih serija, najrazvijenije zemlje EU-15 zaostaju za SAD više od 10 godina⁵.

Razloge prvenstveno treba tražiti u sektoru zapošljavanja. Nivo zapošljavanja značajno zaostaje za SAD i Japanom, više od jedne trećine radno sposobnog stanovništva (starosti od 15 do 64 godine) je neaktivno. Zaposleni u Evropi i dalje počinju da rade kasnije i da se penzionišu ranije. Tako, na primer, 72% odsto radno sposobnog stanovništva u SAD je zaposleno, u Japanu 70%, dok je u EU ispod 65%. I pored jasnih zaključaka Lisabonske strategije (2000) da je cilj 70% zaposlenih, ekonomski napredak je izostao. Sa druge strane, krajem 2008, problem nezaposlenosti izbija svom žestinom. U EU je danas 8% nezaposleno, dok je u SAD stopa dvostruko manja (4,2%). Pored toga, poseban problem predstavlja nedovoljna otvorenost tržišta radne snage. "Mi osuđujemo protekcionizam, kako trgovinski, tako i investicioni" (A. Guria, generalni sekretar OECD).

Izazovi globalizacije, i njen uticaj na industriju EU, iz godine u godinu su sve veći. Kontinuiran pad transakcionih i komunikacionih troškova, praćen sa neograniče-

3 European Competitiveness Report 2006. Akcenat dat uticaju regulacije na konkurentnost evropske industrije.
4 OECD (2008).

5 P. Sichel (2007), A Comparison of European and US Economies Based on Time Distances. Rad je zvanično prvi put prezentovan na 38-oj međunarodnoj konferenciji CMTEA 'National Reforms for the Implementation of the Lisbon Strategy: their monitoring, assessment and impacts', K. Gora, Slovenia.



Izvor: UNStat, Eurostat, IMF

nom ponudom jeftine radne snage, visokom stopom investicija i rastućom ponudom doprineli su povećanju međunarodne trgovine. U periodu 2002-2006 spoljnotrgovinska robna razmena prosečno je godišnje rasla 17%, nasuprot 3% u prethodnih pet godina. EU je zadržala svoje učešće u svetskoj trgovini od 15% svetskog izvoza dobara⁶, učešće SAD je smanjeno (9%), dok je Kina udvostručila svoje učešće i postala drugi najveći svetski izvoznik posle EU. EU je i dalje dobro pozicionirana u industrijski “visoko traženim segmentima” (*upmarket*), u kojima potrošači plaćaju ekstra cenu za kvalitet, brend ili specijalne usluge. Ovi specijalizovani (*upmarket*) proizvodi iz EU čine 1/3 svetske tražnje i predstavljaju 1/2 EU izvoza (pored luksuznih dobara, ovaj segment uključuje agroindustrijske proizvode, intermedijarne proizvode, mašine i transportnu opremu). Najpoznatiji predstavnici industrije EU su lideri u svetu u oblasti telekomunikacija, distribucije, finansija, osiguranja i usluga zaštite životne sredine. Ali, EU je i dalje najveći izvoznik širokog spektra proizvoda srednje-tehnoloških (medium-tech) industrijskih grana. Nasuprot tome, izvoz industrijskih proizvoda visoke tehnologije (high-tech) čini samo 18% evropskog izvoza, dok je on u SAD 27% njenog izvoza i 22% u Japanu.

Najveći zaostatak industrije EU je na polju istraživanja i razvoja. Ubrzanjem tehničkog progressa i dinamičnim rastom novih industrijskih sektora, kao što su nanotehnologije, nove energetske tehnologije, koje nude širok spektar novih proizvoda, industrija EU se nalazi pred novim izazovima. Svi relevantni indikatori o inovacijama i I&R

pokazuju da EU značajno zaostaje za SAD i Japanom, naročito u primenjenom I&R. Zaostatak EU pokazuje i podatak da se u indistrijskim preduzećima visoko intenzivnih grana samo 36% I&R odnosi na poslovno (primenjeno) I&R, nasuprot 67% u SAD⁷. Očigledan zaključak da podsticajan ambijent u EU za razvoj high-tech nije razvijen i da je industrija EU pred velikim problemima. Otvorenost EU tržišta za konkurenciju ima direktne implikacije ne samo na inovativnu sposobnost industrijskih kapaciteta EU, već se reflektuje na makroekonomske performanse EU.

ZAOSTATAK INDUSTRIJE JIE

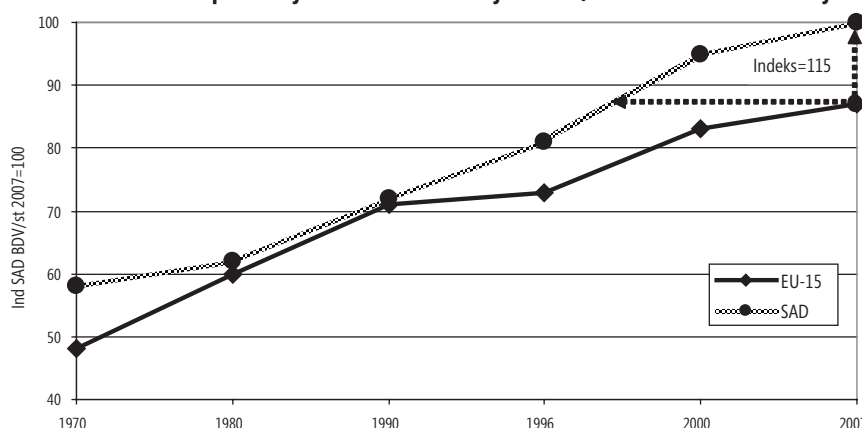
Industrija Jugoistočne Evrope se sporo prilagođava procesu globalizacije. Mada su, generalno, sve male ekonomije dramatično pogoršale svoju poziciju nestajanjem bipolarnog sveta⁸. Evropske tranzicione ekonomije su, osim JIE, u drugoj polovini devedesetih godina imale dinamičan privredni rast, pre svega, usled rasta investicija, lične potrošnje i većeg izvoza roba i usluga. U periodu 1995-2000. u tranzicionim evropskim privredama došlo je do značajnih promena u strukturi industrijske proizvodnje. Najveći pad se odigrao u radno-intenzivnim granama (prehrambena, tekstilna, drvna industrija,

6 OECD (2007), Economic Review-Europen Union.

7 DG Enterprise and Industry (2007), European Innovation Scoreboard 2006.

8 B.Milanović (2006), Dva lica globalizacije, zaključuje: “Kada kažemo da je globalizacija verovatno najznačajniji fenomen početka XXI veka, to isto tako znači da je, skoro sigurno, i najprotivrečniji fenomen. Velike promene i veliki pokreti nikada nisu bez protivrečnosti. Jednostavno zato što ih različiti ljudi različito doživljavaju. Jednima takve promene ideološki odgovaraju ili oni u njima ekonomski dobijaju. U slučaju drugih je upravo suprotno: oni ih ideološki odbijaju ili u njima ekonomski gube”, str 5. (naglašeno autori).

Grafikon 2. Trend povećanja zaostatka industrije EU-15 / metod vremenskih serija



Izvor: UNStat, Eurostat, IMF

dok su sa druge strane izuzetno dinamičan rast zabeležile industrije zasnovane na korišćenju savremene tehnologije i ekonomije obima: elektroindustrija i industrija preciznih uređaja (u svim zemljama), proizvodnja kancelarijske opreme (Mađarska) i proizvodnja motornih vozila (u svim zemljama, osim Estonije).

Privredni rast u tranzicionim evropskim privredama nastavljen je i početkom novog milenijuma do danas, tako da i tranzicione zemlje istočne Evrope, koje su članice EU, imaju značajno visok nivo industrijske proizvodnje, zahvaljujući visokim prosečnim stopama rasta poslednjih osam godina.

Sprovedene tržišne reforme, priliv SDI i strukturne promene u proizvodnji i izvozu, doprineli su da većina tranzicionih zemalja centralne i istočne Evrope značajno poveća svoje izvozne performanse, što je podiglo kompletne industrije ovih zemalja na viši nivo. Naravno, ključnu ulogu u procesu povećanja izvoza je odigralo tržište EU, i to ne samo zbog geografsko-lokacionih faktora, već zbog činjenice da nove članice EU na tom tržištu imaju komparativne prednosti, zbog čega su značajni industrijski kapaciteti iz visokorazvijenih industrijskih zemalja EU dislocirani u tranzicione ekonomije. Industrijska prednost tranzicionih ekonomija se ogleda u onim granama industrije koje zahtevaju kvalifikovan, ali jeftiniji i produktivniji rad.

U zemljama tranzicije glavni faktor koji utiče na rast BDP je dinamičan rast industrijskog sektora. Rast industrijskog sektora u zemljama centralne i istočne Evrope (EU-12) pokazuje poboljšanje njihove međunarodne konkurentnosti.

Integracioni procesi država JIE u EU još nisu završeni.

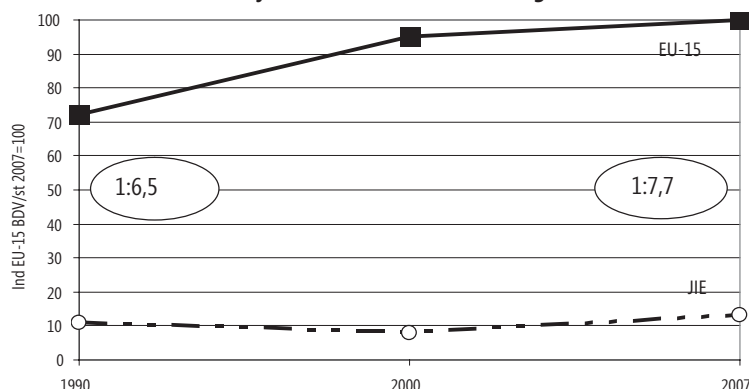
Privrede zemalja u tranziciji (posebno balkanskih zemalja), veoma sporo sustižu nivo životnog standarda razvijenih zapadnih zemalja. JIE je najnerazvijenije područje u Evropi. Industrijska proizvodnja država JIE značajno zaostaje za grupom zemalja centralne Evrope (EU-10) koje su primljene u EU 2004. Visok nivo industrijske proizvodnje (iznad 50%) u 2007. u odnosu na 2000. ostvaren je u: Češkoj, Estoniji, Mađarskoj, Litvaniji, Poljskoj, Slovačkoj, Bugarskoj i Bosni i Hercegovini.

Makroekonomski efekti osam godina tranzicije srpske industrije

Za razliku od pomenutih uspešnih zemalja u tranziciji, koju su pre svega zahvaljujući tržišnim reformama i intenzivnim stranim direktnim investicijama, izvršile specijalizaciju svoje proizvodnje i njenu strukturnu usklađenost sa potrebama inostrane uvozne tražnje, industrija proizvodnja u Srbiji se suočava sa sasvim drugačijim tendencijama koje ostavljaju traga na izvoznu aktivnost i poziciju na međunarodnom tržištu. Jedan od ključnih problema je: nedovoljan izvoz (posedica nekonkurentnosti srpskih industrijskih proizvoda), kao i nedovoljne direktne strane investicije (greenfield). Nedovoljan nivo stranih ulaganja vodi maloj ponudi za izvoz, jer usporava modernizaciju proizvodnje, posebno industrijske.

Srbija još nije nadoknadila ekonomski zaostatak iz 90-tih. Posle 8 tranzicionih godina kratak makroekonomski tranzicioni izveštaj bi glasio: zahvaljujući dinamičnom privrednom rastu smanjen je jaz u odnosu na druge tranzicione zemlje, ali je krajem 2008. godine BDP Srbije realno niži za oko 15% u odnosu na 1990. godinu. Srbija je u proteklom periodu ekonomske tranzicije zabeležila jednu od

Grafikon 3. Industrija JIE u odnosu na EU-15: regionalni nesklad



najvećih prosečnih stopa rasta BDP na području JIE (prosečni rast BDP za period 2004-2008 je 6,8%), životni standard se značajno poboljšao (prosečan realni rast zarada za proteklih 8 godina je bio 14,2%), ali je nivo životnog standarda i dalje među najnižim u Evropi, kupovna moć je svega 37% prosečne u EU-27. Istovremeno je, usled povećanog spoljnotrgovinskog i tekućeg platnog deficita, pogoršana spoljna makroekonomska stabilnost.

Međutim, pozitivni makroekonomski rezultati nalaze se pod velikom senkom dramatičnih izazova pred kojima se nalazi industrija Srbije. Tranzicioni rast industrije od 18% (prosečno 2,2% godišnje u periodu 2001-2008 godine) samo je ublažio sunovrat iz 90-tih, tako da se **industrijska proizvodnja 2008. godine nalazi na svega 52% industrijske proizvodnje iz 1990. godine. Najteža situacija je u segmentu zaposlenosti, danas u industriji Srbije radi 250.000 ljudi manje, odnosno 35% industrijskih radnika je manje nego 1990. godine.**

Doprinos industrije rastu BDP je iz godine u godinu sve manji i manji. Preradivačka industrija učestvuje sa oko 16% u rastu BDP, što je u odnosu na sve tranzicione ekonomije izuzetno malo (u Češkoj je 27%, Hrvatskoj 25%, Mađarskoj 23%, Sloveniji 24%, Slovačkoj 22%, Makedoniji 19%). Strukturne promene u industriji su spore i neefikasne (izveštaji EBRD, Svetske banke, MMF), posebno u

privatizaciji i restrukturiranju velikih privrednih sistema i politici konkurentnosti.

Efekti globalne finansijske krize u poslednjem kvartalu 2008. počeli su nepovoljno da se odražavaju i na području JIE. Tranzicioni Izveštaj EBRD za 2008. zabeležio je 23 poboljšanja za 14 zemalja u različitim reformskim oblastima. Pozitivno je da su najbrži tempo reformskog procesa imale zemlje JIE sa 12 poboljšanja, što u ukupnom signalizira relativno nisku poziciju ovih zemalja na tranzicionoj lestvici i kasniji početak tranzicionih reformi. Zemlje CIE imale su samo jedno poboljšanje tranzicionog indikatora, što se može objasniti činjenicom da su one dostigle značajan nivo tranzicionih reformi pre nego što su postale članice EU 2004. godine. Međutim, one treba u drugoj i trećoj fazi reformi da se fokusiraju na napredak u segmentima korporativnog upravljanja, konkurentnosti, komercijalizaciji infrastrukture i razvoju nebankarskih finansijskih institucija.

EBRD *procenjuje* da Srbija ima potencijal za visok privredni rast, ali da je potrebno poboljšati poslovnu klimu i ubrzati privatizaciju i restrukturiranje. U izveštaju izneta je *prognoza* da će privredni rast u 2009. biti smanjen na 3% (ocena je početkom 2009. korigovana na 2%), a da bi se nastavio dugoročni rast potrebni su efikasna zaštita konkurencije i ulaganja u obrazovanje.

Tabela 1: Tranziciona ocena industrije 2001-2008

Indikatori	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Privredni rast ¹	+	+	+	+++	++	++	+++	++
Industrijski rast ²	+	+	-	+++	+	++	++	+
Industrijska zaposlenost ³	---	---	---	---	--	---	---	--
Strukturne promene u industriji ⁴	--	---	---	--	--	---	-	-
Privatizacija i restrukturiranje ⁵	--	--	+-	--	++	--	--	--
Konkurentnost ⁶	-	-	-	-	-	+	+	-
Jedinični troškovi rada ⁷	---	---	--	-	-	-	--	-
Inflacija ⁸	--	-	+	-	--	+	-	+
SDI ⁹	-	-	+	-	+	+++	++	++
Deficit tekućeg računa ¹⁰	-	--	-	--	-	--	---	---

Legenda:

¹ Rast BDP: + manji od 5%, ++ između 5-7%, +++ veći od 7%

² Industrijski rast: - negativan, + pozitivan do 3%, ++ između 3-5%, +++ veći od 5%

³ Industrijska zaposlenost: --- pad iznad 5%, -- pad 3-5%, - pad 0-3%

⁴ Sektorska realokacija zaposlenosti (Lilijenov koef.): - godišnje odstupanje manje za 20% od proseka privrede, -- manje 20-50%, --- manje za više od 50%

⁵ Privatizacija velikih preduzeća i restrukturiranje (EBRD ind.): - bez promena, + rast, ++ rast za više od 1,

⁶ Politika konkurentnosti (EBRD indikator): - bez promena, + rast, ++ rast za više od 1,

⁷ Jedinični troškovi rada: --- dvocifren rast, -- rast 5-10%, - rast do 5%, + negativan rast (pad)

⁸ Inflacija: -- iznad 15%, - između 10-15%, + ispod 10%

⁹ SDI neto: - ispod 1 mlrd \$; + između 1-2 mlrd \$; ++ 2-3 mlrd \$; +++ iznad 3 mlrd \$

¹⁰ Deficit tekućeg računa: --- veći od 15% BDP; -- 10-15% BDP; - ispod 10% BDP

EBRD upozorava da, iako Srbija ima visok ekonomski rast, problem predstavljaju visok nivo inflacije i deficit tekućeg bilansa. S obzirom na to da je monetarna politika u Srbiji restriktivna, neophodno je da fiskalna politika osigura da se javna potrošnja zadrži pod kontrolom. Prema oceni EBRD, privatizacija velikih kompanija u Srbiji sporo napreduje. Kao značajno, ističe se da svi tenderi i prodaja moraju biti transparentni da bi se privukle preko potrebne investicije.

Srbiji je neophodna i izgradnja infrastrukture i predstoje joj suštinske reforme u energetici, saobraćaju i telekomunikacijama. Prema mišljenju EBRD, korupcija je i dalje veliki problem ne samo u Srbiji, već i u mnogim drugim zemljama u regionu. U izveštaju o tranziciji naglašeno je da je jako bitna transparentnost i konkurencija, kao i da se izbegava davanje direktnih subvencija pojedinim kompanijama. EBRD preporučuje državi da bi u planovima razvoja prioriteta trebalo da budu pre svega završetak privatizacije, poboljšanje kvaliteta infrastrukture i održavanje makroekonomske stabilnosti. Investicije su bitne i zbog reformi, jer donose nove veštine, novu tehnologiju.

Pad industrijske zaposlenosti – granska i regionalna dimenzija

Smanjenje industrijske zaposlenosti predstavlja zakonitost u periodu tranzicije. Sve tranzicione ekonomije su imale probleme sa viškom zaposlenih u industriji, ali su posle nekoliko godina, nakon privatizacije i restrukturiranja, stabilizovale industrijski sektor, i čak povećale broj industrijskih radnika. Primera radi, Češka (1,5 mil indu-

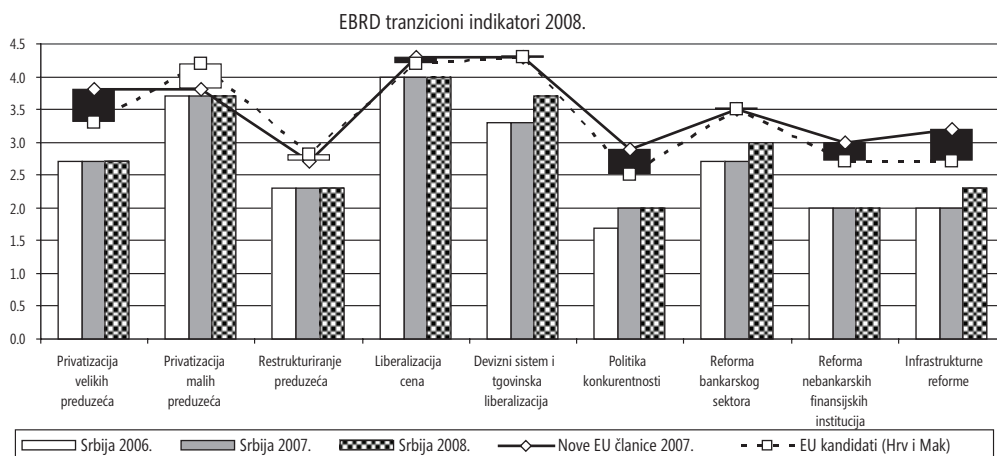
strijskih radnika), Poljska (3,3 mil), Bugarska (750.000) i Slovačka (577.000) od 2004. kontinuirano beleže rast industrijske zaposlenosti, dok Mađarska (950.000), Slovenija (250.000) i Rumunija (2,3 mil), uz neznatne oscilacije, drže konstantno visoku zaposlenost u industriji. Zbog decenije devastiranosti, tranzicioni proces industrije Srbije je bremenit, težak i spor, i u velikom zaostatku za okruženjem. Dve osnovne dimenzije tranzicionog smanjenja industrijske zaposlenosti su njena granska i regionalna dimenzija. Granski pad industrijske zaposlenosti je najveći u tekstilnoj industriji, prehrambenoj, metalnom sektoru i hemijskoj industriji.

Regionalna dimenzija pada industrijske zaposlenosti ima svoju posebnu, ne samo ekonomsku, težinu. Sa industrijske regionalne mape nestalo je 34 industrijska centra u kojima je u industriji radilo više od 1000 radnika.

Podatak da je svaki 4-ti veliki industrijski sistem “preživio” tranziciju (period 1990-2007), odnosno svaki 5-industrijski radnik koji je radio u velim industrijskim preduzećima, dovoljno sam za sebe govori. Veliki pad zaposlenosti u najvećim industrijskim centrima – nosiocima razvoja čitavih regiona prouzrokovao je dramatične promene u ekonomskoj, socijalnoj, demografskoj i prostornoj dimenziji razvoja Srbije.

Najveći apsolutni pad (Tabela 4.) registrovan je, pored Trstenika, u Beogradu, Kragujevcu, Vranju i Novom Sadu, dok je najveće relativno smanjenje industrijskih radnika u velim industrijskim sistemima zabeleženo, pored Trstenika i Beograda, u Užicu, Paraćinu, Gornjem Milanovcu i Nišu.

Grafikon 4. EBRD tranzicioni indikatori 2008.



Izvor: EBRD Transition Report 2008

Strukturne promene

Tranzicioni početak 2001. godine srpska privreda je dočekala sa strukturom formiranom pre dve decenije. Proteklih 8 tranzicionih godina su značajno izmenile strukturu privrede. Izmenjena je vlasnička struktura, profitna struktura, sektorska struktura, struktura zaposlenih.

Tranzicioni rast BDP zasnovao se prvenstveno na rastu sektora usluga. U 2008. u odnosu na 2001. u strukturi BDV zabeležen je rast učešća sektora usluga sa 55,7% u 2001. na 65,6% u 2008. godini. U proteklom tranzicionom periodu došlo je do pada učešća industrije sa 24,8% na 19,8%. Učešće poljoprivrede je visoko, mada je smanjeno sa 15,5% u 2001. na 11,2% u 2008. godini.

Promene u industrijskoj struktura se u proteklih 8 tranzicionih godina uglavnom imale negativan predznak (Graf 6). Prehrambena industrija zajedno sa metalnim kompleksom i hemijskom industrijom je povećala svoje učešće i zajedno čine 57,2% prerađivačke industrije (52,4% u 2000. godini). Najveći pad su zabeležile tradicionalne radno-intenzivne grane, posebno tekstilna industrija (2,5 puta smanjila svoje učešće) i industrija nemetala.

Rezultati dobijeni simulacijom CGE modela⁹ potvrđuju neohodnost restrukturiranja niza grana: najveći pozitivni efekti usaglašavanja sa potrebama tržišta EU su zabeleženi u sektorima proizvodnje derivata nafte, hemijskih proizvoda, proizvoda od gume i plastike i metala, mašina i uređaja, trgovine na veliko i malo, popravke vozila, saobraćaja, skladištenja i veza, kao i ostalih usluga, dok su negativni efekti usaglašavanja sa potrebama tržišta EU registrovani u sektorima: poljoprivrede, tekstilna, kožna, drvna, proizvodnja celuloze, papira i izdavačka delatnost, proizvodnja minerala, električnih i optičkih uređaja, hotela i restorana, saobraćajnih sredstava.

