

II MAKROEKONOMSKE POLITIKE I REFORMA JAVNOG SEKTORA

FISKALNA I MONETARNA POLITIKA U FUNKCIJI PRIVREDNOG RASTA

REZIME

Makroekonomska politika treba da obezbedi srednjoročno održivu i kredibilnu ekonomsku stabilnost u Srbiji i na taj način stvori ambijent za brzi privredni rast. Kredibilnost i održivost politika se značajno povećava ako su one regulisane pravilima koja su zakonski obavezujuća.

U slučaju monetarne politike, Zakon o NBS obavezuje centralnu banku da kontroliše inflaciju što je pretočeno u monetarni režim ciljanja inflacije i rezultirajućeg fleksibilnog kursa. Mislimo da ovaj režim treba zadržati jer će podržati neophodno restruktuiranje privrede Srbije od uvoza i potrošnje ka izvozu i investicijama.

Kod fiskalne politike takođe predlažemo uvođenje, zakonom definisanih pravila. Ona treba, u prelaznom roku do 2015, da obezbede kredibilno fiskalno prilagođavanje: smanjenje sadašnjeg visokog budžetskog deficita i kontrolu javnog duga, da bi se nakon toga uvela stalna pravila koja bi u skladu sa standardima Evropske unije dala zakonski okvir prudentnoj fiskalnoj politici.

Pored stvaranja opšteg ambijenta za brzi privredni rast preko rasta štednje i investicija – domaćih i stranih, predložene makroekonomske politike treba i da podrže neophodno restruktuiranje privrede Srbije u cilju bržeg privrednog rasta.

Srednjoročno fiskalno prilagođavanje privrede Srbije, pored značajnog smanjenja deficita, treba da ostvari i rekompoziciju javnih rashoda tako što će se relativno smanjiti tekuća potrošnja a povećati javne investicije. Stoga se predviđa relativno sporiji rast plata u javnom sektoru i penzija, kao glavnih komponenti tekuće javne potrošnje, što bi vodilo neophodnom relativnom smanjenju ukupne potrošnje. S druge strane, povećanje kapitalnih izdataka države vodi povećanju državne štednje za njihovo (delimično) pokrivanje, pa tako i ukupne štednje, a sa druge strane i do povećanja ukupnih investicija.

Fleksibilan kurs je već sada preko značajne depresijacije dinara doveo do smanjenja realnih plata i ostalih dohodaka, te je na taj način uticao na neophodno smanjenje potrošnje. S druge strane depresijacija je spustila realni kurs dinara na prihvatljiv nivo, te će on kao relativna cena nerazmenjivih u odnosu na razmenjiva dobra, dati dobar signal i podsticaj investitorima da se okrenu razmenjivom sektoru. Povećana proizvodnja razmenjivih dobara dovešće do rasta izvoza i delimičnog istiskivanja uvoznih proizvoda sa domaćeg tržišta. Sve prethod-

no, uključujući i fiskalno prilagođavanje, treba da dovede do smanjivanja velike spoljnoekonomske neravnoteže.

Kratkoročno posmatrano, pokazuje se da bi fiskalni stimulans preko povećanja tekuće javne potrošnje (rasta plata i penzija) bio kontraproduktivan u Srbiji, odnosno da državne investicije daju efektivan podsticaj oporavku proizvodnje, te da se na njih treba osloniti. Istovremeno već sada treba početi sa srednjoročnim smanjivanjem budžetskog deficita. Ovo će omogućiti NBS da ne pribegava monetarnom zatezanju i da drži niske (realne) kamatne stope i tako podrži oporavak privrede.

I. FISKALNA POLITIKA I PRIVREDNI RAST U SRBIJI

1. DA LI POSTOJI PROSTOR I ARGUMENT ZA KRATKOROČNI FISKALNI PODSTICAJ U SRBIJI: 2010–2012?

Aktuelna je dilema ekonomske politike u Srbiji: da li privrednu aktivnost sada (kad je značajno ispod svog potencijalnog nivoa) treba stimulisati povećanjem javne potrošnje, ili pak odmah treba početi sa srednjoročnim smanjenjem javnih izdataka i deficita. Iako je ovo pitanje, uz pomoć Međunarodnog monetarnog fonda (MMF-a), privremeno rešeno u korist srednjoročnog prilagođavanja, verovatno će se ono ponovo postaviti u predizbornoj 2011. godini. Stoga je relevantno da se razmotre razlozi za i protiv fiskalnog podsticaja putem povećanja javnih rashoda.

Izneta dilema aktuelna je i u razvijenim zemljama i, pored podeljenih mišljenja analitičara, većina vlada odustaje od fiskalnog podsticaja i okreće se smanjivanju deficita. Na globalnom planu, MMF takođe sada daje primat srednjoročnom fiskalnom prilagođavanju. Za Srbiju su, međutim, prvenstveno važni argumenti i rezultati empirijskih ispitivanja koji se odnose na zemlje u razvoju (*emerging markets*).

Tri aspekta su važna kada se razmatra uvođenje fiskalnog podsticaja u