Konkurentnost industrije

Kompletan izvoz Srbije realizuje prerađivačka industrija (95% ukupnog izvoza), od čega skoro 60% izvoza se ostvaruje na tržištu Evropske unije. Međutim, radi se uglavnom o primarnim i radno i resursno intenzivnim proizvodima, sa kojima je Srbija uspela da se integriše u tržište EU, a koji istovremeno predstavljaju osnovni izvor struk-

⁹ "Computable General Equilibrium" model koji je razvio Institut za makroekonomske analize i prognoze u Ljubljani 1997. god /www.umar.si/

Tabela 2: Granski pad zaposlenosti u prerađivačkoj industriji 2001-2007

Prehrambena		Tekstilna		Metalni kompleks		Hemijska	
Ukupno smanjenje	Indeks 2001=100	Ukupno smanjenje	Indeks 2001=100	Ukupno smanjenje	Indeks 2001=100	Ukupno smanjenje	Indeks 2001=100
27.000	74	56.000	40	34.000	61	14.000	64

Tabela 3: Urušavanje velikih industrijskih sistema (VIS)¹

Pokazatelji	1990	2007	Indeks (2007=100)
Ind. centri-gradovi sa više od 1.000 radnika	62	28	45
VIS sa više od 1.000 radnika	217	55	25
Industrijski radnici zaposleni u VIS sa više od 1.000 radnika	682.000	127.000	19

Tabela 4: Regionalna industrijska devastiranost²

Ind. centri sa više od 10.000 ind. radnika	1990	2007	Indeks 2007/1990	R. Br.	Industrijski centri	1990	2007	Indeks 2007/1990	
1	Beograd	245.390	13.842	5,6	9	Pirot	13.362	2.126	15,9
2	Kragujevac	57.574	8.331	14,5	10	Pančevo	13.220	3.234	24,5
3	Niš	25.285	3.358	13,3	11	Kraljevo	12.661	3.594	28,4
4	Novi Sad	24.848	5.512	22,2	12	Užice	12.214	803	6,6
5	Kruševac	23.378	3.653	15,6	13	Čačak	11.733	1.997	17,0
6	Vranje	20.357	6.907	33,9	14	Bor	11.537	2.661	23,1
7	Subotica	16.130	2.374	14,7	15	Paraćin	10.310	1.180	11,5
8	Trstenik ¹	15.031	-	-	16	G.Milanovac	10.089	1.352	13,4

¹ Analiza je obuhvatila i područje KiM, ali radi kompatibilnosti u tabeli nisu prikazani rezultati sa KiM. Na području KiM 1990. radilo je 19 VIS sa oko 40.000 ind.radnika. U srpskim zajednicama na KiM 2007. u 3 VIS zaposleno je oko 8.000 ind radnika (Trepča i 2 iz Elektroprivrede).

² Industrijski gigant u Trsteniku „Prva petoletka“ nalazi se u procesu restrukturiranja.

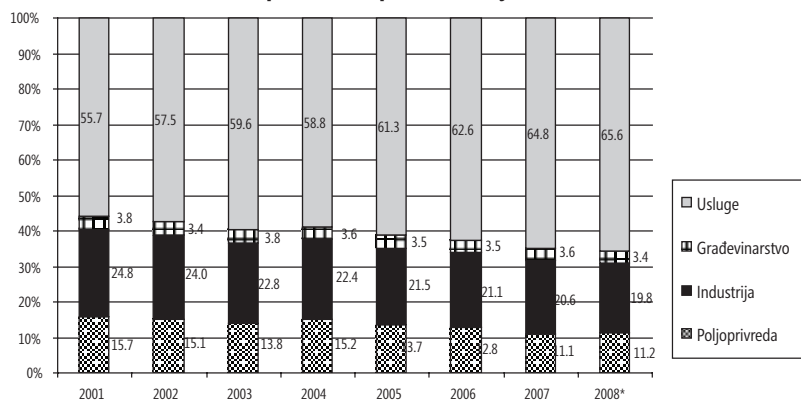
turne neprilagođenosti srpskog izvoza potrebama EU. Na duži rok konkurentnost srpske privrede ne može se obezbediti sa postojećom privrednom strukturom, koja određuje i strukturu robnog izvoza. Uprkos rastućoj izvoznoj dinamici u periodu nakon 2000. godine, struktura izvoza Srbije u EU nije prilagođena potrebama EU, mada je u 2007. godini zabeleženo povećanje vrednosti koeficijenta podudarnosti. Posebnu pažnju treba posvetiti onim sektorima za kojima postoji velika tražnja. Reč je o tehnološko intenzivnim proizvodima, koji imaju značajno učešće u strukturi uvoza EU. Takođe, na veliki tehnološki jaz i nisku komplementarnost između privreda Srbije i EU, ukazuju niske vrednosti indeksa intraindustrijske trgovine. Komparativne prednosti su izkazane uglavnom kod primarnih i radno i resursno intenzivnih proizvoda. Jedan od primarnih makroekonomskih izazova je trend povećanja negativnog salda spoljne trgovine, odnosno tekućeg deficita platnog računa. I pored visokih godišnjih stopa rasta srpskog izvoza u periodu 2004-2006. godine (u proseku 36%), Srbija značajno zaostaje za naprednim tranzicionim zemljama, a naročito za zemljama članicama EU. Najzna-

čajnija izvozna tržišta srpskih proizvoda (gde je i tržišno učešće Srbije najveće) su bivše jugoslovenske republike BiH, Hrvatska, Slovenija (mala umereno rastuća tržišta) i Makedonija (malo spororastuće tržište).

Neprilagođena struktura robnog izvoza potrebama EU. Konkurentnost srpske industrije, povećanje izvoza i zaposlenosti ne može se zasnivati na onim sektorima u kojima je Srbija danas konkurentna. Izvoznu strukturu treba prilagoditi onim sektorima za kojima postoji velika tražnja, odnosno koji imaju značajno učešće u strukturi uvoza Evropske unije i CEFTE. Koeficijent podudarnosti¹⁰ sasvim jasno ilustruje strukturnu nepodudarnost (neprilagođenost) našeg izvoza potrebama EU. Vrednost koeficijenta je niska, ali je u 2007. godini zabeležen značajan pomak.

10 Metodološka napomena: *Koeficijent podudarnosti* pokazuje stepen neprilagođenosti izvoza jedne zemlje uvozu druge. Uzima vrednosti od 0 do 1 (vrednost bliža jedinici ukazuje da sve robne kategorije imaju relativno veliki značaj i za izvoz jedne i uvoz druge zemlje; suprotno vrednost bliža nuli znači da robne kategorije koje imaju relativno veliki značaj za izvoz jedne zemlje, a relativno mali značaj za uvoz druge zemlje).

Grafikon 5. Strukturne promene u privredi Srbije 2001-2008 / učešće u BDV



Grafikon 6. Struktura prerađivačke industrije

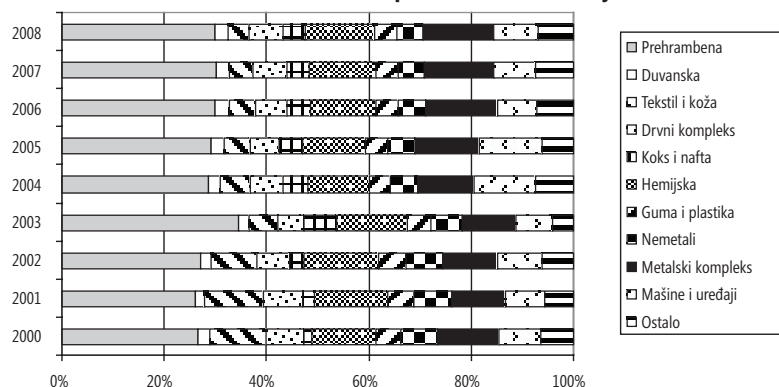


Tabela 5: Koeficijent podudarnosti¹¹

Koeficijent podudarnosti izvoza	2006	2007
Srbije u EU i ukupnog uvoza EU ²	0,39	0,46

Izvor: ITC International Trade Center, RZR

Dugogodišnja izolacija domaće privrede uticala je na tehnološko kašnjenje privrede za svetskim tendencijama i pad konkurentnosti domaćih proizvoda na svetskom tržištu. Izvoznici iz drugih zemalja potisnuli su domaća preduzeća sa određenih segmenata svetskog tržišta, a pre svega sa tržišta EU, tako da je njihov povratak na ta tržišta nakon 2000. godine bio otežan. Strani kupci imaju sve strožije zahteve u pogledu kvaliteta proizvoda, njihovih performansi, dizajna, servisiranja složenijih proizvoda, kao i kreditiranja prodaje, što je dovelo do porasta konkurencije na svetskom tržištu. Posledica svega toga je nedovoljan rast domaćeg izvoza, uprkos rastućoj izvoznoj dinamici u periodu nakon 2000. godine.

Praktično, robne kategorije koje čine 74,2% robnog izvoza Srbije imaju veoma mali značaj za uvoz EU. Takođe, najveći deo ovih proizvoda (85%) spadaju u primarne proizvode i proizvode koji su intenzivni radom i prirodnim resursima, što ukazuje na nesposobnost srpske privrede da se putem tehnološki intenzivnih proizvoda integriše u tržište EU.

Tabela 6: Proizvodi koji imaju značajno učešće u strukturi ukupnog uvoza EU¹²

FI	Grupe proizvoda prema HS ³		Xij		Mik	
			2006	2007	2006	2007
D 84	Pogonske mašine i uređaji		4,14	5,36	12,50	12,46
D 29	Organski hemijski proizvodi		3,20	4,27	2,94	2,99
D 85	Električne mašine, aparati i uređaji		3,09	4,23	10,29	9,93
D 39	Plastika i proizvodi od nje		4,41	3,99	3,50	3,53
D 87	Vozila, osim šinskih		0,91	1,00	9,84	10,27
	UKUPNO		15,75	18,86	39,07	39,18

Izvor: ITC International Trade Center, RZR

Istovremeno proizvodi koji su značajno zastupljeni u

11 U analizi je korišćena HS klasifikacija spoljne trgovine UN (*Harmonized commodity description and coding System*) - dvocifreni nivo koji obuhvata 97 grupa proizvoda. Podaci za Srbiju na sajtu ITC (www.trademapp.org) dostupni su samo za poslednje dve godine.

12 Napomena uz Tabelu 6: FI - proizvodi prema faktorskoj intenzivnosti, D - tehnološko intenzivni proizvodi, Xij - učešće proizvoda i u ukupnom izvozu zemlje j u zemlju k, Mik - učešće proizvoda i u ukupnom uvozu zemlje k.

uvozu EU (40%) i koji pripadaju grupi tehnološki intenzivnih proizvoda, čine 19% srpskog izvoza u EU. Nedovoljno investiranje u visoko razvijene tehnologije i konkurentne proizvode otežava strukturne promene domaće proizvodnje i izvoza, što je pretpostavka za održiv rast izvoza u dužem vremenskom periodu.

Koeficijent specijalizacije izvoza. *“Ako pogledamo istoriju, videćemo da je u najvećem broju država spoljna trgovina prethodila svakom poboljšanju domaće industrije”*¹³. Izvoz srpske privrede, koji isključivo zavisi od industrije, veoma se teško prilagođava zahtevima savremenog tržišta. Liberalizacijom spoljne trgovine i otvaranjem srpskog tržišta došlo je do veoma značajnog rasta izvoza, međutim, sa minimalnim stepenom specijalizacije izvoza. *Indeks specijalizacije izvoza (uvoza)* pokazuje da je na početku tranzicije struktura izvoza Srbije bila dosta široka, a specijalizacija niska. Porast vrednosti indeksa specijalizacije izvoza u 2005. i 2006. godini signalizira da se izvoz lagano koncentriše na određene robne grupe, ali su to uglavnom resursno intenzivne grupe proizvoda, koje ne mogu da obezbede visoke vrednosti koeficijenta koncentracije na duži rok.

Tabela 7: Modifikovani Džini-Hiršmanov koeficijent koncentracije izvoza i uvoza Srbije¹⁴

	Izvoz	Uvoz
2000	0,024547	0,034096
2005	0,125027	0,184504
2006	0,125641	0,185549
2007	0,117677	0,176587

Izvor: ITC, RZR

Zbog povećanog izvoza nisko tehnoloških proizvoda u 2007. smanjio se nivo specijalizacije izvoza. Iako je koncentracija uvoza bila na približno istom nivou kao i izvozna koncentracija, kvalitativna promena strukture srpskog uvoza i povećanje učešća tehnološko intenzivnih proizvoda u njegovoj strukturi, dovela je do većeg stepena specijalizacije uvoza. To svakako pogoduje privredi i povećanju njene konkurentnosti, jer će se preduzete investicione aktivnosti i uvoz novih tehnologija preneti i na

13 D.Hjum, Politički eseji, str 177.

14 Modifikovani Džini-Hiršmanov koeficijent izračunat na bazi HS klasifikacije spoljne trgovine UN - dvocifreni nivo koji obuhvata 97 grupa proizvoda. Podaci za 2000. godinu - NBS, Konkurentnost Srbije 2003.

izvozu strukturu, ali je nerealno očekivati da se to desi u kratkom intervalu.

Generalno, bez obzira na rast poslednjih godina, koeficijenti koncentracije izvoza i uvoza imaju i dalje niske vrednosti i ukazuju na odsustvo specijalizacije. Specijalizacija u izvozu za malu zemlju kao što je Srbija, znači ovladavanje proizvodnjom i plasmanom određene grupe proizvoda, rastuće učesće i povećanje konkurentnosti na stranim tržištima. Pomeranja u uveznoj strukturi mogu se pozitivno okarakterisati, što svedoči o restrukturiranju domaće privrede i tehnološkom unapređenju proizvodnih procesa. Za sada, ni jedna grupa proizvoda na strani izvoza se ne izdvaja svojim proizvodnim potencijalom, izvoznim kapacitetima i specifičnostima po kojima bi bila prepoznatljiva na međunarodnom tržištu.

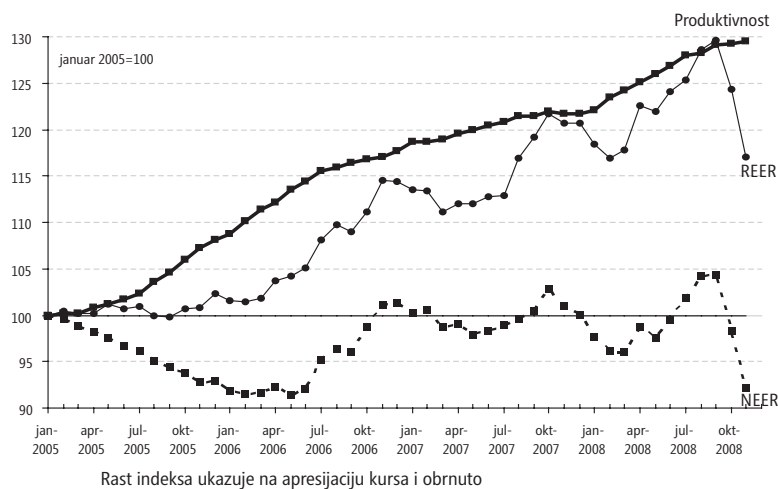
Cenovna i troškovna konkurentnost industrije.

Osnovna karakteristika kretanja deviznog kursa u Srbiji u

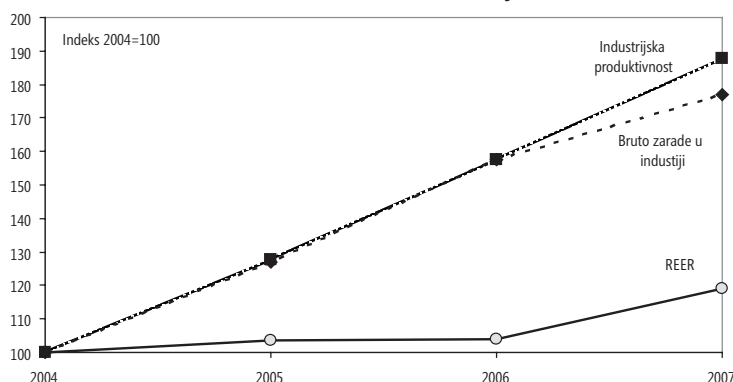
2007. godini bila je izražena apresijacija prema evru, što je nastavljeno i u prvih devet meseci 2008. godine. S druge strane, veliki priliv stranih direktnih investicija je takođe uticao na jačanje dinara.

Jedinični troškovi rada u prerađivačkoj industriji su od 2005-2007. godine kumulativno porasli oko 15% u odnosu na prosek 2005, što predstavlja pad konkurentnosti industrije u tom periodu, ali se u 2008. uočava usporavanje rasta JTR. Od 2005. godine realni efektivni devizni kurs je u porastu, što u kratkom roku, utiče na smanjenje izvozne konkurentnosti. Rast produktivnosti kompenzovao je apresijaciju dinara, ali ne i rast zarada sa svim negativnim efektima na konkurentnost srpske privrede. Situacija je nešto povoljnija u 2008. gde je rast zarada bio sporiji od rasta produktivnosti rada. Depresijacija dinara iz poslednjeg kvartala 2008. donosi mnogo veći rizik za makroekonomsku stabilnost, nego što bi, eventualno, doprinela povećanju konkurentnosti srpske industrije.

Grafikon 7. Produktivnost i efektivni devizni kurs



Grafikon 8. Konkurentnost industrije i kurs



ZAKLJUČAK: INDUSTRIJSKA POLITIKA I ULOGA DRŽAVE

Industrija Srbije opterećena je brojnim strukturnim slabostima. Koreni strukturne neusklađenosti industrijskog sistema su višestruki i duboki. Višedecenijski kolektivistički uređen sistem državne intervencionističke stihije¹⁵, stvorio je privredni nesklad, industrijski sistem bio je u neskladu sa tržištem, nije bio sposoban da reaguje na tržišne signale. Tranzicija je samo ogolila strukturni problem industrije Srbije. Ekonomska politika se suočila sa nemogućom misijom: kako istovremeno ne smanjivati zaposlenost i menjati industrijsku strukturu. U uslovima minimalne sektorske realokacije zaposlenih (analiza pomoću Lilijenovog koeficijenta) i visoke tranzicione cene socijalnog mira i dalje imamo industrijske sektore neefikasne i nerestrukturirane. U teoriji je potvrđeno da što su duži periodi privrednih nesklada sa tržištem uvozna zavisnost se povećava. Otuda je i permanentno povećanje tekućeg računa platnog bilansa. To, međutim, nije specifičnost samo srpske industrije, već i cele JIE.

Jedna od ključnih "aktivističkih" funkcija države jeste kreiranje njene industrijske politike. Svetska Banka je prikazala tri osnovne kategorije funkcija države, pomoću kojih sagledava efikasnost određene države. Efikasnost industrijske politike svake države zavisi od izgrađenosti njenih institucija.

Makroekonomske neravnoteže su ogledalo strukturnih nesklada u privredi. Strukturne promene zahtevaju

velika investiciona ulaganja. Rešavanje gorućeg problema nezaposlenosti zavisi, takođe, od investicija i poboljšanja konkurentnosti srpske privrede.

Aktivna uloga države u procesu tranzicije fokusirana je na dve tačke: kako otklanjati faktore rizika i kako izgraditi institucije koje bi mogle da kreiraju i sprovode razvojne politike, od kojih industrijska politika primarna.

Tranzicioni faktori ekonomskog rizika mogu se podeliti na: (a) makroekonomske i (b) strukturne. Naravno, određeni ekonomski rizici mogu biti egzogenog karaktera, kao što su izrazito nepovoljna međunarodna kretanja na pojedinim robnim i faktorskim tržištima. Takođe, jedan broj tranzicionih ekonomija je imao tzv. **reformski rizik**, odnosno, kreiranje podsticajnog razvojnog ambijenta je trajalo suviše sporo, što smanjuje mobilizaciju i efikasnu alokaciju proizvodnih faktora čime se direktno usporava privredni rast. Nijedan od ovih rizika se ne može isključiti, a svaki od njih ugrožava sprovođenje reformi.

Primarni makroekonomski faktori rizika:

- ❖ Deficit tekućeg bilansa odražava bazične neusklađenosti u ekonomiji;
- ❖ Strukturni debalans između investicionih potreba i domaće štednje. Bez daljeg napretka u privatizaciji, stečaju i restrukturiranju teško će se očekivati pozitivan doprinos korporativnog sektora eksternoj poziciji, prvo kroz uštede, a zatim kroz dobit od povećanih proizvodnih investicija u delatnosti koje generišu neto izvoz;

15 Lj.Madžar (2008), str19.

Slika 1: Funkcije države

Minimalne funkcije	Srednje funkcije	Aktivističke funkcije
Pružanje osnovnih javnih dobara <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Odbrana, red i zakon <input type="checkbox"/> Svojinska prava <input type="checkbox"/> Makroekonomski menadžment <input type="checkbox"/> Javno zdravstvo Poboljšanje jednakosti <input type="checkbox"/> Zaštita siromašnih 	<ul style="list-style-type: none"> Suočavanje sa spoljnim uticajima <input type="checkbox"/> Obrazovanje, životna sredina Regulisanje monopola Prevazilaženje lošeg obrazovanja <input type="checkbox"/> Osiguranje, finansijska regulacija <input type="checkbox"/> Socijalno osiguranje 	Industrijska politika <ul style="list-style-type: none"> Redistribucija bogatstva

- ❖ Osetljivost na kretanja deviznog kursa. Visok nivo zaduženosti ostaje ozbiljan problem pošto izaziva važnu neuklađenost inostrane valute;
- ❖ Faktor rizika koji je tesno povezan sa perspektivama strukturne reforme je rast BDP i izvoza. Očekivani snažan rast podstiče ocenu eksterne održivosti, ali bi se ona bitno promenila, ukoliko bi se rast permanentno usporio ispod 5%;
- ❖ Napredak u ekonomskoj integraciji sa EU je važan faktor koji bitno doprinosi svim ekonomskim projekcijama i kašnjenje integracije može da podstakne negativne korelacije pošto izgleda da tržišta podcenjuju te rizike.
- ❖ Generalno, dalje poboljšanje eksterne situacije kritično će zavisiti od strukturnih reformi koje vode zdravijem korporativnom sektoru i snažnijim reakcijama ponude kako bi se povećala domaća i spoljna tražnja, koja bi na kraju imala za rezultat održiv rast.

Primarni razvojni cilj Srbije je **podizanje konkurentne sposobnosti industrije**. To traži odlučno sprovođenje svih tranzicionih i reformskih procesa koji mogu da aktiviraju razvojne potencijale zemlje – ljudske, materijalne i prirodne – i da učine Srbiju privlačnom za brži razvoj domaćeg privatnog sektora i veći dolazak stranog kapitala. Dinamičan privredni rast je nemoguć bez strukturnih promena, čiji će tempo najviše zavisiti od dva faktora: (1) povećanja investicija i (2) reforme obrazovanja. Investicije predstavljaju ključnu reč za strukturne tranzicije probleme srpske privrede. Samo investicije, nova ulaganja, mogu da stvore konkurentnu proizvodnju i održivi privredni rast zasnovan na otvaranju novih radnih mesta. Bez reforme obrazovanja nemoguće je boriti se strukturnim problemima: stvarati konkurentnu privredu i smanjivati broj nezaposlenih.

Uloga države kroz industrijsku politiku treba da bude usmerena u tri pravca:

A. Jačanje konkurentnosti i stvaranje nove industrijske strukture

- Modernizacija privredne infrastrukture
- Završetak privatizacije i restrukturiranje postojećih preduzeća

- Stvaranje nove industrijske strukture (industrija hrane, ...)
- Podsticanje investicija u izvozne industrijske sektore
- Fiskalni podsticaji
- Unapređenje korporativnog upravljanja

B. Podsticanje preduzetništva

- Stvaranje atraktivnog poslovnog ambijenta
- Horizontalni programi podsticanja preduzetništva, pre svega razvoj klastera, industrijskih i tehnoloških parkova
- Deregulacija - uspostavljanje regulatornog i administrativnog okruženja za formiranje i funkcionisanje novih preduzeća
- Brži razvoj malih i srednjih preduzeća

C. Razvoj zasnovan na znanju i upravljanju ljudskim resursima

- reformisati obrazovni sistem u skladu sa promenama u industrijskoj strukturi, odnosno potrebama tržišta
- jačanje primenljivih znanja i povezivanje sa svetom rada
- reforma nastavnih planova i programa u obezbeđivanju funkcionalne, kompjuterske i tehnološke pismenosti, podstičući kreativnost, razvoj kritičkog mišljenja i potrebnih veština za svakog pojedinca
- razvoj obrazovnog sistema bazirati na filozofiji doživotnog obrazovanja.
- ulaganje u istraživanje i razvoj u skladu sa potrebama industrije. Naučna i razvojna istraživanja u Srbiji, koja se vrše u postojećim naučnim i razvojnim institucijama i na univerzitetima, a koje prevashodno finansira država nisu dovoljan generator znanja koje može biti ozbiljan faktor razvoja nove – globalno konkurentne privredne proizvodnje
- podsticati inovacije

Odgovornost tranzicione države proizilazi iz načela pridržavanja međunarodnih konvencija, načela otvorenosti i transparentnosti, odgovornosti, uspešnosti i efikasnosti, etičnosti i poštenja. Primaran cilj je uspostavljanje odgovornosti svih institucija, u svim oblastima, kvalitet regu-

lisanja, koji najviše zavisi od pravosuđa i modernizaciju uprave kao činioca podsticanja konkurentnosti.

Visoki kvalitet institucionalnog okruženja predstavlja jedan od nužnih uslova uspostavljanja konkurentnosti i održivog razvoja industrije. Istraživanja govore da je kvalitet institucionalnog okruženja jako povezan sa stepenom konkurentnosti i visinom dohotka po stanovniku, da utiče na rast dohotka po stanovniku, kao i na održivost rasta BDP. Postoji visok stepen povezanosti između visine BDP po stanovniku i institucionalnih elemenata, kao što su stepen demokratije, stepen regulacionih opterećenja, vladavine prava, nivoa korupcije, stepena ograničavanja izvršne vlasti i zaštite vlasničkih prava. Političke mere za podsticajnije institucionalno okruženje doprinose privrednom rastu.

Literatura

1. Arsić, M., Mladenović, M., Stojković, A., Petrović, P., *Makroekonomsko modeliranje privrede Srbije – teorijske osnove i rezultati*, CES Mecon, Akademija, Beograd, 2005.
2. Bajec, J., Jakopin, E., *Nacionalna strategija privrednog razvoja Srbije 2006-2012, osnovni nalazi, rezultati i rizici*, SES, Miločerski ekonomski forum, 2006.
3. Commission of the European Communities, *European Competitiveness Report 2008*, COM, Brussels, 2008.
4. Commission of the European Communities, *Serbia 2008 Progress Report*, COM, Brussels, 2008.
5. EBRD, *Transition Report*, London, 2008.
6. International Trade Centre, *The Trade Performance Index - Technical notes*, ITC, UNCTAD/WTO, Geneva, 2007.
7. Jakopin, E., "Strategic directions of development of Serbia - results, mechanisms, risks", *International conference: Contemporary Challenges of Theory and Practice in Economics*, EF, Beograd, 2007.
8. Jakopin, E., *Strukturne promene i konkurentnost*, SES, Kopaonik, 2008.
9. Madžar, L.J., *Nedostajuće dimenzije u evaluaciji makroekonomskih performansi Republike Srbije*, Ministarstvo finansija, Beograd, 2008.
10. Milanović, B., *Dva lica globalizacije*, Arhipelag, Beograd, 2006.
11. Republički zavod za razvoj, *Izveštaj o razvoju Srbije 2007*, Beograd, 2008.
12. Republički zavod za razvoj, *Konkurentnost privrede Srbije 2008*, Beograd, 2009. /www.razvoj.sr.gov.yu/
13. Sicherl, P., *A Comparison of European and US Economies Based on Time Distances*, EUROCHAMBRES, Brussels, March 2005.
14. WEF, *The Global Competitiveness Report 2008/2009*, New York, Oxford University Press, 2008.
15. World Bank, *Western Balkan Integration and the EU*, Washington, D.C., 2008.
16. World Bank, *World Development Report*, Washington DC, 2008.
17. World Bank, *Doing Business 2009*, Washington D.C., 2008.



Edvard Jakopin

je direktor Republičkog zavoda za razvoj. Sva akademska zvanja (osnovne i postdiplomske studije, doktorat ekonomskih nauka) je stekao na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Autor je brojnih stručnih i naučnih radova iz oblasti makroekonomije, planiranja, privrednog razvoja, konkurentnosti, regionalnog modeliranja. Rukovodilac projektnog tima u više istraživačkih projekata i studija, koordinator izrade Nacionalne strategije privrednog razvoja Srbije 2006–2012, rukovodilac izrade Strategije regionalnog razvoja Republike Srbije 2007–2012, Programa privrednog razvoja Vojvodine i dr. Od 2004. je član Izvršnog odbora Evropske asocijacije za razvojna istraživanja (EADI). Član je Predsedništva Saveza ekonomista Srbije i vanredni član Naučnog društva ekonomista.



Jurij Bajec

je redovan profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu i naučni savetnik Ekonomskog instituta. Kao gostujući saradnik boravio je godinu dana u Institutu za proučavanje razvoja na Sussex univerzitetu, kao i u kraćim studijskim posetama univerzitetskim centrima SAD i EU. Napisao je više knjiga i objavio je veći broj radova u domaćim i međunarodnim časopisima. Rukovodio je izradom strateških projekata i studija. Član je Predsedništva Saveza ekonomista Srbije.

EKONOMSKA POLITIKA U VREME KRIZE: IZAZOVI, OGRANIČENJA, PARADOKSI

Dušan Vujović

Svetska banka

Rezime

U radu se razmatra program mera Vlade Srbije u odgovoru na svetsku finansijsku i ekonomsku krizu. Kao pozadina, u radu se prvo analiziraju primarni uzroci globalne finansijske i ekonomske krize koja se proširila na ceo svet i preti da ozbiljno pogodi i privredu Srbije. Na jednoj strani, neposredni uzroci krize su strukturni i regulativni nedostaci globalnih finansijskih tržišta. Na drugoj, to je ekspanzivna monetarna politika SAD koja je generisala viškove likvidnosti i tako podsticala bum na tržištu nepokretnosti koji je nužno vodio u krizu. Sledi analiza programa Vlade Srbije koji odgovara na izazove globalne finansijske i ekonomske krize i teži da vaspostavi dugoročni i održivi ekonomski rast u Srbiji. Posebna pažnja se posvećuje analizi tri vrste ograničenja pod kojima je program sačinjen. Na jednoj strani to su realna ograničenja sa kojima je privreda Srbije suočena na ovom stepenu institucionalnog i ekonomskog razvoja. Na drugoj to su nametnuta ograničenja koja delom proističu iz realnih slabosti, a delom iz (nesavršenih subjektivnih) percepcija koje prevladavaju na finansijskim tržištima. Konačno, tu su i neka važna fiktivna ograničenja koja nije moguće zaobići pošto imaju veliku važnost u glavu birača i političara.

Ključne reči: *Globalna finansijska kriza, Finansijska kriza, Ekonomska kriza, Globalna ekonomska kriza, Fiskalni stimulus, Fiskalna politika, Monetarna politika.*

Abstract

The paper analyzes the Economic Program of the Government of Serbia aimed at responding to the challenges posed by the global financial and economic crisis. As a background, the paper reviews the primary sources of the global financial and economic crisis, and the threat it poses for the Serbian economy. On the one hand, direct causes of the crisis are structural imperfections and regulatory weaknesses found in the global financial markets. On the other the main cause is the loose fitting expansionary

monetary policy of the Fed which created excess liquidity that fueled the boom in the real estate market, followed by an inevitable bust. In that context the paper analyzes the Program of the Government of Serbia which aims to respond to the challenges of the global financial and economic crisis and reinstate long term sustainable economic growth in Serbia. The paper focuses on the three types of constraints under which the program was designed. First, the real constraints faced by the Serbian economy at this stage of its institutional and economic development. Second, the constraints stemming from real and institutional weaknesses or externally imposed constraints driven by (imperfect subjective) perceptions that tend to dominate in the global financial markets. Finally, the program had to accommodate some fictitious constraints (such as the stability of the nominal exchange rate) which could not be avoided as they receive a lot of attention from the voters and politicians.

Key words: *Global financial crisis, Financial crisis, Economic crisis, Global economic crisis, Fiscal stimulus, Fiscal policy, Monetary policy.*

UVOD

Prošle godine (Vujović 2008) smo pisali o globalnoj finansijskoj krizi i opasnostima da se ona proširi na ceo svet i uzme razmere prave svetske ekonomske krize. U radu smo detaljno analizirali: (a) neposredan povod izbijanja finansijske krize na segmentu subprime hipotekarnih kredita u SAD, (b) mehanizme širenja krize na američko i svetska finansijska tržišta, (c) dublje suštinske uzroke ove krize u sferi neadekvatnog regulatornog i kontrolnog okvira u širem finansijskom sektoru, i (d) osnovne makroekonomske karakteristike u poređenju sa sličnim

krizama tokom poslednje tri decenije. Rad je posebno razmatrao efekte krize na kratkoročnu i srednjoročnu dinamiku svetske privrede i ključne elemente ekonomsko-političkog odgovora na krizu. U tom trenutku još uvek je preovladavalo mišljenje da će primarna finansijska kriza biti prevladana injekcijama likvidnosti centralnih banaka u drugoj polovini 2007. godine i početkom 2008. godine i samoregulišućim reakcijama finansijskog tržišta, i da će u najgorem slučaju sekundarne posledice proizvesti vidnu globalnu ali po trajanju ograničenu recesiju.

Dubina i intenzitet širenja krize na realni sektor i svetsku privredu u celini premašili su i najgora očekivanja i oštro postavili pitanje adekvatnog reagovanja u SAD i drugim razvijenim privredama, kao i na globalnom nivou. U vreme kad smo pisali rad za KBF 2008 na dnevni red je prvi put stavljen neortodoksni paketa mera koji je sadržavao tada sasvim neočekivanu kombinaciju monetarne relaksacije i fiskalnog stimulusa usmerenu na zaustavljanje krize, prevladavanje recisionih tendencija i vaspоставljanje poverenja u ključne tržišne institute, finansijske institucije i savremene finansijske instrumente. Reakcije su bile oštre i predvidive. Fiskalni stimulus bi trajno bio stručno napadan i politički blokiran da kasniji razvoj događaja i kulminacija krize na Volstritu u periodu septembar-oktobar 2008. nisu očigledno pokazali da su ovaj put ne samo optimisti, već i realisti i pesimisti grubo podcenili razmere i dubinu sekundarne ekonomske krize. Godinu dana nakon inicijalne formulacije Kongres SAD je odobrio paket fiskalnih stimulacija od \$787 milijardi i tako završio period započet dolaskom Regana na vlast 1980. godine.

U narednom odeljku ćemo dati kratak pregled uzroka primarne finansijske krize sa uporištem na strukturnim i regulativnim nedostacima na globalnim finansijskim tržištima, i paralelnu interpretaciju generalizovanih izvora nestabilnih ciklusa u kojima posle perioda nekontrolisanog rasta (buma) nužno sledi kriza, odnosno kolaps privredne aktivnosti, gubitak dohodaka i bogatstva. Sledi pregled programa Vlade Srbije koji odgovara na izazove globalne finansijske i ekonomske krize i teži da vaspоставi dugoročni i održivi ekonomski rast u Srbiji. Konačno, u trećem delu dajemo analizu tri vrste ograničenja pod kojima je program sačinjen: realnih ograničenja sa kojima

je privreda Srbije suočena, nametnutih ograničenja koja delom proističu iz realnih slabosti, a delom iz (neobjektivnih) percepcija koje prevladavaju na finansijskim tržištima, i, konačno, fiktivnih ograničenja koja imaju veliku važnost u glavama birača i političara.

PRIMARNI UZROCI I POVOD TEKUĆE FINANSIJSKE KRIZE

Ova kriza nije slučajna. U tome se svi slažu.

Po preovlađujućem mišljenju, ona je pre svega rezultat fundamentalnih strukturnih slabosti koje godinama postoje u oblasti finansijske regulative i kontrole. A one su neposredna posledica (Grinspanove) ideje o neograničenoj liberalizaciji finansijskih tržišta sa minimalnom regulativom, praktično nepostojećom kontrolom investicionih banaka i fondova i potpunom slobodom u kreiranju novih složenih finansijskih instrumenata. Pretpostavka da će se investicione banke i fondovi ponašati odgovorno i štiti trajni interes svojih vlasnika pokazala se pogrešnom i veoma štetnom. Argumentovana upozorenja Edvarda Gramliča, profesora i člana saveta guvernera američkog Fed-a, Grinspen je godinama ignorisao sa pozicije ekstremne (neo)liberalne arogancije. Bez činjenica. Bez analize. Bez kontra-argumenata.

Neposredni povod finansijske krize su loši hipotekarni krediti. Globalna konjunktura i investicioni optimizam enormno su povećali štednju i ponudu investicionih sredstava. Suočeni sa problemom plasmana klasičnih instrumenata na tradicionalna odredišta (nove tržišne privrede i zemlje u razvoju), finansijski posrednici su "inovativnost" usmerili na stvaranje novih, atraktivnih finansijskih instrumenata (derivata) i nalaženje novih tržišta unutar razvijenih privreda. Kako što su pokazali *Reinhart* i *Rogoff* (2008), klijenti su pronađeni na nerazvijenim tržištima unutar same Amerike. Relativno jeftini eksterni izvori finansiranja, pre svega višak štednje stanovništva u razvijenim zemljama i tzv. novim tržišnim privredama, preusmereni su na hipotekarne kredite na srednjem zapadu i drugim regionima Amerike nastanjenim nižom srednjom klasom. Jednim potezom je ostvareno mnogo ciljeva: ostvarene su provizije, plasirana je postojeća štednja i stvorena osnova da se podržava rast buduće štednje, pokrenuti su kapaciteti u stambenoj pri-

vredi koji imaju velike direktne i indirektno efekte u podsticanju ekonomskog rasta i zaposlenosti.

Neograničena pohlepa, uz odsustvo regulative i (prudencijalne i fiducijarne) kontrole, vodila je hiperprodukciji novih finansijskih derivata, uz pad kvaliteta i rast rizika. Agencije za ocenu boniteta ovih instrumenata nisu uspemale realno da procene rizike sadržane u složenim derivatima zasnovanim na nekretninama i drugim oblicima fizičke aktive. Pod najvišim rejtingom propuštane su hartije sa nepoznatim stepenom rizika. Figurativno rečeno, kupci su po etiketom "prvoklasnog tartar bifteka" dobijali osrednji finansijski "hamburger" napravljen od sastojaka sumnjivog kvaliteta. Kritična tačka pređena je kada su u konstrukciju "derivata" uključeni veoma rizični (tzv.

subprime) hipotekarni krediti. Pad vrednosti nekretnina uništio je vrednost hipotekarnih obveznica i kontaminirao ogroman broj hartija od vrednosti. Preko noći je zaražen veliki deo aktive investicionih banaka i fondova. Umesto hitne "akcije čišćenja", problem je prikriven, a zaraza se neverovatnom brzinom širila do krize globalnih razmera.

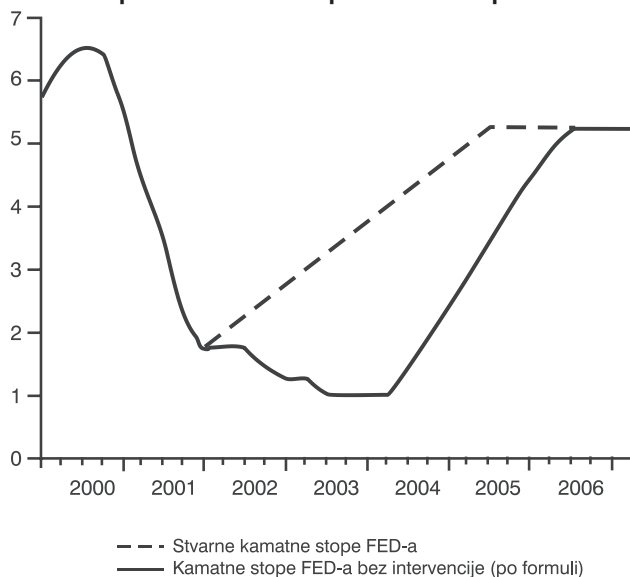
Na opštijem nivou, Taylor (2009) argumentovano pokazuje da trajniji viškovi likvidnosti i investicionih sredstava proizvode pritiske koji prvo vode u ekonomski – finansijski bum, a zatim, pre ili kasnije, u recesiju ili krizu, ne zato što negde postoji greška, već jednostavno zato što je bum neodrživ na duži rok. Da bi se to videlo i dokazalo nije potrebna ni ekonomska teorija, ni ekonomska politika, ni ekonometrijska analiza složene empirije; dovoljna je zdrava logika. On

pokazuje da su SAD vodile izrazito ekspanzivnu monetarnu politiku u periodu 2002-2006. godina pošto su stvarne kamatne stope na federalna sredstva bile značajno niže od stopa koje bi se dobile da je primenjivana istorijski ustanovljena formula za prethodnih 20 godina (isprekidana linija na grafikonu br. 1).

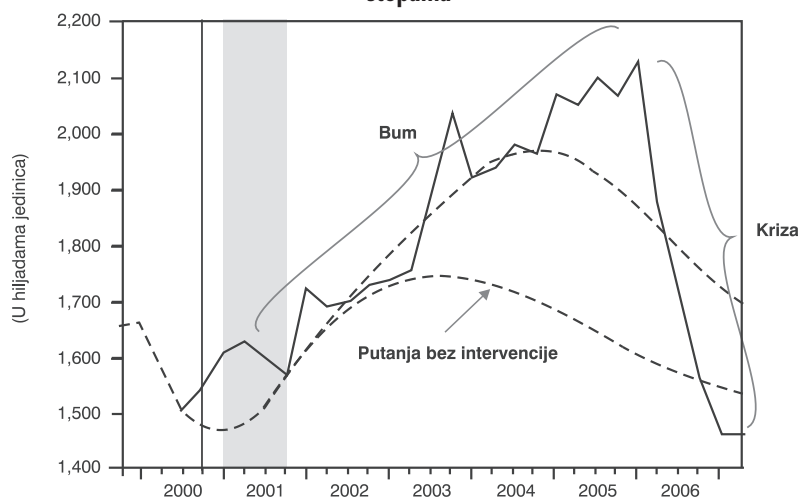
Isto tako Taylor pokazuje da niske kamatne stope vode ubrzanju izgradnje i prodaje stanova i kuća i tako stvaraju veštački bum na tržištu nekretnina. Naravno, bum nije održiv na duži rok i nužno vodi krizi. Pitanje je samo u kom momentu će se dogoditi prelomna tačka. U bolje uređenim sistemima bum traje duže i ima veće pozitivne efekte, kriza se dešava kasnije, ali nije moguće predvideti koliko će kriza trajati i kakve će efekte imati na gubitak bogatstva i dohotka, i kakve će fiskalne troškove generisati.

Drugim rečima, Taylorova teorija podjednako važi nezavisno od drugih nesavršenosti i izvora rizika. Njena osnovna poruka je da je neophodno izbegavati ekspanzivnu monetarnu politiku koja je neodrživa na duži rok pošto ona nužno kreira monetarnu neravnotežu (višak likvidnosti) i pokreće finan-

Grafikon 1: Ekspanzivna monetarna politika FED-a u periodu 2002-2006



Grafikon 2: Bum na tržištu nekretnina SAD veštački izazvan niskim kamatnim stopama



sijski ili ekonomski bum koji nužno vodi krizi i krahu. Ali to ne umanjuje značaj slabosti u regulatornom okviru finansijskog sektora, propusta u kontroli nebankarskih finansijskih institucijom i kvalitetu složenih finansijskih instrumenata.

Srbija, kao i mnoge druge zemlje koje nisu posedovale kontaminirane i rizične derivate, bila je pošteđena udara primarne finansijske krize. U skladu sa raširenim mišljenjem o relativno malim očekivanim sekundarnim efektima krize, koje je dominiralo sve do septembra 2008, mislili smo da nas kriza neće pogoditi. Početni optimizam pokazao se potpuno neopravdanim. Potres koji urušio vrh finansijske piramide na Volstritu izazvao je "finansijski cunami" koji se širi po celom svetu. Strani kapital se panično povlači, berze akcija beleže drastičan pad, pristup novim međunarodnim kreditima je drastično sužen, marže na hartije od vrednosti i kredite su utrostručene. Sekundarni efekti krize u realnom sektoru proizvode veoma široke i bolne efekte na zemlje koje nisu imale aktivnog učešća u inicijalnoj finansijskoj krizi. Brzi ekonomski rast i snažna makroekonomska pozicija nisu dovoljni da se prevladaju efekti drastičnog smanjenja likvidnosti, pada tražnje i negativnih očekivanja.

Za razliku od primarne finansijske krize, krivca za sekundarnu krizu nije lako naći pošto na nivou međunarodnog finansijskog sistema ne postoje jasno definisani stabilizatori ni institucije zadužene da spreče panični strah i stampedo povlačenja na znak ozbiljne krize.

PROGRAM VLADE SRBIJE: ODGOVOR NA IZAZOVE KRIZE

Vlada Srbije je neposredno posle erupcije krize na Volstritu počela pregovore sa MMF-om o novom standbaj (stand by) aranžmanu kojim se predviđa odgovor na izazove globalne finansijske i ekonomske krize i pripremu osnove za nastavak održivog realnog rasta dohodaka.

Osnovna logika programa¹ je sledeća.

Srpska privreda je tokom poslednjih nekoliko godina beležila snažan ekonomski rast praćen umerenom inflacijom i velikim trgovinskim i tekućim deficitom. Sve do druge polovine 2008. godine ukupan priliv ino-finansiranja (doznaka, kapitala i kredita) bio je više nego dovoljan da se

pokriju ovi deficiti i obezbedi stalan rast deviznih rezervi uz umerenu apresijaciju kursa. Relativno solidna makroekonomska pozicija, velike finansijske i devizne rezerve i skoro potpuno odsustvo rizičnih i kontaminiranih finansijskih instrumenata (derivata) davali su Srbiji dobru zaštitu od inicijalnih udara globalne finansijske krize.

Očekuje se da će drugi talas globalne finansijske i ekonomske krize predstavljati mnogo veći izazov za Srbiju. Pad doznaka i direktnih investicija i otežani pristup inostranim kreditima zaoštriće probleme finansiranja eksterne neravnoteže i vršiće stalni pritisak na devizne rezerve. Novonastala situacija traži mnogo snažnije mere ekonomske politike da bi se trajno obezbedila makroekonomska i finansijska stabilnost kao fundamentalni preduslov budućeg oživljavanja ekonomskog rasta. Polazeći od ove osnovne logike program se zasniva na sledeća četiri stuba:

- Jačanju fiskalne politike,
- Nastavljanja obazrive monetarne politike,
- Unapređenju sistema reagovanja na buduće krize i poremećaje, i
- Ubrzavanju (i kompletiranju) strukturnih reformi.

U poređenju sa standardnim paketom mera za reagovanje na globalnu svetsku krizu (videti Tabelu 1), program Vlade Srbije karakterističan je pre svega po dosta restriktivnoj fiskalnoj i nešto manje restriktivnoj monetarnoj politici.

U fiskalnoj sferi program predviđa deficit od samo 1.5-1.75% BDP, što je otprilike polovina deficita dozvoljenog po Mاستriht kriterijumima pravljenim za standardne situacije pre ove globalne krize. Očigledno odsustvo anticiklične fiskalne ekspanzije objašnjava se time što je fiskalna pozicija već bila prociklična (tj.ekspanzivna) od 2006. godine i što se očekuju teškoće u obezbeđivanju budžetskog finansiranja. Da bi se u okviru ovako tesne fiskalne pozicije obezbedila sredstva za inače preko potrebnu infrastrukturu, program takođe pretpostavlja usporeniji nominalni rast plata u javnom sektoru i penzija.

Od monetarne politike se pre svega očekuje smanjenje inflacije i održavanje plivajućeg kursa (uz ograničene intervencije NBS na međubankarskom tržištu). Novi okvir monetarne politike (ciljane inflacije) postepeno se

¹ MMF (2008),

uhodava, uključujući prelazak sa “cena na malo” na “potrošačke cene” kao meru ciljane inflacije. Od NBS se očekuje da bude spremna da fleksibilno prilagođava svoju poziciju razvoju događaja u uslovima neizvesnog ekonomskog okruženja, naslanjajući se, između ostalog, na jasan okvir za praćenje finansijskih rizika i definisanje planova reagovanja na nepovoljne događaje u cilju očuvanja finansijske stabilnosti.

Primećene su brojne slabosti na strani ponude u Srbiji koje je potrebno otkloniti da bi se oživeo ekonomski rast i hvatao korak sa nivoom dohotka u EU. Program jedino predviđa ubrzavanje programa strukturnih reformi usmeren pre svega na privatizaciju, restrukturizaciju ili likvidaciju državnih ili društvenih preduzeća, kao i smanjivanje troškova poslovanja kako bi se povećao udeo još uvek slabog privatnog sektora. Osnovni rizici su dalje pogoršanje uslova u spoljnoj trgovini i međunarodnom finansiranju, bilo zbog produbljanja svetske krize ili zbog dopunskih restriktivnih mera koje mogu nadprosečno

da pogode Srbiju. Primećeno je značajno prisustvo direktnih pozajmica preduzeća iz inostranstva koje na kraju 2008. godine prema podacima NBS premašuju \$15 milijardi i predstavljaju potencijalni izvor finansijskih rizika u uslovima krize.

STVARNA, NAMETNUTA I FIKTIVNA OGRANIČENJA

Okvirni program mera Vlade (Vlada Republike Srbije 2008) veoma otvoreno identifikuje niz stvarnih ograničenja sa kojima je Srbija suočena u uslovima globalne ekonomske krize (tj. pada proizvodnje i svetske trgovine) i drastično smanjene likvidnosti na svetskim finansijskim tržištima:

- ukupna domaća potrošnja koja premašuje proizvodnju i generiše
- visoke deficite spoljne trgovine i tekućeg bilansa neodržive u uslovima
- pada izvozne tražnje i pojačane uvozne ponude,

TABELA 1: ODGOVOR NA KRIZU: STANDARNI PAKET MERA

Tokom poslednjih 12 meseci iskristalisale su se sledeće zajedničke karakteristike standardnih paketa mera:

1. **Pragmatiski sadržaj interventnog paketa:** Svi interventni paketi uključuju pragmatiku kombinaciju monetarne i fiskalne politike, ali i mere dograđivanja regulatornih i širih institucionalnih aranžmana za finansijska tržišta i instrumente da bi se povratilo poverenje investitora. Za Srbiju je kompletiranje reformi i institucionalnih aranžmana posebno važno.

2. **Unaprediti koordinaciju:** Pitanje koordinacije ekonomske politike na nacionalnom i globalnom nivou postavlja se u oštroj meri. U odsustvu koordinacije (saradnje) učesnici sistematski biraju lošije rešenje. To bi parlamentarne stranke u Srbiji trebalo da znaju i destruktivni politički rat zamene koordinacijom između zakonodavne, izvršne i monetarne vlasti.

3. **Obezbediti neophodan nivo likvidnosti:** Na prvom mestu je gašenje požara finansijske krize i zaustavljanje negativnih posledica kolapsa likvidnosti usled paničnog povlačenja banaka i investitora. Pored ozbiljnih injekcija likvidnosti na nacionalnom nivou, MMF je na globalnom nivou obezbedio 250 milijardi dolara za podršku likvidnosti putem novog instrumenta (Short-Term Liquidity Facility). Očigledno je da NBS ima obavezu da obezbedi potreban nivo likvidnosti i poseduje neophodne instrumente da to ostvari.

4. **Podržati restrukturizaciju finansijskog sektora i preokrenuti očekivanja:** Ključne mere su preuzimanje rizične aktive, pomoć u rekapitalizaciji banaka (koje su već očistile svoje knjige) i obezbeđenje adekvatnog sistema garancija (uključujući osiguranja štednih uloga). Pošto su nepoverenje i neizvesnost bitne dimenzije ove krize, neophodno je da se saopšte pravila igre i najvećoj mogućoj meri izbegnu nejasnoće oko mera koje se preduzimaju. Glavna provera uspešnosti ove mere je promena ponašanja investitora i stanovništva (kod kuće i u dijaspori odakle u zemlju stiže pozamašna suma doznaka). Poseban značaj ima osiguranje depozita (štednih uloga). Štediše nisu investitori. Oni ulažu sredstva očekujući fiksnu kamatu i nulti rizik. Štedni depoziti su ugaoni kamen kreditnog potencijala bankarskog sistema, osigurana vrednost uloga mora da bude dovoljno visoka da ne povoca paničnu reakciju štediša u slučaju krize.

5. **Održati i podržati ekonomski rast:** U uslovima ove krize dometi monetarne politike brzo su iscrpljeni bez pravih efekata na domaću tražnju. Većina analitičara (nezavisno od prethodnih teorijskih ubeđenja) počela je da govori o neophodnosti paralelnog, koordinisanog i efektivnog fiskalnog stimulusa. Na globalnom nivou se govori se o ukupnom fiskalnom stimulusu od oko 2% svetskog GDP-ja pri ovom nivou pada outputa. Uslov je da bude ciljno usmeren i da ga preduzimaju zemlje koje imaju dovoljan fiskalni prostor za zaduživanje.

Kod nas su mišljenja oštro podeljena: Jedni su bezrezervno za što veći i razudjeniji fiskalni stimulus, a drugi sasvim protiv. A rešenje je kao obično negde u sredini. Ja sam protiv ex ante odricanja od korišćenja fiskalnog stimulusa, ali sam podjednako protiv neodgovornog korišćenja ovog instrumenta (kako po obimu tako i po nameni). Svaki dinar (evro ili dolar) fiskalne ekspanzije za kojim danas posegnemo biće sutra javni dug koji ćemo morati da vratimo (sa kamatama). Zato, unutar obima moguće fiskalne ekspanzije, moramo pažljivo da merimo koliki ćemo i kakav fiskalni stimulus da odaberemo.

6. **Smanjiti dejstvo krize na najosetljivije delove stanovništva:** Pored postojećih socijalnih programa, očekivani porast fiskalnih rashoda bi mogao da bude usmeren na pojačanu socijalnu zaštitu i prioritetnu infrastrukturu od presudnog značaja za dugoročni održivi i socijalno inkluzivni ekonomski rast, uključujući investicije u znanje i čiste tehnologije.

7. **Ukloniti ključne institucionalne izvore krize:** Na nešto duži rok potrebno je (u skladu sa detaljnim preporukama G20) proširiti i pojačati kontrolu finansijskih institucija, značajno unaprediti računovodstvene standarde za utvrđivanje boniteta pojedinih finansijskih instrumenata, i upotpuniti i osavremeniti regulativu finansijskih tržišta.

- manjeg priliva direktnih stranih investicija,
- smanjene raspoloživosti inostranih kredita preduzećima (posebno onih koja su povlačena preko stranih banaka),
- relativno ograničenih (i opadajućih) deviznih rezervi, i
- visokih kamatnih stopa.

Drugim rečima, stvarna ograničenja su: (a) nedovoljna efikasnost, produktivnost i konkurentnost domaće privrede koja generiše neodržive spoljne deficite, i (b) nisko poverenje države na svetskim finansijskim tržištima da bi mogla kredibilno i po konkurentnim uslovima da se zaduži do standardnih limita datih npr. u Mاستriht kriterijumima. Ova ograničenja je moguće otklanjati na srednji i dugi rok, ali se teško mogu menjati na kratak rok.

Istovremeno, na ovim suštinskim ograničenjima počivaju neka nametnuta ograničenja. Tako se nisko poverenje i ograničeni kreditni rejting Srbije prevodi u oštro fiskalno ograničenje koje, zatim, eliminiše mogućnost korišćenja fiskalnog stimulusa na koji s pravom računaju privrede koje imaju bolji kreditni rejting. To što javni dug Srbije trenutno ne prelazi 33% BDP i nastavlja da pada samo marginalno poboljšava njenu poziciju u očima MMF-a i agencija koje ocenjuju kreditni rejting zemalja. Drugim rečima, Srbija će moći da računa samo na veoma ograničene podsticajne mere koje su već ušle u postojeći budžet ili će se tek pojaviti u slučaju prihoda od novih privatizacija.

Nametnuta ograničenja su, dakle, niski fiskalni deficit, restriktivna fiskalna i monetarna politika i izuzetno niska ciljna vrednost javnog inostranog duga (33% na početku programa i samo 21% na kraju projektovanog petogodišnjeg perioda). To bi bilo tri puta niže od limita koji poštuju zemlje članice EU. To je cena niskog poverenja.

Pored ove dve vrste ograničenja u programu i, još više njegovoj primeni, prisutna su i fiktivna ograničenja. Jedno fiktivno ograničenje je stabilnost nominalnog deviznog kursa. Iako se devizni kurs slobodno formira (odnosno pliva pod blagim uticajem NBS) i formalno ne predstavlja ograničenje u programu Vlade, očigledno je da postoji snažno izražena politička preferencija da se maksimalno čuva vrednost domaće valute u okviru realno raspoloživih deviznih rezervi i priliva kapitala. Pad rezervi NBS od skoro \$2.4 milijarde tokom 2008. godine i politički apeli

da se na sve načine poveća devizni priliv i spreči dalje padanje valutnog kursa najrečitije o tome govore. Očigledno je da su fiktivna ograničenja nekad jača od realnih i nametnutih.

Obzirom da je prema MMF-u (IMF 2008) klizanje kursa tokom poslednjih meseci više nego nadoknadilo realnu apresijaciju od 20% zabeleženu u periodu 2006-2008, i da spoljnotrgovinski tokovi zabeleženi u poslednjem kvartalu 2008. godine mnogo više odražavaju kretanje svetskih cena i tražnje nego kursa, realno je očekivati da će Vlada i NBS, nezavisno od eksplicitno i implicitno preuzetih obaveza u stend-baj programu, činiti sve što mogu da održe ne samo stabilan već i manje-više nepromenljiv kurs na postojećem nivou. Da li će u tome uspeti najviše zavisi od grupnog ponašanja domaćih preduzeća, poverenja građana i inostranih investitora. Jedno je sigurno, podržavanje i apresiranje kursa dinara privlačenjem spekulativnih priliva inostranih sredstava putem visokih kamata dosta je skupo i, još važnije, nije održivo na duži rok.

Slično fiktivno ograničenje predstavlja rast penzija i plata u javnom sektoru.

Konačno, paralelno sa fiktivnim ograničenjima u Srbiji često nailazimo i na paradokse ponašanja i ekonomske politike koji bi trebalo da su prevladani u ranim godinama tranzicije tokom stare Jugoslavije.

Jedan paradoks je da regulisane ili kontrolisane cene rastu brže od opšte inflacije, i to u uslovima kada svetske cene odgovarajućih sirovina beleže primetan pad pre svega zbog globalne krize i pada tražnje. Primer: minimalni pad cena naftnih derivata u vreme kada su svetske cene nafte beležile ogroman pad, odnosno nedavni rast cena naftnih derivata u vreme kad svetske berzanske cene i maloprodajne cene stagniraju ili beleže minimalni rast.

Drugi paradoks je da u uslovima krize, pada dohoda, kontrakcije kredita i depresijacije kursa potrošačka tražnja ostaje visoka, nastavljaju se inflatorni pritisci, a trgovinski deficit raste. Očigledno je da faktori koji dominantno određuju ponašanje potrošača u drugim tržišnim privredama i u Srbiji nisu isti.

U standardnim tržišnim uslovima četiri faktora koji dominantno određuju ponašanje potrošača svi deluju u istom pravcu i vode padu potrošnje:

- Pad bogatstva (usled pada cena nekretnina i pada vrednosti akcija) i pad dohodaka direktno vode smanjenju potrošnje.
- Teži dostup potrošačkim kreditima i više kamatne stope (uvećane za nove rizike) takođe direktno smanjuju potrošnju, posebno trajnih potrošnih dobara.
- Visoki stepen neizvesnosti (od gubitka posla, do očekivanog pada vrednosti kuće ili investicija) podiže preventivnu štednju i posredno smanjuje potrošnju.
- Očekivani pad cena dovodi to taktičkog odlaganja potrošnje.

U Srbiji isti faktori utiču na ponašanje potrošača, ali pravac i intenzitet dejstva nije uvek isti.

- Efekat pada bogatstva je mnogo manji.
- Visoki stepen neizvesnosti ne vodi nužno rastu preventivne štednje.
- Umesto očekivanog pada cena nekad je realno očekivati rast cena (posebno uvoznih proizvoda u uslovima depresijacije domaće valute) što može da vodi rastu potrošnje umesto padu potrošnje.



Dušan Vujović

je diplomirao 1974. magistrirao 1977, a doktorirao 1984. na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Postdoktorske studije je završio 1990. na Berkli Univerzitetu, SAD. Od 1975-1992. radio je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu (kao asistent, docent i vanredni profesor). Od 1985-1992. je radio kao rukovodilac projekta makroekonomskog modeliranja u Institutu za statistiku, SZS. Od aprila 1992. do oktobra 2001. radio u operativnom delu Svetske banke na nizu obrazovnih, analitičkih, investicionih i strukturalnih projekata, uključujući poziciju rukovodioca makroekonomskog tima za Ukrajinu.

Od oktobra 2001. do juna 2003. nalazio se na poziciji predstavnika naše zemlje u Svetskoj banci, a od juna 2003. na poziciji predstavnika Svetske banke u Kijevu i menadžera programa za Ukrajinu. Trenutno se nalazi na poziciji glavnog ekonomiste (Lead Economist) u nezavisnoj grupi za ocenu rada Svetske banke (Independent Evaluation Group), glavnog urednika časopisa Finansije i redovnog profesora na Fakultetu za ekonomiju, finansije i administraciju u Beogradu. Objavio je više knjiga i članaka u vodećim domaćim i svetskim stručnim časopisima na teme institucionalnih reformi, privrednog razvoja, makroekonomske analize i modeliranja, fiskalne i poreske politike, ocene investicionih projekata, finansijskog sektora, konkurentnosti i druge

Literatura

1. Gramlich, Edward M., (2007) *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, Urban Institute Press.
2. IMF (2008), *Republic of Serbia: Request for a Stand-By Arrangement*, December 30, 2008.
3. Reinhart, Carmen M. i Kenneth S. Rogoff, (2008) *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*, (January 2008). NBER Working Paper No. W13761.
4. Republic of Serbia (2008): *Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding*, IMF, December 25, 2008.
5. Rodrik, Dani (1999), *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*, Overseas Development Council, Washington, D.C.
6. Spilimbergo A., S. Szmanski, O. Blanchard i C. Cottarelli (2008), *Fiscal Policy for the Crisis*, IMF, SPN/08/01, December 2008.
7. Strauss-Kahn, Dominique, (2008), *Lessons from the Financial Market Crisis: Priorities for the World and for the IMF*, Managing Director of the IMF, ICRIER, New Delhi, India February 2008.
8. Strauss-Kahn, Dominique, (2009), *State of the Global Economy*, Speech of the Managing Director of the IMF at the 44th SEACEN Governors' Conference, Kuala Lumpur, Malaysia, February 7, 2009.
9. Taylor, John B., *The Financial Crisis And The Policy Responses: An Empirical Analysis Of What Went Wrong*, Working Paper 14631, (2008), <http://www.nber.org/papers/w14631>
10. Vlada Republike Srbije (2008), *Ekonomska kriza i njen uticaj na privredu Srbije: Okvirni program mera*, Beograd.
11. Vujović, Dušan: *Globalna finansijska kriza: poruke i pouke za kasne tranzicije privrede*, KBF 2008, SES, Beograd (2008).

EFEKAT SVETSKE FINANSIJSKE KRIZE NA SRBIJU I ODGOVOR EKONOMSKE POLITIKE*

Pavle Petrović

Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

Sažetak:

Rad pokazuje da je svetska kriza, preko pada priliva kapitala dovela do snažne monetarne kontrakcije, smanjenja tražnje i posledično pada proizvodnje u Srbiji. Reakcija fiskalne i monetarne politike bila je nekoordinirana, uglavnom iznuđena, a delom kao da krize nema. Fiskalna politika, pod pritiskom političke elite ispunjava deo populističkih predizbornih obećanja i uprkos nastupajućoj krizi povećava javnu potrošnju. NBS je braneci dinar od velikog pada iznuđeno vodila restriktivnu politiku. Tako je neplanirana reakcija na krizu bila ekspanzivna fiskalna i restriktivna monetarna politika, iako bi verovatno dobar odgovor bio upravo suprotno. Ova loša kombinacija politika prevalice se i na 2009., tj. zbog smanjenih prihoda fiskalni deficit će verovatno biti dvostruko veći od planiranog (1,75% BDP-a), što će da oteža monetarno opuštanje preko potrebno privredi. NBS je verovatno preterala sa odbranom dinara kako u pogledu nivoa tako i dužine perioda, te bi sada trebala da dozvoli brži pad dinara na svoju održivu vrednost. Time bi se zaustavilo već sada opasno smanjenje deviznih rezervi i tako otklonila opasnost od špekulativnog napada na dinar, s jedne strane a uspostavila bi se relativna cena (realni kurs) koja bi okrenula tražnju ka razmenjivim proizvodima: izvoznim i onim koji se takmiče sa uvozom, sa druge strane.

Ključne reči: Svetska finansijska kriza i Srbija, naglo zaustavljanje priliva kapitala „sudden stop“, agregatna tražnja i privredna aktivnost, fiskalna i monetarna politika, depresijacija dinara.

Summary:

Paper demonstrates that sudden stop of foreign capital inflow, due to the world financial crisis, has caused sharp monetary contraction and consequently drop in output in Serbia. Fiscal and monetary policy responses were uncoordinated, where the former looking backward to pre election promises sharply increased public expenditure in October 2008. i.e. just when the crisis erupted. Thus an unplanned answer was expansionary fiscal and restrictive monetary policy, while the opposite would seem more appropriate. The fiscal expansion will spill-over in 2009, as lower than expected public revenues will at least double budgeted fiscal deficit (1.75% of GDP). The latter will make harder monetary easing in 2009. Central bank has defended dinar at the higher level and for the longer period than necessary, and should finally allow dinar to drop swiftly to its medium term sustainable level, as foreign exchange reserves have fallen to dangerously low level and could invoke speculative attack on dinar. Moreover, after years of overvalued dinar and enormous unsustainable current account deficit, there is now opportunity to set real exchange rate at the level that would strongly support neglected tradable sector in Serbia.

Key words: *World financial crisis and Serbia, sudden stop of capital inflow, aggregate demand and output, fiscal and monetary policy, depreciation of dinar*

* "Ovaj rad se velikim delom bazira na istraživanjima rađenim za Kvartalnom monitor 15, mart 2009. Posebno se zahvaljujem saradnicima na Kvartalnom monitoru: M. Arsić, A. Nojković, D. Brčerević i S. Kokotović, na korisnim sugestijama i pomoći"

I PRAVCI UDARA FINANSIJSKE KRIZE NA SRBIJU

1. Snažan pad privredna aktivnost: nastupajuća recesija?

Nakon izbijanja svetske finansijske krize septembra 2008. njeni efekti se prelivaju i na Srbiju dovodeći do snažnog usporavanja rasta privredne aktivnosti u četvrtom kvartalu (Q4) 2008. godine. Na to ukazuju svi do sada raspoloživi preliminarni podaci, na osnovu kojih su i izračunate procene date u Tabeli 1.

Tabela 1: Međugodišnji rast bruto domaćeg proizvoda po kvartalima 2008. u Srbiji

	Q1	Q2	Q3	Q4 (procena QM-a)
Ukupno	8,5%	6,3	4,9	2,7
Bez poljoprivrede	8,3	6,9	5,8	2,8
Prerađivačka industrija	3,9	4,4	0,6	-5,0

Izvor: Kvartalni monitor 15 (QM 15)

Stopa rasta BDP-a se prepоловила u Q4 u odnosu na Q3 ili Q2 ukazujući na naglo kočenje privredne aktivnosti. Prava mera privredne aktivnosti je BDP bez poljoprivrede, jer se tako isključuje uticaj egzogenih neekonomskih faktora na kretanje proizvodnje. Najveći udar je pretrpela industrijska proizvodnja beležeći najveći pad u okviru BDP-a.

Moguće da je usporavanje proizvodnje i veće nego što stopa nepoljoprivrednog BDP-a (2,8%) ukazuje. Naime ako se isključe ne baš pouzdane procene za finansijski sektor i građevinarstvo, dobija se *de facto* stagnacija tj. međugodišnji rast od samo 0,8%. Možda je upravo ovo neka orijentacija za kretanje privredne aktivnosti u 2009.

Inače predviđanja u ovako turbulentnim vremenima su se pokazala kao krajnje nepouzdana. Kao ilustraciju dajemo kako su se projekcije rasta za 2009. od strane MMF spuštale od oktobra do januara.

Tabela 2: MMF-ove projekcije rasta BDP-a za 2009. godinu

Projekcija iz:	Razvijene zemlje	Zemlje u razvoju	Centralna i istočna Evropa
Oktobra 2008.	0,5%	6,1	3,4
Novembra 2008.	-0,3	5,1	2,5
Januara 2009.	-0,2	3,3	-0,4

Vidi QM 15

Neku indikaciju za Srbiju predstavlja očekivani rast u centralnoj i istočnoj Evropi gde MMF sada očekuje stagnaciju proizvodnje (-0,4%). S druge strane NBS u svom najnovijem Izveštaju o inflaciji uz značajne ograde, kao optimističku varijantu uzima rast BDP-a u 2009. od 1,5 do 2%, te bi se to moglo uzeti kao gornja granica za Srbiju.

U svakom slučaju došlo je do snažnog kočenja privredne aktivnosti koje će se nastaviti i u 2009. godini.

2. Zašto je došlo do pada privredne aktivnost: pad agregatne tražnje

Pad agregatne tražnje, domaće i izvozne je doveo do pada privredne aktivnosti. Na pad agregatne tražnje u Q4 2008. ukazuje značajan pad odgovarajućih međugodišnjih stopa rasta datih u Tabeli 3.

Ove procene treba uzeti samo indikativno jer su izvedene uz značajne aproksimacije. No i pored toga one ubedljivo ukazuju na osnovne tendencije. Prvo, dolazi do snažnog usporavanja međugodišnjeg rasta tražnje u Q4 (2,5%) u odnosu na Q3 (11,2%). Ovaj rezultat podržava tezu da je naglo usporavanje rasta tražnje dovelo do kočenja privredne aktivnosti u Q4 2008. Drugo, do kočenja tražnje je došlo kako zbog značajnog usporavanja domaće: sa stope od 10,7% na 2,8%, tako i izvozne tražnje: sa 13,2% na 1,2%.

Tabela 3: Međugodišnji rast agregatne tražnje u Srbiji u%

	2008Q3	2008Q4	Doprinosi rastu u Q4
Ukupna tražnja	7,6	0,3	100
Domaća tražnja	6,2	0,1	67
Izvozna tražnja	13,2	1,2	33

Vidi QM 15

Najzad, na osnovu dobijenih ocena (Tabela 3), moguće je dati indikativnu procenu relativnog značaja domaće prema izvoznj tražnji u zaustavljanju ukupne tražnje. Tabela 3 ukazuje da je došlo do većeg pada izvozne tražnje (sa 13,2% na 1,2%) nego domaće (sa 6,2% na 0,1%), ali s druge strane udeli u ukupnoj tražnji su upravo obrnuti. Stoga, iako je pad izvoza bio značajniji, njegov udeo u ukupnoj tražnji je relativno mali, oko 20%, te je i njegov uticaj na smanjenje ukupne tražnje takođe relativno mali. Obrnut je slučaj sa domaćom tražnjom koja učestvuje sa oko 80% u ukupnoj tražnji. Sledi da je smanjenju ukupne tražnje u četvrtom kvartalu doprineo pad domaće traž-

nje sa 67%, dok je smanjenje izvozne tražnje doprinelo sa 33%. Ovo ukazuje na dominantnu ulogu domaće tražnje u zaustavljanju rasta ukupne tražnje.

3. Zašto je došlo do pada agregatne tražnje?

Pad izvozne tražnje za proizvodima iz Srbije je došao kao posledica recesije u razvijenom svetu. Srbiju je naročito pogodila smanjena tražnja za osnovnim metalima, gumom i plastikom i proizvodima hemijske industrije. Rezultat toga je snažan pad proizvodnje u ovim sektorima u Q4: međugodišnje od – 10% do –17%.¹ Ovi sektori su onda povukli i ranije izneti pad ukupne prerađivačke industrije u Q4 –5,0% (Tabela 1).

Domaća tražnja je međutim glavni faktor kočenja ukupne tražnje. Ona je pala usled velikog pada priliva kapitala iz inostranstva, a delom i usled povlačenja devizne štednje, što je zajedno dovelo do velikog pada kredita, tj. do praktično zaustavljanja kreditne aktivnosti. Veliki priliv stranog kapitala preko kredita i privatizacije bio je glavni izvor finansiranja velike potrošnje u Srbiji tokom 2005 – sredina 2008. Inače ovo naglo okretanja trenda u Srbiji od velikih kapitalnih priliva ka njihovom naglom zaustavljanju, jeste klasičan slučaj „sudden stop-a” uočenog u mnogim drugim epizodama i ekstenzivno analiziranog.

Tabela 4 pokazuje nagli pad kredita koji se desio u Q4 2008. godine.

Tabela 4: Prirast kredita u Srbiji, 2008. milioni evra

	Q1	Q2	Q3	Q4
Ukupno	1 333	1 624	2 210	287
Ukupno domaći	614	789	1193	–29
Od toga stanovništvo	208	280	9	135
Od toga preduzeća	406	509	1184	–163
Preduzeća iz inostranih izvora	719	835	1017	316

Vidi QM 15, Tabela T7-5

Ukupni krediti, koji su kvartalno rasli od 1,3 do 2,2 milijarde evra u prva tri tromesečja 2008. (a slično je bilo i tokom cele 2007.), porasli su samo za 287 miliona evra u poslednjem tromesečju. To znači da su novi krediti u Q4 pali na samo 17% prosečnog kvartalnog prirasta u prethodna tri tromesečja. Krediti domaćih izvora su stagnirali (ustvari mali pad –29 miliona evra), dok je obezbeđen minimalni prirast kredita iz inostranstva.

1 Vidi QM 15

Naglo zaustavljanje priliva direktnih kredita iz inostranstva (*cross-border*) direktna je posledica svetske finansijske krize. Krediti iz domaćeg bankarskog sistema su stali jer banke nemaju dodatne izvore za nove plasmane. Zapravo izvori su se i smanjili jer je u Q4 povučeno 926 miliona evra devizne štednje i 113 miliona evra depozita privrede. Najzad, dokapitalizacija banaka, koja je bila dominantan izvor dodatnih sredstava u prethodnim kvartalima, sada je skoro potpuno stala.²

Opisana dinamika kredita i izvora obuhvaćena je kretanjem novčane mase, i to njenog najšireg agregata M2,³ koji uključuje i devizne depozite.

Rast ovog novčanog agregata, u realnom izrazu, koristi se i kao indikator kretanja ukupne tražnje. Rast novca M2, kao i kredita i izvora, beleži snažno kočenje u poslednjem tromesečju 2008. godine. Međugodišnja stopa realnog rasta (korigovanog za inflaciju) M2 je pala sa neke prosečne stope od 20% na samo 2,9% u Q4. Takođe, stok novca M2 u Q4 ostao na nivou onog iz Q3, iako bi sezonski trebao da zabeleži značajan porast.⁴ Ovo predstavlja još jedan indikator monetarne kontrakcije, a njegova analiza pruža dodatni uvid u kretanja tokom Q4 2008.

Naime novčana masa M2 je po definiciji jednaka:

$$M2 = NSA + NDA$$

tj. neto deviznim rezervama NBS i banaka (neto strana aktiva NSA) plus ukupnim domaćim kreditima (neto domaća aktiva NDA). Novčana masa je u Q4 zanemarljivo porasla (0,8%) u odnosu na prethodni kvartal, i taj rast se može razložiti na doprinos pada neto deviznih rezervi (–5,8) i rasta kredita domaćem sektoru (6,7%), tj.⁵

$$0,8\% = - 5,8\% + 6,6\%$$

Sledi da je kretanje novčane mase u Q4, a time i agregatne tražnje, rezultat ustvari tri divergentne tendencije. Prvo, došlo do smanjenja neto deviznih rezervi (NSA) što je uticalo na smanjenje novčane mase (M2) a time i agregatne tražnje.

NSA tj. neto devizne rezerve, su se smanjivale i tako uticale na smanjivanje novčane mase M2 a time i agregatne tražnje. Naime NBS je intervenišući na deviznom tržištu prodavala deviza iz svojih rezervi što sa druge strane znači

2 Vidi QM 15, 7. Monetarni tokovi i politika

3 Ovo je prihvaćena međunarodna oznaka, dok NBS ovaj agregat označava kao M3

4 Vidi QM 15, Tabela P-11

5 Vidi QM 15, 7. Monetarni tokovi i politika.

da je povlačila dinara i tako smanjivala novčanu masu M2 (doprinos -5,8%). Tako je NBS braneci dinar od veće depresijacije u osnovi vodila restriktivnu monetarnu politiku. Prethodno takođe pokazuje da NBS ima izbor između jače odbrane dinara, većeg trošenja deviznih rezerve i oštrije monetarne restrikcije s jedne strane, i puštanja da dinar više depresira, manjeg trošenja deviznih rezervi i blaže monetarne kontrakcije s druge strane.

NDA može da raste usled rasta kredita privredi, stanovništvu i državi. Pokazali smo (Tabela 4) da krediti privredi i stanovništvu praktično nisu rasli u Q4, te su oni stoga uticali da novac a tako i agregatna tražnja naglo zaustave rast.

S druge strane, država je trošila svoje depozite da bi pokrila veliki fiskalni deficit u Q4, i tako uticala na rast NDA, a preko njega i na M2, odnosno na agregatnu tražnju. Stoga rast NDA u Q4 odražava efekat ekspanzivna fiskalne politike koji se preneo na M2 (doprinos 6,6%) a potom i na ukupnu tražnju.

Rezimirajući kretanje novčane mase u Q4, sledi da je njen očekivani visok (sezonski) rast snažno zaustavljen zbog potpunog prestanka rasta kredita privredi i stanovništvu. Oni su naime presudni faktor velikog kočenja rasta novca, tj. monetarne kontrakcije. Paralelno sa tim država je finansirajući svoj veliki fiskalni deficit u Q4, trošeći svoje depozite uticala na rast ponude novca i agregatne tražnje, dok je NBS, braneci dinar prodajom deviznih rezervi, povlačila dinara, smanjivala ponudu novca i agregatnu tražnju. Dodatni rezultat je dakle da je ekspanzivna fiskalna politika u Q4 bila kompenzirana restriktivnom monetarnom politikom.

4. Da li je pad agregatne tražnje, preko monetarne kontrakcije doveo do pada privredne aktivnosti: Ekonometrijsko testiranje

Radna hipoteza je da je visok rast agregatne tražnje bio osnovni faktor visokog privrednog rasta u Srbiji pre sredine 2008. godine, te da je sadašnji pad proizvodnje izazvan padom tražnje. Naime u periodu 2005 – sredina 2008. rast BDP-a (bez poljoprivrede) kretao na godišnjem nivou između 7 i 9%,⁶ što je gotovo sigurno iznad potencijalnog rasta privrede Srbije. Ovaj rast iznad trenda ukazuje da je visoka tražnja osnovni faktor. Dodatni argument da je tražnja generisala rast proizvodnje jeste veoma visok trgovinski deficit u tom periodu, koji je bio u intervalu od 20 do 24% BDP-a,⁷ ukazujući da je domaća tražnja značajno nadmašila proizvodnju. Visoka potrošnja je bila omogućena visokim prilivom stranog kapitala, preko kredita i privatizacije. Ovaj trend se, kao što je gore pokazano, sada okrenuo.

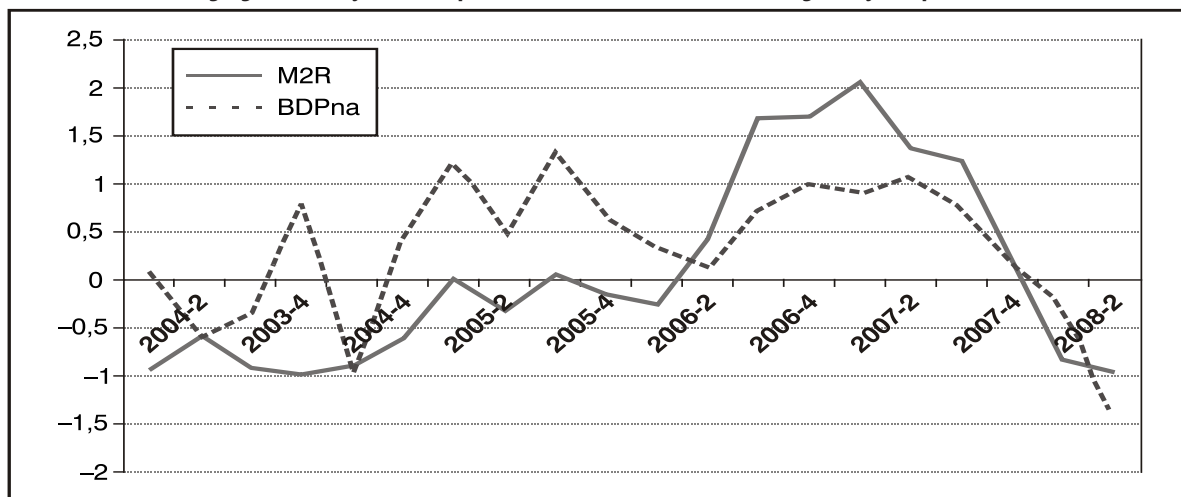
Kretanje agregatne tražnje, kao što je gore objašnjeno, možemo obuhvatiti preko promena novčane mase u realnom izrazu, tj. korigovane za inflaciju (M2R), dok privrednu aktivnost ukupnom proizvodnjom bez poljoprivrede (BDPna). Grafikon 1 daje međugodišnje stope rasta ovih veličina po kvartalima.

Napomena: Standardizovane stope, tj. oduzeta je sredina i podeljeno je sa standardnom devijacijom; ovo je uobičajena procedura koja čini stope uporedivim.

⁶ Vidi QM 15, 3. Privredna aktivnost, Tabela T4-1

⁷ Vidi QM 12 - 15

Grafikon 1: Agregatna tražnja (M2R) i privredna aktivnost (BDPna) Međugodišnje stope rasta – kvartalno



Prethodni grafikoni ukazuju na zajedničko kretanje realnog novca (M2R) i privredne aktivnosti (BDPna), sugerirajući zavisnost između njih.

Prvi korak u testiranju jeste da se ispita da li u prethodnoj zavisnosti uticaj ide od tražnje (M2R) ka privrednoj aktivnosti (BDPna) ili obrnuto. Odgovarajući test Grendžereve uzročnosti je primenjen, i rezultati pokazuju da „uzročnost” ide od agregatne tražnje (M2R) ka privrednoj aktivnosti (BDPna). Oval rezultat predstavlja značajnu empirijsku podršku našoj hipotezi da je rast odnosno pad agregatne tražnje determinisao kretanje privredne aktivnosti u Srbiji.

Sledeći korak je da se testira da li postoji „snažna” veza (kointegracija) između agregatne tražnje (M2R) i privredne aktivnosti (BDPna) i ako da, da se oceni parametar (elasticitet) koji povezuje ove veličine. Kao i kod testiranja Grendžerove uzročnosti, koristili smo mesečne podatke u period od decembra 2002. do decembra 2008., odnosno septembra 2008.

Testiranje je pokazalo da postoji jaka veza (kointegracija) između ovih veličina, i ponovo potvrdilo da uticaj ide od agregatne tražnje (M2R) ka privrednoj aktivnosti (BDPna). Ocenjena relacija glasi:

$$gdpna = 3,4 + 0,48m2r$$

gde su $gdpna$ i $m2r$ logaritmi privredne aktivnosti (BDPna) i agregatne tražnje (M2R) respektivno. Ocenjeni koeficijent 0,48 predstavlja elasticitet i pokazuje da porast agregatne tražnje (M2R) od npr. 10% dovodi do rasta privredne aktivnosti (BDPna) od 4,8%, i naravno obrnuto kod pada tražnje. Kada se skрати uzorak i izbacе poslednja tri meseca 2008. kao period krize, i dalje se dobijaju istu rezultati, potvrđujući da se stabilnost dobijene zavisnosti održava sa i bez perioda naglog zaustavljanja rasta proizvodnje. Dobijeni rezultati stoga snažno podržavaju našu hipotezu da je pad agregatne tražnje, preko pada novčane mase doveo do naglog zaustavljanja rasta privrede Srbije u četvrtom kvartalu 2008.

II ODGOVOR EKONOMSKE POLITIKE

Reakcija fiskalne i monetarne politike na svetsku krizu koja se prevaljuje u Srbiju bila je svakako nekoordinirana, uglavnom iznuđena, a dobrim delom takva kao da velike krize nema. Fiskalna politika, preko rebalansa

budžeta, gleda unazad i ispunjavajući predizborna obećanja povećava javnu potrošnju, kao da politička elita ne vidi da kriza nastupa. NBS je, preterano braneći dinar kako u pogledu nivoa tako i perioda vremena, iznuđeno vodila restriktivnu monetarnu politiku i svela devizne rezerve na donju održivu granicu. Glavna monetarna kontrakcija je međutim izazvana egzogeno, van NBS, naglim zaustavljanjem kredita.

Kao neplaniranu, iznuđenu posledicu dobili smo kombinaciju ekspanzivne fiskalne i restriktivne monetarne politike, snažno pojačane egzogenim smanjenjem kredita. Ovo je rezultiralo u oštrom kočenju privredne aktivnosti. Dobar, koordiniran odgovor je verovatno bio suprotan: kočenje javnog trošenja, koje bi ostavio prostor privatnom sektoru, tj. monetarnom popuštanju i manjem kočenju privredne aktivnosti.

1. Monetarna politika

Prva reakcija monetarne politike na udar svetske krize koji je otvorio proces depresijacije dinara bilo je značajno dizanje referentne kamatne stope za dva procentna sa 15,75 na 17,75% u oktobru. Ovaj potez je trebao da zaštiti dinar, tj. da spreči njegov nagli pad. S druge strane, inflacija je u to vreme još uvek bila visoka te je dizanje kamatne stope trebalo istovremeno i nju da koči.

Pokazalo se međutim da je u vanrednim okolnostima, koje prati velika neizvesnost, odbrana valute dizanjem kamatne stope nedelotvorna. Ni uređena zemlja kao što je Velika Britanija nije uspela oštirim dizanjem kamatne stope 1992. godine da odbrani funtu, te je morala da devalvira.

Ni u Srbiji visoka kamatna stopa (17,75%) koje su banke dobijale od NBS na dinarske repo papire nije ih zaustavila da iz njih pređu u devize. Tako je repo dinarski stok pao sa 248 milijarde dinara (protiv vrednost od 3,25 milijarde evra) na kraju septembra 2008. na 95 milijardi dinara (iznad 1 milijarde evra) na kraju decembra. Banke su ovako dobijene dinare koristile da pređu u devize. Prvo da bi položile dinarsku obaveznu rezervu u NBS a povukle deviznu, što je merama NBS bilo omogućeno, i drugo da bi direktno kupile devize radi razduživanja u inostranstvu i isplate devizne štednja koja je bila povučena.

Iz prethodnog sledi da su investitori (banke) bili

spremni da se odreknu visoke kamatne stope u dinarima (17,75%), za minimalnu zaradu u devizama. To znači da su očekivali značajnu depresijaciju dinara koja bi više nego kompenzirala razliku u prinosima na dinare i devize. Ovo opisuje poznata relacija nepokrivenog pariteta kamatnih stopa

$$i - i^* = \Delta s^e$$

gde je i domaća kamatna stopa, i^* strana kamatna stopa a Δs^e očekivana buduća depresijacija domaće valute. Ako uzmemo da je prinos na evre minimalan, recimo 3% godišnje, onda je očekivana depresijacija dinara u toku sledećih godinu dana bila iznad 15%. Kako su i u decembru banke značajne iznose svojih repo dinara menjale za devize kod NBS, sledi da su one i nakon dotadašnje značajnog pada dinara i dalje očekivale novu depresijaciju dinara preko 15% u toku sledećih godinu dana.

Visoka kamatna stopa nije sprečila značajno bekstvo iz dinara, odnosno omogućila njegovu odbranu, jer se u kriznim i neizvesnim okolnostima beži u sigurnost deviza makar uz minimalne prinose.

Druga zapravo iznuđena mera monetarne politike jeste kontrolisana depresijacija dinara. Pod firmom sprečavanja volatilnosti kursa dinara NBS je ustvari sprečavala nagli pad dinara, što je načelno u redu. Ovim se izbegla panika koja je mogla da povuče nagli dodatni beg iz dinara, i tako dovede do znatno dubljeg pad dinara nego što stvarne okolnosti (fundamenti privrede) zahtevaju. Sledeći razlog za kontrolisanu depresijaciju jeste da se da vreme ekonomskim akterima da se lakše prilagode nužnom padu dinara. Najzad verovatno je kod NBS postojao i strah da će se depresijacija dinara potpuno prelići u inflaciju. Druga strana ove politike kontrolisane depresijacije jeste da ona košta – značajan iznos neto deviznih rezervi je potrošen i njihov nivo se približio donjoj održivoj granici procenjenoj na 5 milijardi evra.

Depresijacija (devalvacija) valute deluje ekspanzivno, odnosno stimulatивно na privrednu aktivnost. Ona čini uvoz skupljim a izvoz isplativijim. I jedno i drugo otvara veći prostor domaćoj proizvodnji prvenstveno razmenjivih dobara, uz smanjenje spoljnog deficita.

NBS je ovim branjenjem dinara od značajnijeg pada silom prilika de facto odustala od referentne kamatne stope kao osnovnog instrumenta monetarne politike za

ciljanje inflacije, i prešla na direktne intervencije na deviznom tržištu i implicitno ciljanje kursa. Tako dolazimo do treće iznuđene mere NBS, direktno povezane sa kontrolisanom depresijacijom, a to je značajna monetarna kontrakcija izazvane povlačenjem dinara preko prodaje deviznih rezervi. (Vidi takođe gore, sekciju I 3). Ova kontrakcija bi bila znatno snažnija da je dinar bio na režimu fiksnog kursa (deviznog veća, „evra”), i izazvala bi snažnu, gotovo neizdrživu recesiju. Jedan primer za to je Letonija, koju sa svojim režimom fiksnog kursa očekuje pad proizvodnje od 10% u 2009. S druge strane, NBS je mogla da dozvoli veću depresijaciju dinara čime bi monetarno zatezanje a time i kočenje tražnje bilo manje. Manji pad tražnje, i njeno okretanje od uvoznih dobara ka domaćim izazvano depresijacijom dinara, dovelo bi do umerenijeg kočenja privredne aktivnosti. Uz to bi manje deviznih rezervi bilo potrošeno, te bi se one održale značajno iznad opasno niskog nivoa (5 mlrd. evra). S druge strane, potencijalni rizici prethodnog su manje na strani inflacije, a više na problemu vraćanja dugova (indeksiranih) u evrima.

Rezimirajući, ukupan efekat monetarna politika je bio restriktivan (Vidi takođe gore, sekciju I 3). On se nije ostvario preko visoke kamatne stope NBS, već direktnim smanjenjem ponude novca preko prodaje deviza i rezultirajućeg povlačenja dinara. Sledeći stvarni efekat monetarne politike je kontrolisana depresijacija dinara, koja je imala ekspanzivni karakter; ovo međutim nije bilo dovoljno da kompenzira restriktivni efekat smanjenja ponude novca.

2. Fiskalna politika

Fiskalna politika je bila snažno ekspanzivna u Q4 2008: konsolidovani deficit javne potrošnje u iznosio je velikih 6,5% BDP-a, a 4/5 ukupnog deficita u 2008. ostvaren je u ovom kvartalu. Ova politika nije bila svestan odgovor na svetsku krizu koja je udarila i na Srbiju, već rezultat „gledanja unazad”: ispunjenja predizbornih obećanja, kao i neanticipiranog pada poreskih prihoda u poslednjem tromesečju 2008.

Tako se u oktobru 2008., kada je kriza već uveliko drimala najjače svetske ekonomije, kod nas donosi rebalans budžeta i značajno se povećavaju rashodi, pre svega za penzije. To je rezultat populističkih predizborna obećanja datih pred izbore u maju 2008. Ova obećanja nisu

bila održiva i u odsustvu krize – ona bi naime rezultirala u još većem spoljnom deficitu i inflaciji. Deo predizbornih zahteva je skresan zahvaljujući pritisku MMF-a, ali je još uvek značajno povećanje rashoda ušlo u rebalans budžeta. Tako je politička elita potcenila krizu koja je snažno nastupala na uštrb ispunjenja (dela) predizbornih obećanja, i time neophodno prilagođavanje odložila za 2009., što će ga učiniti bolnijim i većim.

Veličina fiskalnog deficita u Q4 2008. uporediva je samo sa ogromnom javnom potrošnjom i rezultirajućim deficitima ostvarenim u kvartalima neposredno pred izbore.

Tabela 5 : Konsolidovani fiskalni deficit u periodima pred izbore i nakon njih u%BDP

	2003 Q3	2006 Q4	2007 Q4	2008 H1	2008 Q4
Konsolidovani fiskalni deficit	5,0%	8,1%	8,0%	1,0%	6,5%

Vidi QM, razni brojevi.

Za razliku od prethodnih izbora, kada je trošenje („podmićivanje”) išlo unapred, račun za majske izbore 2008. je stigao naknadno na naplatu tj. u Q4 2008. Naime deficit u prvoj polovini 2008. tj. pre i neposredno posle izbora je bio minimalan (1% BDP-a), da bi se rashodi povećali tek nakon formiranja koalicione vlade.

Drugi razlog za rast fiskalnog deficita, pored predizbornih obećanja, je pad prihoda u četvrtom kvartalu 2008. Naime prvi put, posle dužeg perioda došlo je do pada javnih prihoda, u realnom izrazu, za 0,7% u Q4 2008. u odnosu na isti kvartal 2007. Ovo je posledica pre svega snažnog kočenja privredne aktivnosti u Srbiji gore razmotrenog (vidi I 1).

Ekspanzivna fiskalna politika u Q4 2008. je delovala na ublažavanje recesije, ali je ugrađeni rast rashoda (penzije, plate) neodrživ u 2009. kada se konfrontira sa značajnim opadanjem javnih prihoda. Stoga ćemo prekomerni rast javne potrošnje u Q4 2008. morati da platimo većim i bolnijim zatezanjem u 2009. godini.

3. Efekti interakcije monetarne i fiskalne politike: Mundell–Fleming-ov model

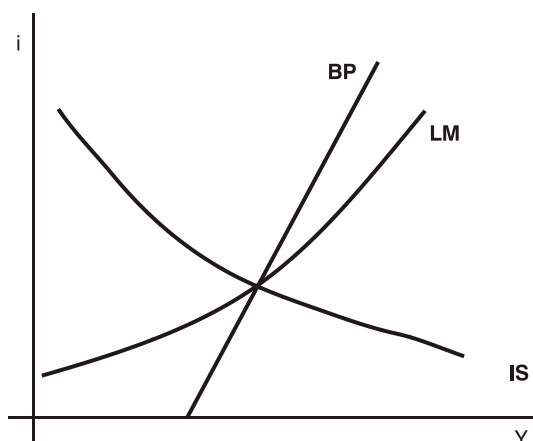
Mundell–Fleming-ov model je pogodan analitički okvir da se sintetički prikažu kako efekti udara krize na Srbiju s jedne strane, tako i efekti prethodno opisanih ekonomskih politika. Time se takođe dobija i opis startne poziciji neophodne za razmatranje budućih mera monetarne i fiskalne politike. Naravno radi se o približnom, ili „stilizovanom” opisu koji treba da uhvati osnovne efekte, zanemarujući veliki deo manje važnih detalja.

Pre udara krize Srbija je imala uravnotežen platni bilans (odnosno povremeno suficit) koji je bio rezultata velikog tekućeg deficita (robe i usluge, i sl.) i kompenziraćeg isto tako velikog suficita kapitalnog računa. Ova pozicija Srbije, odnosno uravnotežen platni bilans, prikazana je na Grafikonu 2, gde platnobilansna kriva (BP) prolazi kroz presek druge dve krive (IS i LM).⁸

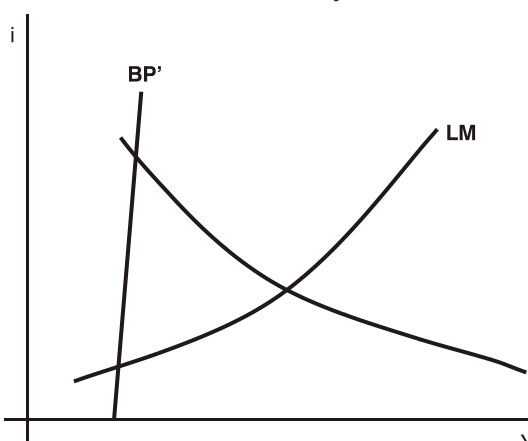
Udar svetske krize na Srbiju, kao što je gore objašnjeno, manifestovao se kao nagli, egzogeni (nezavisno od veličine domaće kamatne stope) pad priliva stranog kapitala. Osnovna posledica je bila pojava deficita platnog

⁸ Na grafikonima 2, 3 i 4, Y predstavlja obim proizvodnje a i predstavlja domaću kamatnu stopu

Grafikon 2: Srbija pre udara svetske krize



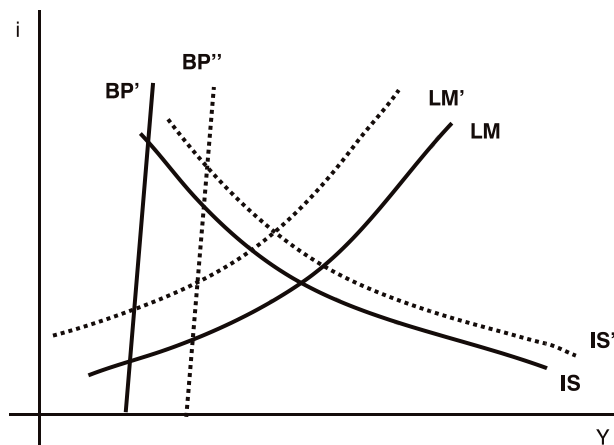
Grafikon 3: Udar krize: Nagli, egzogeni pad kapitalnog priliva u Srbiju



bilansa, jer se sada visok tekući deficit nije mogao pokriti odgovarajućim prilivom stranog kapitala. Na Grafikonu 3 prethodno je prikazano pomeranjem platnobilansne krive (BP) u levo; činjenica da presek preostale dve krive (IS i LM) sada ostaje sa desne strane BP-a ukazuje na platni deficit. Dodatno, platnobilansna kriva (BP) postaje „strmija” odražavajući, gore opisanu pojavu, da nakon izbijanja krize dizanje kamatne stope NBS-a nije privuklo dodatni strani kapital (prelazak iz evra u dinare).

Efekte ekonomske politike: monetarna kontrakcija, depresijacija dinara i ekspanzivna fiskalna politika, sumirani su na Grafikonu 4.

Grafikon 4: Efekti monetarne i fiskalne politike u Q4 2008. u Srbiji



Monetarno zatezanje, tj. smanjivanje ponude novca dovodi do pomeranja LM krive na levo ($LM \rightarrow LM'$), što za posledicu ima smanjivanje agregatne tražnje, a preko nje i smanjivanje privredne aktivnosti, ali i smanjenje uvoza te poboljšanja spoljnotrgovinskog deficita (*engl. expenditure*

reducing). Nasuprot tome, ekspanzivna fiskalna politika pomera IS krivu u desno i dovodi do povećanja agregatne tražnje, stimulisanja privredne aktivnosti i povećanja uvoza. Najzad depresijacija valute ima ekspanzivni efekat na privrednu aktivnost okrećući tražnju od stranih ka domaćim proizvodima (*engl. expenditure switching*), odnosno pomerajući IS krivu u desno. Ukupni ekspanzivni efekat fiskalne politike i depresijacije obuhvaćen je pomeranjem $IS \rightarrow IS'$. Depresijacija valute takođe utiče na poboljšanje trgovinskog deficita, a preko njega i platnog bilansa, što je na grafikonu prikazano pomeranjem $BP' \rightarrow BP''$.

Isprekidane linije stilizovano opisuju poziciju Srbije nakon udara krize i odgovara ekonomske politike u Q4 2008. Novi presek IS' i LM' krivih nalazi se levo od prethodnog, pokazujući da je došlo do pada proizvodnje, tj. da je monetarna kontrakcija nadmašila ekspanzivne efekte fiskalne politike i depresijacije dinara. Nadalje novi presek IS' i LM' se približio BP' liniji, što znači da se platni deficit smanjio. Do ovog poboljšanja je došlo usled smanjenja tražnje i posledičnog smanjenja uvoza (*engl. expenditure reducing*).

Dodatno smanjenje platnog deficita i pomeranje BP' u desno može se očekivati zbog depresijacije dinara (*engl. expenditure switching*) ali tek nakon određenog perioda. Naime empirijski je pokazano da postoji takozvani efekat *J* krive, tj. da depresijacije valute u kratkom roku izaziva pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa, da bi nakon toga dovela do njegovog ukupnog poboljšanja. Preliminarne ocene za Srbiju, kao i ekstenzivna ispitivanja za uporedive privrede, podržavaju postojanje *J* efekat depresijacije valute na spoljnotrgovinski bilans.



Pavle Petrović

je objavljivao u vodećim međunarodnim časopisima: Journal of Money Credit and Banking, Journal of Development Economics, Journal of Comparative Economics, Journal of Macroeconomics, Cambridge Journal of Economics, European Journal of Political Economy itd., i bio recenzent za većinu od njih. Gostujući istraživač (Visiting Fellow) na Harvard University, SAD, na Princeton University, SAD i na Cornell University, SAD. Držao seminare na New York University, University of Michigan at Ann Arbor, Pittsburgh University, SUNNY Buffalo, European University Institute (Florence, Italy), Vienna Institute of International Economics (WIIW) itd. Predavao/gostujući profesor na Oglethorpe University, Atlanta, SAD i Addis Ababa University, Etiopija. Bio predsednik Saveta Narodne Banke Srbije, ko-osnivač i direktor konsultansko-istraživačke kuće CES Mecon. Vodio makro-stabilizacione projekte za guvernera Avramovića (kraj) 1994, 1995. i 2000. godine. Profesor na Ekonomskom fakultetu u Beogradu i urednik Kvartalnog monitora.

EKONOMSKA LOGIKA GENERIČKIH STRATEGIJA ZA NIVO BIZNISA

Đorđe Kaličanin

Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

Rezime

Strategijski menadžment i menadžment zasnovan na vrednosti, iako dominantno poslovno i finansijski orijentisani koncepti i metodologije, svoje utemeljenje imaju u ekonomskoj teoriji. U radu se bliže analizira koncept stvaranja vrednosti, a zatim se iz ugla ekonomike strategije objašnjava ekonomska logika generičkih strategija za nivo biznisa. Shodno tome, posebno se obrađuje ekonomska logika strategija niskih troškova, diferenciranja, fokusa i hibridne generičke strategije, kao i cenovna strategija u eksploataciji izvora konkurentne prednosti.

Gljučne reči: *Stvaranje vrednosti, generičke strategije*

Abstract

Strategic management and Value-based management, although concepts and methodologies dominantly oriented to business and finance, their foundations have in economic theory. This paper analyzes value creating concept, and describes economic logic of generic strategies for business level from the standpoint of economics of strategy. Economic logics of cost leadership, differentiation, focus strategy and hybrid strategy are considered separately, as well as exploiting a competitive advantage through pricing.

Key word: *Creating value, generic strategies*

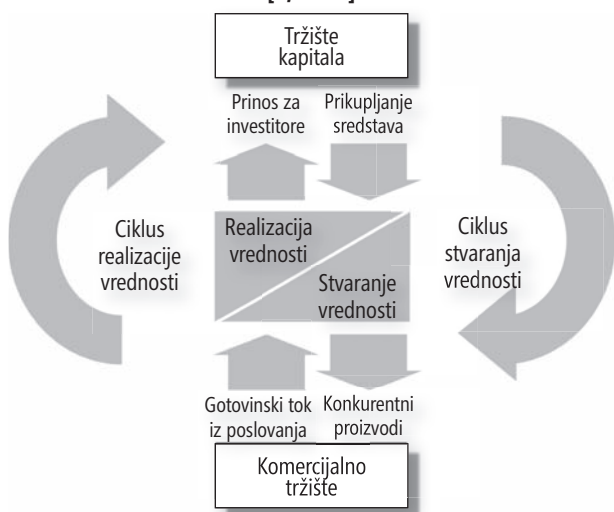
UVOD

Poznato je da se blagostanje u nacionalnoj ekonomiji zasniva na konkurentnosti njenih preduzeća. Reč je o mikroekonomskoj konkurentnosti. Preduzeća uspevaju da dostignu konkurentsku prednost kreiranjem i implementacijom poslovnih strategija. Poslovne strategije mogu se klasifikovati na strategije preduzeća, strategije poslovnih jedinica i strategije poslovnih funkcija. U strategije preduzeća ubrajaju se sledeće grupe strategija: strategije rasta, strategije stabilizacije i strategije povlačenja. U strategije poslovnih jedinica ubrajaju se, pre svega, generičke strategije za nivo biznisa. Generičke strategije za nivo biznisa su nespecifične strategije stvaranja vrednosti koje su osnova za dalje formulisanje specifičnih strategijskih opcija i strategija pojedinih poslovnih funkcija. Reč je o strategijama sa jasno zaokruženom ekonomskom logikom. Ekonomska logika generičkih strategija zasniva se na poznatim relacijama u stvaranju vrednosti i njenoj distribuciji. Štaviše, i popularni koncept i metodologija menadžmenta zasnovanog na vrednosti polazi od istih principa. Zato, u radu, najpre se analizira imperativ stvaranja vrednosti, a zatim i ekonomska logika generičkih strategija stvaranja vrednosti, da bi se, na kraju, pokušalo da inicira razmišljanje domaćih menadžera o verovatnoći uspeha pojedinih generičkih strategija u kontekstu pozicioniranja na regionalnom tržištu.

STVARANJE VREDNOSTI KAO IMPERATIV

Menadžment zasnovan na vrednosti je koncept koji afirmiše princip stvaranja vrednosti za potrošače (kupce ili klijente) i realizovanja (potvrđivanja, ispuštanja ili oslobađanja) ove vrednosti za vlasnike. Vrednost se stvara na komercijalnom, a realizuje na finansijskom tržištu. Upravljanje stvaranjem i realizovanjem vrednosti prikazano je na Slici 1.

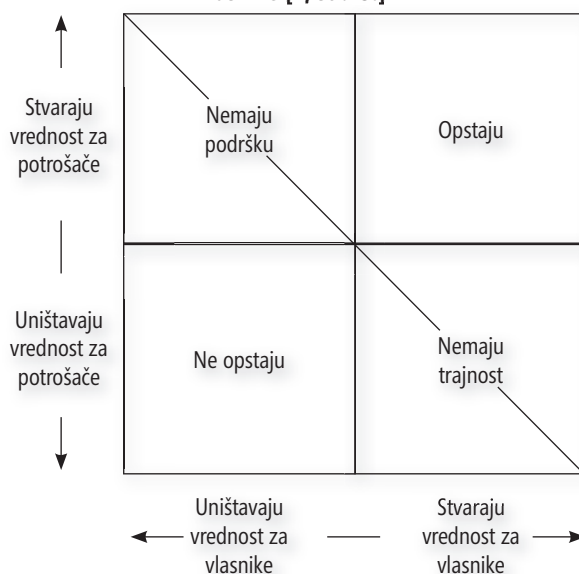
Slika 1. Upravljanje stvaranjem i realizovanjem vrednosti [2, str.3.]



Slika pokazuje da se preduzeće pojavljuje na tržištu kapitala, najpre kao tražilac sredstava koja će uložiti u inpute, a koje će opet transformisati u autpute. Transformacija inputa u autpute izaziva troškove. Vrednost se stvara na komercijalnom tržištu, ili preciznije rečeno ona se formira onda kada potrošač zauzme stav o vrednosti ponuđenog proizvoda ili usluge, odnosno o maksimalnoj ceni koju je spreman da plati za isti. Vrednost se realizuje na finansijskom tržištu u vidu prinosa za snabdevače kapitala. Ostvarena konkurentska prednost na komercijalnom tržištu, potvrđuje se na finansijskom. Realizacijom vrednosti uvećava se bogatstvo vlasnika preduzeća.

Uvećanje bogatstva vlasnika preduzeća je shvatanje misije preduzeća na kojoj se zasniva koncept menadžmenta zasnovanog na vrednosti. Stvaranje vrednosti za potrošače javlja se kao ograničenje i uslov u realizaciji ovako definisane misije. Posledično, mesto u proizvodnom programu mogu dugoročno da imaju samo oni proizvodi koji stvaraju vrednost istovremeno i za potrošača i za vlasnika. Odnos interesa potrošača i interesa vlasnika može se prikazati matricom na Slici.2.

Slika 2.: Usklađivanje vrednosti za potrošače i vrednosti za vlasnike [2, str.13.]



Na matrici jasno se uočavaju četiri kvadranta:

1. Kvadrant koji je nerealan. Proizvodi u ovom kvadrantu uništavaju vrednost i za vlasnike i za potrošače. Potrošači ove proizvode ne kupuju, a vlasnici ne investiraju u njihovu proizvodnju.
2. Kvadrant koji nema podršku. Proizvodi u ovom kvadrantu stvaraju vrednost za kupce, ali uništavaju vrednost za vlasnike. U tom slučaju, vlasnici će odustati od daljih ulaganja u njihovu proizvodnju ili će prodati svoje udele.
3. Kvadrant koji je privremen. Reč je o proizvodima koji stvaraju vrednost za vlasnike, ali ne stvaraju za kupce, tako da se može očekivati odustajanje potrošača od njihove kupovine.
4. Kvadrant koji je realan. Ovde se nalaze proizvodi koji stvaraju vrednost za kupce i za vlasnike, tako da se predviđa opstanak ovih proizvoda u proizvodnom programu preduzeća.

Koncept menadžmenta zasnovanog na vrednosti polazi od imperativa stvaranja vrednosti za kupce. Stvaranje vrednosti za kupce preduslov je stvaranja vrednosti za vlasnike. Iz ugla menadžmenta zasnovanog na vrednosti, dodata vrednost za vlasnike može se stvoriti tek po pokriću svih eksplicitnih troškova transformacije inputa u autpute i njihove distribucije do kupaca i svih troškova kapitala. U troškove kapitala uključuju se kamate na pozajmljene

izvore finansiranja kao eksplicitni trošak i oportunitetni troškovi akcijskog kapitala, kao implicitni troškovi.

Da bi se objasnila stvorena vrednost za kupce polazi se od koncepta *spremnosti da se plati* (engl. *willingness-to-pay*) ili, kako se još zove, vrednosti koju pripisuju kupci. Spremnost da se plati je maksimalna cena koju bi kupac platio za konkretni proizvod ili uslugu [4, str.138.]. Kupac želi da kupi proizvod ili uslugu po ceni koja je manja od njegove spremnosti da plati. Kupac bi bio indiferentan prema kupovini proizvoda ili usluge koja je potpuno jednaka njegovoj spremnosti da plati. Razlika između spremnosti da se plati i stvarne cene koju kupac plaća predstavlja *potrošačev višak* (engl. *consumer surplus*). Spremnost kupca da plati proizvod možemo označiti sa B (od engl. *benefit*), a cenu proizvoda sa P . Tada je *potrošačev višak* $= B - P$. Na primer, ukoliko je spremnost kupca da plati novi udžbenik $B = 100$ evra, a cena po kojoj plaća ovaj udžbenik $P = 65$ evra, tada je potrošačev višak 35 evra.

Kupci kupuju proizvod samo ukoliko je potrošačev višak pozitivan. U slučaju da je potrošačev višak negativan (kao u slučaju kvadranta gde proizvodi nemaju trajnost u proizvodnom programu na slici 2), kupci kupuju proizvod do trenutka pojave ponuđača na tržištu sa proizvodom kod koga je potrošačev višak pozitivan. Ukoliko je na tržištu prisutno više konkurenata, kupac bira onaj proizvod koji obezbeđuje najveći potrošačev višak. Slika 3. prikazuje konkurentske implikacije potrošačevog viška.

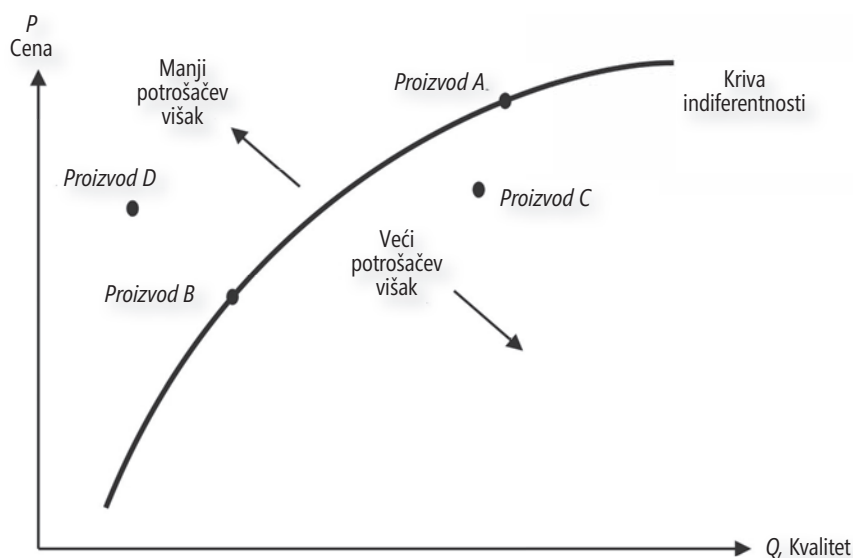
Vertikalna osa mape vrednosti prikazuje cenu proizvoda P , a horizontalna osa kvalitet proizvoda, Q . Kriva indiferentnosti (engl. *indifference curve*) pokazuje kombinacije cene i kvaliteta konkretnih proizvoda koji nude jednak potrošačev višak (dakle, kod svih proizvoda, a na slici su to proizvod A i proizvod B, isto je $B - P$). Proizvodi čiji je odnos cena/kvalitet ispod krive indiferentnosti nude veći potrošačev višak. Na slici proizvod C je superiorne vrednosti u odnosu na proizvode A, B i D. Proizvodi čiji je odnos cena/kvalitet iznad krive indiferentnosti nude manji potrošačev višak. Na slici proizvod D je inferiorne vrednosti u odnosu na proizvode A, B i C.

U proizvodnji pomenutih proizvoda, proizvođači su kombinovali inpute u vidu opreme, materijala i radne snage. Valorizacijom utrošenih inputa dobijamo troškove proizvodnje jednog proizvoda koje ovde označavamo sa C . Proizvođačev višak predstavlja razliku između prodajne cene P i ukupne cene koštanja C , odnosno *proizvođačev višak* $= P - C$. Ako se nadovežemo na primer sa udžbenikom i pretpostavimo da je cena primerka udžbenika $P = 65$ evra i trošak po primerku knjige $C = 40$ evra, tada je proizvođačev višak 25 evra.

Sada, kada su nam poznati potrošačev višak i proizvođačev višak, možemo doći do veličine ukupnog viška, odnosno ukupno stvorene vrednosti, što je prikazano kao:

$$\begin{aligned} \text{Stvorena vrednost} &= \text{Potrošačev višak} + \\ &\quad \text{Proizvođačev višak} \\ &= (B - P) + (P - C) \\ &= B - C \end{aligned}$$

Slika 3. Mapa vrednosti [1, str.353.]



U našem primeru, ukupni višak, odnosno ukupno stvorena vrednost kada je $B = 100$ evra i trošak po jedinici $C = 40$ evra iznosi 60 evra. Ova raspodela stvorene vrednosti na deo koji pripada kupcu i deo koji pripada proizvođaču prikazana je na ilustraciji 4.

U slučaju da je stvorena vrednost negativna veličina, tj. u slučaju da je spremnost da se plati manja od troškova po jedinici takav proizvod ne može da opstane u proizvodnom programu.

Stvaranje vrednosti jeste potreban, ali i ne dovoljan uslov da preduzeće ostvaruje pozitivan profit. Pod pretpostavkom da je ulazak u granu lak i bez teškoća, i uz pretpostavku da je sva preduzeća stvaraju vrednost u istoj meri, rivalitet između postojećih konkurenata uzrokuje cenovni rat koji će obarati prodajne cene do visine cene koštanja. Tada, celokupna stvorena vrednost pripada potrošaču i on je ne deli sa proizvođačem (proizvođačev višak jednak je nuli). Kako se preduzeće bori protiv takve pretnje? Rešenje je u stvaranju veće vrednosti u odnosu na konkurente u smislu da je nivo $B - C$ nešto što konkurenti ne mogu lako imitirati. Osim teško imitabilnih atributa proizvoda, stvaranje vrednosti nije nešto što se čini za apstraktnog potrošača. Potrošači se razlikuju po brojnim sociološkim, kulturnim, ekonomskim, biološkim karakteristikama i njihove razlike su osnova segmentiranja tržišta. Različiti segmenti različito vrednuju pojedine attribute proizvoda koje povećavaju vrednost koju su kupci spremni da plate (B). Iz ovog razloga, neka preduzeća uspeavaju da stvore veću vrednost ($B - C$) na jednom segmentu, a druga preduzeća da stvore veću vrednost ($B - C$) na nekom drugom segmentu.

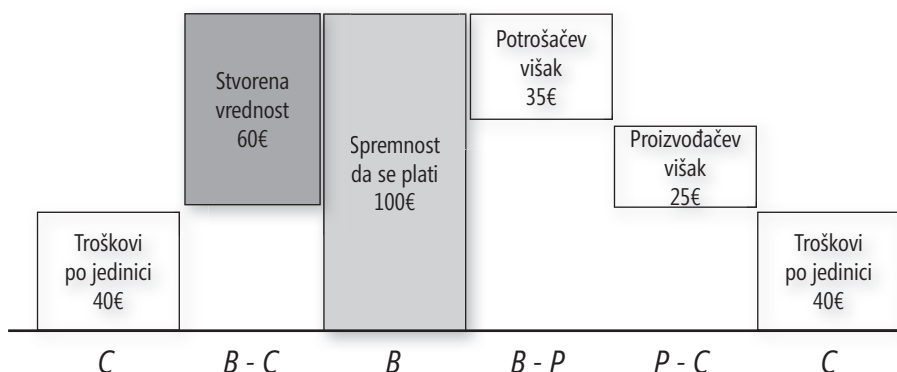
GENERIČKE STRATEGIJE ZA NIVO BIZNISA I STVARANJE VREDNOSTI

Preduzeće, odnosno njegova poslovna jedinica preko koje preduzeće konkuriše u grani, pokušava da stvori prednost u odnosu na konkurenta jednim od dva načina: po osnovu uvećanja dodate vrednosti na proizvodu, odnosno putem kreiranja proizvoda i usluga jedinstvenih karakteristika ili po osnovu nižih troškova u odnosu na konkurente. Kombinujući izvore konkurentske prednosti sa širom tržišta na kome preduzeće nastupa dobija se pregled mogućih generičkih strategija za nivo biznisa.

Moguće generičke strategije jesu:

1. strategija niskih troškova (eksploatacija niskih troškova kao izvora konkurentske prednosti i nastup na tržištu grane)
2. strategija diferenciranja (eksploatacija jedinstvenosti ponude u odnosu na konkurente kao izvora konkurentske prednosti i nastup na tržištu grane)
3. strategija fokusa koja ima dve varijante:
 - a. fokus na troškovima (eksploatacija niskih troškova kao izvora konkurentske prednosti i nastup na tržišnom segmentu) i
 - b. fokus na diferenciranju (eksploatacija jedinstvenosti kao izvora konkurentske prednosti i nastup na tržišnom segmentu).
4. hibridna generička strategija (strategija koja pažljivo kombinuje elemente strategija niskih troškova i diferenciranja, sa ciljem da se potrošaču obezbedi jasna i konzistentna, kvalitetna ponuda po prihvatljivoj ceni. Strategija poznata i kao strategija najboljeg odnosa kvalitet-cena ili kao strategija isporuke po najpovoljnijim troškovima).

Slika 4. Distribucija stvorene vrednosti



Ekonomska logika strategije niskih troškova

Preduzeće koje sprovodi strategiju niskih troškova namerava da obezbedi ponudu proizvoda po nižim prodajnim cenama, a zahvaljujući nižim troškovima (C) u odnosu na konkurente. Preduzeće stvara vrednost na jedan od sledeća tri načina [1, str.365.]:

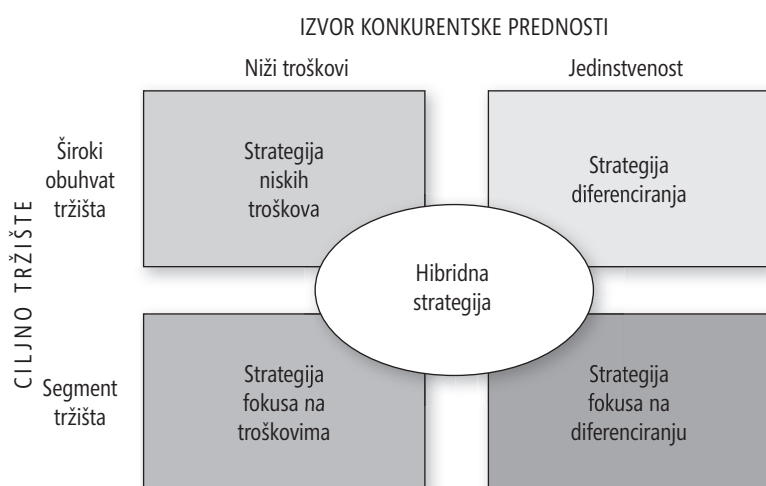
1. ponudom proizvoda sa paritetom u koristima (B) po nižim troškovima (C) u odnosu na konkurente
2. ponudom proizvoda sa približno istim koristima (B) koje su, dakle, neznatno slabije od konkurentskih, a opet po nižim troškovima

3. ponudom proizvoda koji je kvalitativno različit u odnosu na konkurentski.

Ekonomska logika strategije niskih troškova prikazana je na slici 6.

Radi pojašnjenja, možemo pretpostaviti da u grani sva preduzeća izuzev troškovnog lidera nude proizvod sa troškovima C_E i pozicijom cena/kvalitet u tački E . Sada pretpostavimo da troškovni lider kombinovanjem automatizacije i jeftinijih komponenti postiže niži nivo kvaliteta q_F ali po znatno nižim troškovima C_F , što obezbeđuje prednost u troškovima od ΔC . Tržišna učešća u grani ostaće stabilna ukoliko troškovni lider i skuplji konkurenti zadrže paritet u potrošačevom višku. Paritet u potrošačevom višku se postiže kada troškovni lider posluje u tački

Slika 5: Generičke strategije za nivo biznisa [6, str.151.]

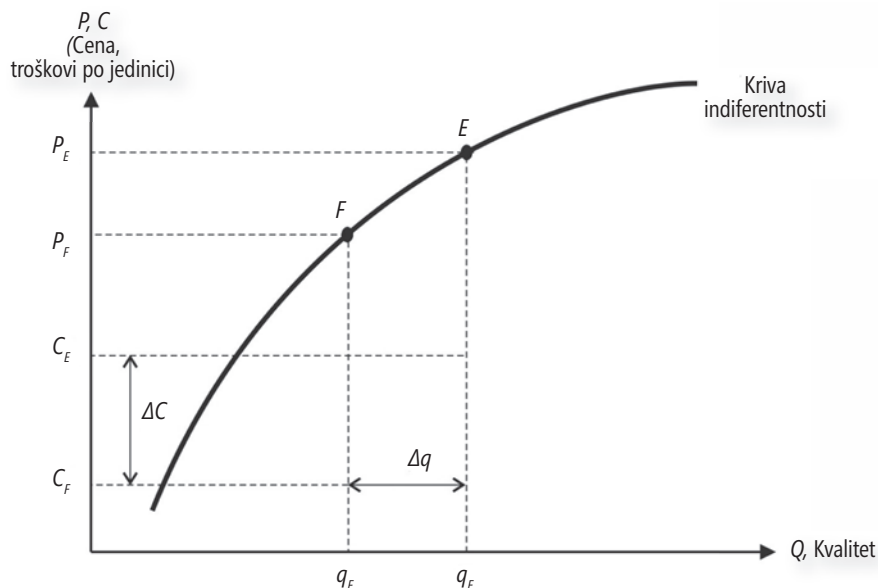


F prodajući po ceni P_F . Sa slike 6, možemo da zapazimo sledeću relaciju $P_E - P_F < C_E - C_F$, a što se može rearanžirati i kao $P_F - C_F > P_E - C_E$, a koja govori o većem proizvođačevom višku u slučaju proizvoda F .

Postoje dva načina postizanja prednosti u troškovima u odnosu na konkurente (ΔC): kontrola faktora koji izazivaju troškove i rekonstrukcija lanca vrednosti. Kao pokretači troškova obično se navode: ekonomija obima, specijalizacija i učenje, veze sa kanalima snabdevanja i pristup inputima, lokacija i raspored opreme, itd. U rekonstrukciji lanca vrednosti od najznačajnijeg je uticaja reinženjering poslovnih procesa. Reinženjering poslovnih procesa podrazumeva fundamentalno preispitivanje i radikalno preprojekovanje poslovnih procesa kojima se funkcionalni kriterijum organizacionog modeliranja zamenjuje procesnim.

Strategija niskih troškova naročito je pogodna u situaciji

Slika 6. Ekonomska logika strategije niskih troškova [1, str.366.]



kada je cenovna konkurencija između ponuđača u grani snažna, kada je proizvod u velikoj meri standardizovan i postoji malo načina da postigne diferenciranost proizvoda po osnovu karakteristika koje vrednuju potrošači (kriva indiferentnosti praktično vodoravna), kada se proizvod koristi na isti način, kada su niski troškovi prelaska od jednog do drugog dobavljača, kada su kupci veliki i imaju veliku pregovaračku snagu, kada preduzeća koja ulaze u granu nameravaju da nastupe sa nižim prodajnim cenama u cilju sticanja tržišnog učešća [6, str. 161-162.].

Ekonomska logika strategije diferenciranja

Preduzeće koje sledi strategiju diferenciranja stvara veću vrednost u odnosu na konkurente ($B - C$) ponudom proizvoda sa višim koristima, odnosno sa većom vrednosti koju kupci percipiraju. Preduzeće i ovde stvara vrednost na jedan od sledeća tri načina [1, strane: 366-367.]:

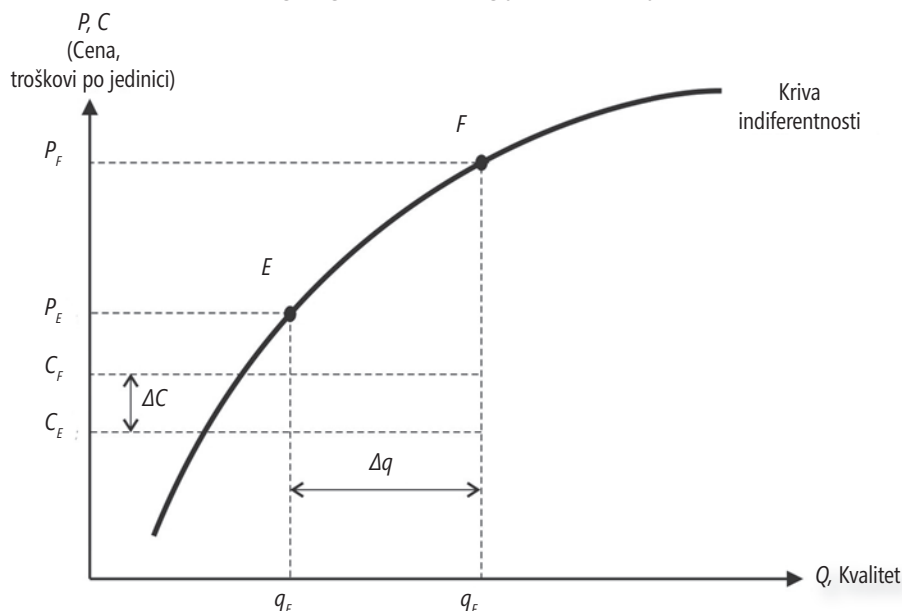
1. ponudom proizvoda sa istim troškovima ali višom pripisanom vrednosti (većim stepenom dodate vrednosti)
2. ponudom proizvoda po troškovima koji su neznatno viši od konkurentskih
3. ponudom proizvoda kod koga su značajno viši i troškovi po jedinici, ali je i znatno viša vrednost koju pripisuju kupci.

Ekonomska logika strategije niskih troškova prikazana je na slici 7.

Radi pojašnjenja, možemo pretpostaviti da sva preduzeća u grani izuzev diferenciranog lidera nude proizvod sa troškovima C_E i pozicijom cena/kvalitet u tački E . Sada preduzeće koje je diferencirani lider nudi proizvod višeg kvaliteta q_F , a što je posledica uvećanih troškova do nivoa C_F . Ovakav nivo troškova podrazumeva konkurentski hendikep u troškovima u visini ΔC . Paritet u potrošačevom višku obezbeđuje se kad diferencirani lider posluje u tački F , prodajući po ceni P_F . U tački F , imamo sledeći odnos diferenciranog lidera naspram ostalih preduzeća u grani $P_F - P_E > C_F - C_E$. Rearanžiranjem ovog odnosa dobijamo sledeću relaciju $P_F - C_F > P_E - C_E$. Ovo govori da uprkos konkurentskom hendikepu u troškovima, diferencirani lider ostvaruje veći poslovni dobitak u odnosu na nediferencirane konkurente.

Strategija diferenciranja atraktivna je konkurentska strategija u slučaju kada su potrebe i želje potrošača toliko različite, da je teško zamislivo da bi iste mogle da budu zadovoljene standardnim proizvodom ili uslugom. Ona je, takođe, pogodna u slučaju kada postoji više načina za diferenciranje proizvoda ili usluge, a pri tome, potrošači pozitivno ocenjuju ove različitosti. Diferencirani lider ostvaruje prednost delovanjem na pokretače jedinstvenosti. Najpoznatiji pokretači jedinstvenosti su: mnogostruke funkcije, široka ponuda, dostupnost rezervnih delova, jedinstveni

Slika 7: Ekonomska logika generičke strategije diferenciranja strane: [1, str.368.]



ukus i dizajn, superiorna usluga, pouzdanost, vođstvo u tehnologiji, prestiž, itd.

Ekonomska logika strategije fokusa

Strategija fokusa predstavlja generičku strategiju preduzeća koje je fokusirano na opsluživanje jednog segmenta tržišta umesto na celokupno tržište. Prilikom ove strategije, preduzeće koristi izvore konkurentske prednosti, kao što su: niski troškovi, jedinstvenost ili pak, njihova kombinacija. Strategija fokusa odlikuje se jasnom specijalizacijom povodom potrošača, proizvoda ili geografskog područja.

Fokuser koji se specijalizuje za opsluživanje posebne grupe kupaca, polazi od činjenice da preduzeća koja nastupaju na celom tržištu obično ne zadovoljavaju potrebe grupe kupaca u meri u kojoj oni to očekuju, ili, pak, pak nude proizvode sa superiornim karakteristikama, ali koje ta grupa kupaca ne vrednuje u istoj meri. Zato se ovo preduzeće intimizira sa segmentom kupaca sa idejom efektivnog i efikasnog zadovoljenja njihovih potreba. .

Fokuser koji se specijalizuje za ponudu uskog proizvodnog programa, svoju strategiju zasniva na ekonomskoj logici da će u stvaranju ovakve ponude biti u stanju da bolje koristi efekte ekonomije obima i efekte krive iskustva od konkurenata.

Fokuser koji se specijalizuje za opsluživanje konkretnog geografskog područja smatra da će zahvaljujući efektima ekonomije obima i boljoj upućenosti u specifične potrebe segmenta kupaca uspeti da efikasno kreira ponudu koja će biti više efektivna u odnosu na ponudu preduzeće koje nastupa na širem geografskom području i sa standardizovanom ponudom.

Ekonomska logika hibridne generičke strategije

Hibridna generička strategija usmerena je na obezbeđenje više vrednosti za kupca (B) za isti iznos novca (P). Cilj je ponuda superiorne vrednosti za kupce zadovoljavajući očekivanja povodom atributa kvaliteta, usluge, karakteristika i performansi, i prevazilazeći očekivanja povodom cene. Ciljna grupa kupaca preduzeća koja sprovode ovu strategiju su kupci koji su svesni vrednosti (engl. *value-conscious buyers*), ali koji su delimično osetljivi i na cenu.

Obuhvat je značajan iznos tržišta, ali ne i celo tržište, niti previše uzak segment tržišta.

Ovom strategijom nameravaju se postići niži troškovi (C) u isporuci proizvoda ili usluga sa uporedivim atributima u odnosu na konkurente (B). Jedan od pristupa sniženja troškova uz povećanje stepena dodate vrednosti je na osnovu sistema menadžmenta ukupnog kvaliteta. Preduzeće obezbeđuje za potrošača ponudu sa solidnim nivoom kvaliteta po svim njegovim dimenzijama (funktionalne karakteristike, pouzdanost, bezbednost, istrajnost, estetske karakteristike i dr.) uz niži nivo troškova. Do efikasne ponude jedinstvene vrednosti može se doći i putem: automatizovanog i fleksibilnog sistema proizvodnje, prestrukturiranjem «rezervoara» profita jedne grane i koordinacijom «proširenog» lanca vrednosti na osnovu mogućnosti koje pruža informaciona tehnologija [3, strane: 177-179.].

Ekonomska logika hibridne generičke strategije odnosi se na povećanje tržišnog učešća putem razvoja selektivne tražnje (tražnje za konkretnom markom proizvoda) za ponudom višeg stepena dodate vrednosti. Veće tržišno učešće smanjuje prosečne troškove po osnovu efekata ekonomije obima i efekata krive iskustva. Kao rezultat ovoga, preduzeće istovremeno postiže poziciju visokokvalitetnog i, po ceni, pristupačnog ponuđača.

Neuspešna generička strategija koja ne uspeva da realizuje ekonomsku logiku hibridne generičke strategije je „zaglavljen u sredini“ (engl. „*stuck in the middle*“). Preduzeće »zaglavljeno u sredini« za razliku preduzeća sa različitim i pristupačnim proizvodom je preduzeće sa atributima proizvoda koje potrošači ne vrednuju, i kod kojih je potrošačev višak jednak nuli. Posledično, kupci se okreću ponudi konkurentskih preduzeća koja stvaraju vrednost za njih, odnosno koja obezbeđuju potrošačev višak.

Uticaj cenovne elastičnosti tražnje na formulisanje generičke strategije

Cenovna elastičnost tražnje direktno utiče na izbor između dve sasvim suprotne strategije za eksploataciju konkurentske prednosti po osnovu nižih troškova ili po osnovu diferenciranja. Te dve strategije su: strategija visoke stope dobitka (engl. *margin strategy*) i strategija rasta tržišnog

učešća (engl. *share strategy*). Tabela 1 prikazuje ovaj uticaj i sugerije izbor adekvatne strategije.

Tabela 1: Cenovne strategije za eksploataciju izvora konkurentske prednosti [1, str.371.]

		Izvor prednosti	
		Niski troškovi (niže C od konkurenata)	Viša percipirana vrednost (više B od konkurenata)
Cenovna elastičnost tražnje za proizvodima preduzeća	Visoka cenovna elastičnost tražnje (slabo međusobno diferenciranje proizvoda u grani)	Umereno smanjenje cena vodi rastu tržišnog učešća Eksploatacija prednosti kroz veće tržišno učešće od konkurenata <i>Strategija rasta tržišnog učešća:</i> podvlačiti se cenom ispod konkurenata u cilju rasta tržišnog učešća	Umereno povećanje cena vodi padu tržišnog učešća Eksploatacija prednosti kroz veće tržišno učešće od konkurenata <i>Strategija rasta tržišnog učešća:</i> oržati cenovni paritet sa konkurentima (povećanje tržišnog učešća zahvaljujući većoj dodatnoj vrednosti)
	Niska cenovna elastičnost tražnje (snažno međusobno diferenciranje proizvoda u grani)	Veliko smanjenje cena vodi neznatnom rastu tržišnog učešća Eksploatacija prednosti kroz veće stope dobitka <i>Strategija visoke stope dobitka:</i> održati cenovni paritet sa konkurentima (više stope dobitka posledica su sniženja troškova)	Veliko povećanje cena vodi neznatnom padu tržišnog učešća Eksploatacija prednosti kroz veće stope dobitka <i>Strategija visoke stope dobitka:</i> zaračunavanje više prodajne cene (cene sa premijom) u odnosu na konkurente

Ukoliko je cenovna elastičnost tražnje visoka, tj. ukoliko su kupci cenovno osetljivi zato što su proizvodi slabo diferencirani, umereno sniženje cena vodi značajnom rastu u tržišnom učešću. Tada je atraktivna strategija rasta tržišnog učešća po osnovu umerenog sniženja cena. Naravno, preduzeća koja sprovode ovu strategiju treba da budu opre-

zna i da očekuju reakciju konkurenata. Reakcija konkurenata može, opet, biti u vidu sniženja cena, a onda bi ovo vodilo cenovnom ratu, i što bi, u krajnjem, vodilo smanjenju profita za proizvođače i isključivog stvaranja potrošačevog viška. Sa druge strane, ukoliko preduzeće ima troškovnu prednost, a za proizvod je karakteristična niska cenovna elastičnost tražnje (kada kupci nisu cenovno osetljivi zbog značajnih razlika između proizvoda u grani), optimalna strategija je strategija visoke stope dobitka.

Ukoliko preduzeće ima prednost u jedinstvenim karakteristikama proizvoda, a kupci su cenovno osetljivi (visoka cenovna elastičnost tražnje), čak i blago povećanje cena može anulirati prednost preduzeća. Zato je primerenija strategija održavanja cenovnog pariteta sa konkurentima i po tom osnovu povećanja tržišnog učešća. Suprotno, kada kupci nisu cenovno osetljivi zbog visokog stepena razlikovanja između proizvoda, više prodajne cene (cene sa premijom) neće erodirati tržišno učešće, te će preduzeće moći da zaračuna i više stope poslovnog dobitka.

Preduzeća sprske privrede pred izborom generičkih strategija

Uz pregled generičkih strategija i njihove ekonomske logike, poželjno je osvrnuti se na privredu Republike Srbije i perspektivu generičkih strategija njenih preduzeća kojima se namerava kreirati pozicija u privredi regiona ili širem međunarodnom kontekstu.

Strategija niskih troškova je strategija koja obično vodi najslabijim performansama bez obzira da li je reč o tradicionalnim ili novim granama, pa čak i kada je reč o vrlo efikasnim preduzećima. Osim toga, ovu je strategiju danas vrlo teško implementirati obzirom na sve snažnije prisustvo konkurenata sa Dalekog Istoka (Kina, Indija, Indonezija, Singapur i dr.). Zato, o njoj, verovatno, ne bi trebalo razmišljati ukoliko ne postoje razvijene kompetentnosti za dugoročno održivo postizanje i očuvanje pozicije niskih troškova. Strategija diferenciranja podrazumeva postojanje visokog stepena sofisticiranosti ukusa potrošača, ali i visoku platežnu sposobnost kupaca. Ovo je strategija koja je vrlo pogodna u privredno visoko razvijenim zemljama (na primer, u Irskoj, Švedskoj, Velikoj Britaniji i dr.). Obzirom na globalizaciju tržišta, nedovoljnu integrisanost domaće u svetsku (ili evropsku) ekonomiju, veli-

činu domaćeg tržišta, generalno bi se moglo u razmišljanju polazati od neke strategije fokusa, odnosno usredsređenosti na dovoljno veliki i platežno sposoban tržišni segment uz kombinovanu eksploataciju izvora niskih troškova i diferenciranja, i ovo naročito kada je reč o internacionalnom biznisu. Ovo, dakle, upućuje na hibridnu generičku strategiju. Svakako, ovo ne može biti univerzalno pravilo za sva preduzeća. Predlog konkretne strategije treba da odgovara poziciji preduzeća u grani, ali perspektivi razvoja konkretne grane i opšteg okruženja. Kako je generička strategija nespecifična, ona dalje predstavlja polaznu pretpostavku za formulisanje marketing strategija u specifičnim tržišnim uslovima.

ZAKLJUČAK

Stvaranje na komercijalnom i realizovanje vrednosti na finansijskom tržištu jedan je od polaznih koncepata menadžmenta zasnovanog na vrednosti. Ideja o stvaranju vrednosti proizlazi iz teorije o potrošačevom i proizvođačevom višku. Po ovoj teoriji, vrednost je stvorena u visini razlike između kupčeve spremnosti da plati konkretan proizvod ili uslugu i troškova nastalih u proizvodnji istog proizvoda ili usluge. Stvorena vrednost distribuira se na potrošačev višak i proizvođačev višak. Preduzeće u nameri da maksimira ukupni višak, odnosno ukupno stvorenu vrednost formuliše i implementira neku od generičkih strategija za nivo biznisa. Preduzeće koje sprovodi strategiju niskih troškova namerava da obezbedi ponudu proizvoda po nižim prodajnim cenama, a zahvaljujući nižim troškovima (C) u odnosu na konkurente. Preduzeće koje sledi strategiju diferenciranja stvara veću vred-

nost u odnosu na konkurente ($B - C$) ponudom proizvoda sa višim koristima (B), odnosno sa većom vrednosti koju pripisuju kupci. Strategija fokusa predstavlja generičku strategiju preduzeća koje je fokusirano na opsluživanje jednog segmenta tržišta umesto na celokupno tržište. Pri likom ove strategije, preduzeće koristi izvore konkurent-ske prednosti, kao što su: niski troškovi, jedinstvenost ili pak, njihova kombinacija. Hibridna generička strategija usmerena je na obezbeđenje više vrednosti za kupca (B) za isti iznos novca (P). Preduzeće koje se opredeljuje za eksploataciju jednog od dva izvora konkurent-ske prednosti, bira cenovnu strategiju u zavisnosti od cenovne elastičnosti tražnje za konkretnim proizvodom. Te dve strategije su: strategija visoke stope dobitka i strategija rasta tržišnog učešća. U slučaju visoke cenovne elastičnosti tražnje preduzeće, bez obzira na izvor prednosti, preduzeće treba da optira strategije koje povećavaju tržišno učešće, a u slučaju niske cenovne elastičnosti tražnje, preduzeće treba da optira strategije visoke stope poslovnog dobitka.

Literatura

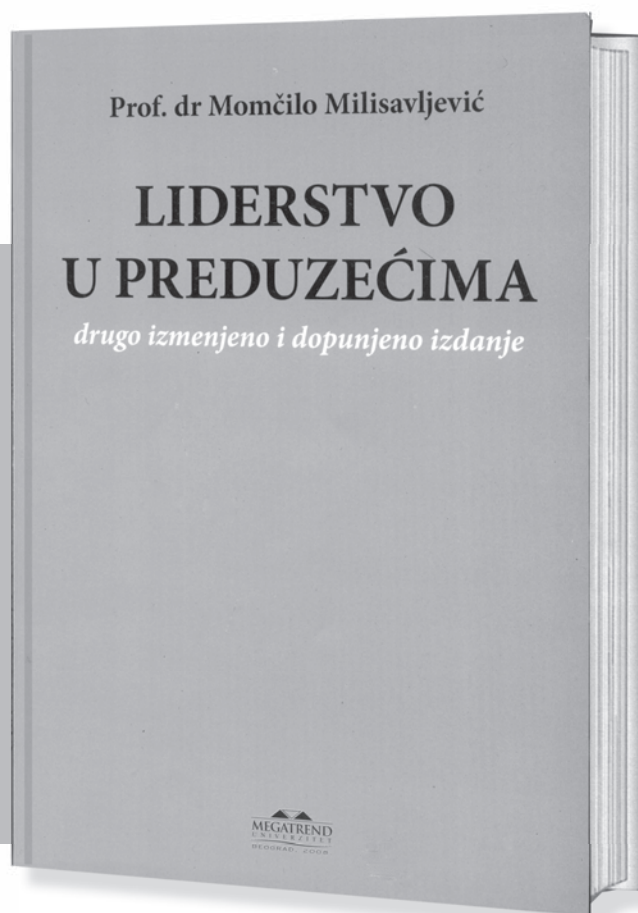
1. Besanko, D., et al., *Economics of Strategy*, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2007.
2. Deloitte&Touche Consulting Group/ Braxton Associates: *Value Based Management, Program Overview*, Braxton Associates, London, 1996.
3. Dess G., Lumpkin G., Eisner, A. , *Strategijski menadžment, treće izdanje*, Data Status, Beograd, 2007.
4. Mankju, N.G., *Principi ekonomije, treće izdanje*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.
5. Porter, M.E., *Competitive Strategy*, The Free Press, 1980.
6. Thompson, J., Strickland, A., *Crafting and Executing Strategy: Text and Readings*, Irwin McGraw-Hill, Boston, 2001.



Đorđe Kaličanin

je docent na Ekonomskom fakultetu u Beogradu na predmetu Strategijski menadžment. Na master studijama izvodi nastavu na predmetima Poslovna strategija i Strategijske finansije. Diplomirao je, magistrirao i doktorirao na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Autor je knjige *Menadžment vrednosti preduzeća* (2006) i radova iz oblasti strategijskog menadžmenta, biznis planiranja i menadžmenta vrednosti. Konsultantsko iskustvo stekao je na projektima srodnim sa oblastima naučnog interesovanja. Direktor je Centra za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu (od 2006. do danas) i član je Odbora za reviziju Čačanske banke a.d. Čačak (od 2006 do danas).

**PRIKAZ KNJIGE:
DRUGO IZMENJENO I DOPUNJENO IZDANJE,
»LIDERSTVO U PREDUZEĆIMA«,
Prof. dr Momčilo Milisavljević,
MEGATREND UNIVERZITET, 2008.**



*„Bolje armija zečeva koju predvodi lav od armije lavova koju predvodi zec“
Napoleon*

Baš nekako u vreme »beogradskog slavljenja knjige«, koje se prošle godine desilo krajem oktobra meseca tokom 53. međunarodnog beogradskog sajma knjiga, izašla je iz štampe nova monografija prof. dr Momčila Milisavljevića „Liderstvo u preduzećima“, drugo izmenjeno i dopunjeno izdanje. Izdavač je Megatrend univerzitet. Ovo izdanje se pojavljuje devet godina posle prvog izdanja. Osnovna svrha izmena u drugom izdanju bila je da se objasne promene u teoriji i praksi liderstva. Pri tom, zadržana je podela monografije u osam glava, ali je primetna izmena naslova i sadržaja unutar ovih glava.

Prva glava monografije usmerena je na upoznavanje sa fenomenom liderstva, ulogom i osobinama lidera. Autor daje nekoliko definicija liderstva kreiranih od priznatih autoriteta u ovoj oblasti. Podvlači se, da je reč o procesu u kome lider utiče na grupu ili organizaciju da se ostvari zajednički cilj. Bez lidera, kao i bez sledbenika, odnosno pojedinaca koji slede lidera ne postoji liderstvo. Istraživanje liderstva i misli o liderstvu nisu ograničene na naučnu oblast menadžmenta. Njime su se bavili i državnici, i vojskovođe, i filozofi a suština shvatanja je uvek ista. To je da uspeh organizacije (poslovne, državne, vojne) presudno zavisi od lidera.

Samo liderstvo je stručnost koja podrazumeva da lider motiviše i usmerava sledbenike, da kreativno rešava probleme, da ima sposobnost komuniciranja i rešavanja konflikata, da ima multikulturalni stil jer radi sa ljudima različitih nacionalnih i organizacionih kultura i da ima sposobnost da uči kontinuirano i da razvija svoje liderske sposobnosti. Lideri koji imaju ovakvu stručnost vrlo su uočljivi. Pre svega, uočljivi su njegovi rezultati, a ne njegova popularnost. Liderstvo nije privilegija i rang, već je to odgovornost najvišeg ranga. U proučavanju lidera nemoguće je zaobići njegove osobine. Obično se kao osobine koje se vezuju za uspešne lidere navode: samopouzdanje, poštenje, integritet, kredibilitet, dominantnost ličnosti, ekstravertnost, sposobnost davanja obrazloženja i objašnjenja, emocionalna stabilnost, entuzijazam, osećaj za humor, tolerantnost, fleksibilnost i prilagodljivost, sposobnost pokretanja akcije.

U drugoj glavi monografije proučava se odnos lidera i sledbenika. Pored lidera koji treba da vodi, za uspeh organizacije potrebni su i sledbenici koji znaju da slede. Sledbenici koji znaju da slede dobro upravljaju sobom, privrženi su grupi, organizaciji i viziji, hrabri su, efikasni i pouz-

dani. Postoje različiti sledbenici: sprovodioci, partneri, individualisti i dovoljno savesni, ali koji pružaju minimum. Kako se između lidera i sledbenika uspostavlja odnos u kome lider vrši uticaj, neminovno se pojavljuje pitanje moći. Naime, lideri moraju da koriste moć da utiču na druge. Moć je sposobnost da se utiče da drugi obavljaju aktivnosti koje inače ne bi obavljali. Osnovni izvori moći su: moć nagrađivanja, moć prinude, legitimna moć, referentna moć, moć eksperata i informaciona moć.

Treća glava monografije bavi se ponašanjem i efektivnošću lidera. Na ovom mestu, autor razmatra, najpre, različite studije koje su izašle sa rezultatima o uobičajenom ponašanju lidera. Danas su već opšte poznati rezultati studija u kojima se naglašavaju orijentacije lidera ka postizanju rezultata ili prema zaposlenima, i one koje su napravile razliku između autokratskog, *laissez-fair* i demokratskog leaderskog ponašanja. U ovoj glavi se predstavljaju različite teorije o stilovima liderstva: H-B (Hersey-Blanchard) teorija, Fiedler-ov kontigentni model, model višestruke povezanosti, odnosno „integrativni konceptivni okvir“ po Juklu. Glava se završava pitanjem efektivnosti lidera. Na efektivnost lidera utiče više varijabli. Ovaj uticaj može se izraziti formulom $L=f(I, \text{čg}, s)$, gde su L - proces liderstva kao zavisna varijabla, a kao nezavisne varijable pominju se I - lider, čg - članovi grupe i s - situacione varijable. Postoji više merila efektivnosti, a kao najčešće merilo pominje se stepen u kome liderova organizaciona jedinica ostvaruje performanse i ostvaruje zadate ciljeve. Veći broj studija pokazao je da preduzeća sa jakim liderstvom ostvaruju značajno veće prinose u odnosu na preduzeća bez snažnog liderstva. Takođe, uočeno je da efektivni lideri ne samo da utiču na finansijske pokazatelje, već i na međuljudske odnose i satisfakciju zaposlenih. Ističe se da se efektivnost lidera umnogome zasniva na razvijenosti strategijskog menadžmenta u preduzeću. Razlog je taj što se filozofske osnove liderstva i strategijskog menadžmenta slažu i prepliću. Naime, lideri se ne mire sa postojećim stanjem stvari i stalno traže puteve da se poboljšaju performanse. Isto tako, strategijski menadžment ima za svrhu promenu sadašnje pozicije preduzeća u pravcu vizije.

U četvrtoj glavi, prof. Milisavljević bavi se pitanjem odnosa liderstva i kulture preduzeća. Ovde se zagovara ideja da je za uspeh neophodna kompatibilnost strategije i kulture. Isto tako, ističe se razlika između lidera koji održavaju i koji nastoje da menjaju kulturu preduzeća. Onaj lider koji čuva kulturu vrši inkrementalne promene u strategiji i ovakve promene samo afirmišu postojeće vrednosti koje podražavaju postojeću strategiju. Nasuprot njima, transformacioni lideri zagovaraju nove strategije i značajne promene u kulturi. Peta glava monografije posvećena je vezi liderstva i promena. Ova veza je direktna: liderstvo je proces koji pokreće članove organizacije na promene. Lider pokreće svoje sledbenike zato što nije sposoban da promene izvrši samostalno. Uostalom, veliki lideri ne bi postali veliki da su se držali statusa quo. U šestoj glavi monografije ističe se nova uloga lidera - uloga kreatora organizacije koja uči. Učenje je preduslov formiranja „ljudskog kapitala“ koji se smatra najbitnijim faktorom konkurentne prednosti. Lideri su ti koji u ovom procesu omogućavaju podršku učenju, zatim omogućavaju integraciju znanja naučenog u različitim delovima organizacije i, na kraju, integrišu postojeće i novo znanje u politici i praksi organizacije.

Sedma glava bavi se tipovima liderstva. Ovde se, najpre, iznose tipovi liderstva koji se često obrađuju u relevantnoj literaturi, kao što su superliderstvo, koncept lidera kao učitelja, koliderstvo, liderstvo koje služi, političko liderstvo, timsko liderstvo, simbolično liderstvo, itd. Naročita pažnja se posvećuje odnosu strategijskog, vizionarskog, globalnog i etičnog liderstva. Strategijsko liderstvo je sposobnost da se anticipira i sagleda održiva fleksibilnost, razmišlja strategijski i radi sa drugima da se iniciraju promene koje će dovesti do vitalne budućnosti preduzeća. Vizionarsko liderstvo je sposobnost da se stvori i primeni imidž koji objašnjava šta organizacija želi da postigne i sposobnost da se stvori sistem koji će omogućiti da vizija postane realnost. Danas se sve više naglašava potreba za globalnim liderstvom. Kao globalni lideri ističu se oni koji prevazilaze barijere u jeziku, kulturi, kao i barijere postavljene nacional-

nim granicama. Etičko liderstvo je demonstracija odgovarajućeg ponašanja putem lične akcije i interpersonalnih odnosa i unapređenje takvog ponašanja prema sledbenicima putem dvosmernog komuniciranja. Kada se govori o liderstvu neizbežno se pominje harizmatičko liderstvo. Harizmatičko liderstvo se vezuje za lidera koji ima harizmu, kao pozitivan i privlačan kvalitet ličnosti, što čini da sledbenici žele da budu vođeni od te ličnosti. U tom smislu, sledbenici gaje svojevrsnu emocionalnu privrženost lideru. Na kraju ove glave, profesor Milisavljević nas upoznaje i sa tipom transformacionog liderstva. Reč je o procesu koji menja i transformiše preduzeće, a koji vodi do superiornih performansi preduzeća. Transformacioni lideri su sposobni da se suoče sa neizvesnošću zbivanja u opštem i konkurentskom, pa i internom okruženju.

U poslednjoj, osmoj glavi, autor se bavi većito izazovnim odnosom menadžmenta i liderstva. U literaturi se često ističe da je menadžment obavljanje nečega za šta smo zaduženi, a liderstvo je usmeravanje buduće aktivnosti preduzeća. Osim toga, ističe se i da se menadžeri bave efikasnošću, odnosno da obavljaju stvari na pravi način, a da se lideri bave efektivnošću, odnosno da rade prave stvari. Ovo je komplementarno sa idejom da je lider kreator misije i strategije, a menadžer je onaj čija je dužnost implementacija kreirane strategije. Na drugoj strani, postoje sasvim legitimna razmišljanja da ne treba ići putem stereotipa i praviti podele na menadžere i lidere. Neke ličnosti mogu biti lideri, a da nisu menadžeri i takav je slučaj sa neformalnim liderima. Opet, poznato je da menadžeri mogu biti i nedovoljno sposobni da (liderski) vode saradnike. Profesor Milisavljević pregled shvatanja odnosa menadžera i lidera dopunjuje stavom da bi se najpre moglo reći da su menadžeri u strategijskim izborima više orijentisani na inkrementalne promene, a lideri na drastičnije promene. Na samom kraju monografije, autor govori o liderstvu upravnog odbora, top menadžment tima i generalnog direktora. Povećano liderstvo upravnog odbora se ispoljava u definisanju dugog roka, raspravi o finansijskoj odgovornosti prema vlasnicima, raspravi o strategiji koja vodi uvećanju vrednosti i raspravi o razvoju ljudskih resursa i stvaranju novih lidera. Ideja o liderstvu top menadžment tima posledica je zaključaka da top menadžment tim, pre nego jedna ličnost na čelu preduzeća ima najveći uticaj na funkcionisanje preduzeća. Sa druge strane, istraživanja su pokazala da u SAD generalni direktori imaju veći uticaj na performanse svojih preduzeća, nego što to imaju generalni direktori u Nemačkoj i Japanu. Razlozi uglavnom leže u nacionalnim vrednostima i vlasničkoj strukturi preduzeća. U svakom slučaju, ističe se potreba za pravljenjem planova stvaranja budućih lidera. Na ovom mestu, preporučuje se da upravni odbor treba da koristi sledeće kriterijume kada bira generalnog direktora: balans strategijske vizije i operativne aktivnosti, sposobnost liderstva i stvaranja timova, dobre procene i pažljivo prihvatanje rizika, dobro poznavanje finansijska, menadžersko iskustvo, eksterni fokus, poverenje, sposobnost komuniciranja, vrednosti, sposobnost da se bavi promenama i znanje tehnologije.

Opšte je zapažanje da je u pisanju monografije konsultovana relevantna novija, ali i starija literatura iz oblasti liderstva (ako se starijom može navesti literatura iz poslednje decenije prošlog veka). „Tvrde“ informacije iz pomenutih izvora kombinovane sa „mekim“ informacijama koje je autor dobijao po osnovu ličnih kontakata sa nekim profesorima koji predaju liderstvo na poslovnim školama u SAD, stvorili su sjajnu građu za jedno kompletno, dovoljno detaljno, a po jeziku razumljivo delo. Od ovoga će prevashodno imati koristi studenti poslovnih škola na redovnim, master i doktorskim studijama.

Nemoguće je ne primetiti da se čitanjem monografije oseća autorova širina u istraživačkom delanju (strategijski menadžment, osnove marketinga, strategijski marketing). Od ovakve sinergije u istraživanju, sinergetske koristi mogu imati svi čitaoci koji se zanimaju ne samo za fenomen liderstva, već i za fenomene menadžmenta, strategijskog menadžmenta i marketinga. U tom smislu, za ovakvo štivo treba da budemo zahvalni profesoru Milisavljeviću. Ne po prvi put.

Đorđe Kaličanin, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

REALNI I
FINANSIJSKI
SEKTOR
U USLOVIMA
EKONOMSKE
KRIZE

NIŠKO
SAVETOVANJE
EKONOMISTA
SRBIJE

- INVESTIRANJE
- KONKURENTNOST
- POSTPRIVATIZACIONI PROBLEMI

PROGRAM

12. 06.2009: PLENARNA RASPRAVA

SVEČANA SALA REGIONALNE PRIVREDNE KOMORE NIŠ

PANEL 1 REALNI SEKTOR U USLOVIMA KRIZE

PANEL 2 FINANSIJSKA TRŽIŠTA I SVETSKA EKONOMSKA KRIZA

PANEL 3 EKONOMSKI RAZVOJ JUGOISTOČNE SRBIJE U
USLOVIMA KRIZE



Agrobanka

PB AGROBANKA AD
BEOGRAD, SREMSKA 3-5
TEL: 011/637-622
FAX: 011/3281-408
www.agrobanka.rs

ALPHA BANK



ALPHA BANK SRBIJA
BEOGRAD, KRALJA MILANA 11
TEL: 011/3240-248
FAX: 011/3240-248
www.alphabankserbia.com



BANCA INTESA AD BEOGRAD
NOVI BEOGRAD, MILENTIJA POPOVIĆA 7B
TEL: 011/2011-200
FAX: 011/2011-207
www.bancaintesabeograd.com



BEOGRADSKA BERZA
BELGRADE STOCK EXCHANGE
BEOGRADSKA BERZA
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 1
TEL: 011/3221-599
FAX: 011/138-242
www.belex.rs



**BERLIN-CHEMIE
MENARINI**
BERLIN-CHEMIE, PREDSTAVNIŠTVO SRBIJA
BEOGRAD, PRILEPSKA 1
TEL: 011/3657-098
FAX: 011/3657-101



Centralni registar
depo i kliring hartija od vrednosti
CENTRALNI REGISTAR
BEOGRAD, TRG NIKOLE PAŠIĆA 5
TEL: 011/3331-380
FAX: 011/3202-329
www.crhov.rs

DELTA HOLDING

DELTA HOLDING
NOVI BEOGRAD, MILENTIJA POPOVIĆA 7b
TEL: 011/2011-110, 2011-100
FAX: 011/2011-111
www.deltaholding.rs



ELEKTRODISTRIBUCIJA
BEOGRAD, MASARIKOVA 1-3
TEL: 011/3618-850
FAX: 011/3616-641
www.edb.rs



ELEKTROPRIVREDA SRBIJE
BEOGRAD, CARICE MILICE 2
TEL: 011/2628-622
FAX: 011/2623-984
www.eps.rs



ENERGY FINANCING TEAM DOO
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 10B/II
TEL: 011/301-1021
FAX: 011/301-1020
www.eft-group.net



EPOKSAN
ČAČAK, GRADSKO ŠETALIŠTE BB
TEL: 032/227-744
FAX: 032/345-740



ERSTE BANK
NOVI SAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 3
TEL: 021/527-733
FAX: 021/529-507
www.erstebank.rs



Eurobank EFG

EUROBANK EFG
BEOGRAD, KOLARČEVA 3
TEL: 011/206-5816
FAX: 011/302-8952
www.eurobankefg.rs



BEOGRADSKE ELEKTRANE
NOVI BEOGRAD
OMLADINSKIH BRIGADA 1
www.beoelektrane.rs



**FAKULTET ZA EKONOMIJU
I INŽENJERSKI MENADŽMENT**
NOVI SAD
SIME MILUTINOVIĆA SARAJLIJE 32
Tel: 021/400-499
Fax: 021/469-518
www.fimek.edu.rs



FAKULTET ZA MENADŽMENT
ZAJEČAR, PARK ŠUMA "KRALJEVICA" BB
TEL: 019/430-800
www.fmz.edu.yu



**GALEB
GROUP**
GALEB GROUP
ŠABAC, POCERSKA 111
TEL: 015/367-700
FAX: 015/367-788
www.galeb.com



Galenika s.d.
GALENIKA AD
ZEMUN, BATAJNIČKI DRUM BB
TEL: 011/3020-760
FAX: 011/3370-179
www.galenika.rs



GRADSKЕ PIJACE
BEOGRAD, ŽIVKA KARABIBEROVIĆA 3
TEL: 011/3806-680
www.bgpijace.rs



BANK
HYPO ALPE ADRIA BANK AD
BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 6
TEL: 011/222-67-13
FAX: 011/222-67-98
www.hypo-alpe-adria.rs



ITM GROUP
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 86
TEL: 011/31-07-400
FAX: 011/3107-492
www.itm.rs



JUGOREGISTAR
11070 NOVI BEOGRAD
NARODNIH HEROJA 30
TEL: 011/2607-080
FAX: 011/3192-041

KANCELARIJA ZA EVROPSKE POSLOVE
IZVRŠNO VEĆE AP VOJVODINE
NOVI SAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 16
TEL: 021/483-0673
FAX: 021/483-0630
www.kep.rs



**KOMERCIJALNA BANKA AD
BEOGRAD**
KOMERCIJALNA BANKA AD
BEOGRAD, SVETOG SAVE 14
TEL: 011/3080-100
FAX: 011/3440-033
www.kombank.com



**Komisija za
hartije od vrednosti**
KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 1
TEL: 011/3115-118
FAX: 011/137-924
www.sec.sr.gov.yu



M&V INVESTMENTS
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 115D
TEL: 011/3530 900
FAX: 011/3116 772
www.mvi.rs



**MEĐUNARODNI CENTAR ZA RAZVOJ
FINANSIJSKOG TRŽIŠTA DOO**
BEOGRAD, NEBOJŠINA 12
TEL: 011/3085-780
FAX: 011/3085-782
www.mcentar.rs



METEOR
METEOR SN BIRO EXPORT IMPORT
BEOGRAD, PROLETERSKE SOLIDARNOSTI 34
TEL: 011/3016-211
FAX: 011/3016-211
www.meteor.co.yu



NACIONALNA SLUŽBA ZA ZAPOSŁJAVANJE
BEOGRAD, KRALJA MILUTINA 8
TEL: 011/3307-900
FAX: 011/3307-980
www.nsz.sr.gov.yu



NELT CO
BEOGRAD, KARADORDEVA 65
TEL: 011/2071-231
FAX: 011/2071-221
www.nelt.com



NAFTNA INDUSTRIJA SRBIJE
NIS NAFTNA INDUSTRIJA SRBIJE
NOVI SAD, NARODNOG FRONTA 12
TEL: 021/4813-795
FAX: 021/4814-339
www.nis.rs



NLB BANK
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 165/V
TEL: 011/2225-100
FAX: 011/2225-101
www.lhb.co.yu



PRIVREDNA KOMORA BEOGRADA
BEOGRAD, KNEZA MILOŠA 12
TEL: 011/2641-355
FAX: 011/2642-029
www.kombeg.org.rs



**PUPIN
TELECOM AD**
DKTS d.o.o.
PUPIN TELEKOM DKTS
ZEMUN, BATAJNIČKI PUT 23
TEL: 011/2194-469
FAX: 011/2194-469
www.pupintelecom.co.rs



PTT SAOBRAĆAJA „SRBIJA“
BEOGRAD, TAKOVSKA 2
TEL: 011/3022-000
FAX: 011/3229-911
www.posta.rs



RAIFFEISENBANK AD
NOVI BEOGRAD, BULEVAR AVNOJ-A 64A
TEL: 011/3202-100
FAX: 011/2207-080
www.raiffeisenbank.rs



Република Србија
Министарство Финансија
УПРАВА ЦАРИНА
**REPUBLIKA SRBIJA MINISTARSTVO FINANSIJA
-UPRAVA CARINA**
NOVI BEOGRAD, BULEVAR AVNOJ-A 155A
TEL: 011/2696-523
FAX: 011/2690-531
www.fcs.yu

KOLEKTIVNI ČLANOVI SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE



SOCIETE GENERALE SRBIJA
NOVI BEOGRAD, VLADIMIRA POPOVIĆA 6
TEL: 011/3011-400
FAX: 011/3113-752
www.socgenyu.com

ČLANOVI GRUPE DROGA KOLINSKA

DROGA KOLINSKA



GRAND PROM AD
BEOGRAD, SURČINSKA 6A
TEL: 011/2205-000
FAX : 011/2205-011
www.grandkafa.rs



SOKO ŠTARK
BEOGRAD, KUMODRAŠKA 249
TEL: 011/3956-024
FAX : 011/3972-989
www.sokostark.co.yu



SRBIJAŠUME
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 113
TEL: 011/3115-038
www.srbijasume.rs



SU-PORT Ltd, JAT AIRWAYS SYSTEM
BEOGRAD, AERODROM NIKOLA TESLA
TEL: 011/311-38-72
FAX: 011/214-66-84
www.su-port.com



UDRUŽENJE BANAKA SRBIJE
BEOGRAD, BULEVAR KRALJA
ALEKSANDRA 86/II
TEL: 011/3020-760
FAX: 011/3370-179
www.ubs-asb.com



UNICREDIT BANK
BEOGRAD, RAJIĆEVA 27-29
TEL: 011/3240-505
FAX: 011/3342-200
www.unicreditbank.rs



UNIVERZAL BANKA AD
BEOGRAD, FRANCUSKA BB
TEL: 011/3022-801
011/3343-017
www.ubbad.rs



**UNIVERZITET U BEOGRADU
EKONOMSKI FAKULTET**
BEOGRAD, KAMENIČKA 6
011/3021-240
011/2639-560
www.ekof.bg.ac.yu



VIŠA POSLOVNA ŠKOLA NOVI SAD
NOVI SAD, VLADIMIRA PERIĆA VALTERA 4
TEL: 021/450-101
FAX: 021/334-055
www.vps.ns.ac.yu



ZAVOD ZA URBANIZAM
NOVI SAD, BULEVAR CARA LAZARA 3/III
TEL: 021/459-144
FAX: 021/455-395
www.nsurbanizam.co.yu



ŽITOSTREM AD
INĐIJA, VOJVODE PUTNIKA 2
TEL: 022/561-152
FAX: 022/551-215

ZA SVAKI SLUČAJ

jedina voda sa **prirodnim jodom**
za bolju koncentraciju

U toku dana nivo koncentracije kod svakog čoveka opada, što dovodi do pravljenja sasvim nepotrebnih grešaka. Vaša koncentracija, u većini slučajeva, zavisi od nivoa joda u organizmu.

Zato negazirana voda Minaqua Life, bogata prirodno rastvorenim jodom, jača vašu mentalnu sposobnost i obezbeđuje bolju koncentraciju.

Svaki treći
čitalac već na
5. strani ne zna
šta je čitao na
prethodne tri.





SKRAĆUJEMO RAZDALJINE, POVEZUJEMO LJUDE
I ULEPŠAVAMO IM ŽIVOT



IKARBUS AD

Fabrika autobusa i specijalnih vozila

Autoput 24, 11080 Beograd, Srbija

Tel:+381 11 314 90 93

Fax:+381 11 314 90 94

ikarbus@eunet.yu

www.ikarbus.rs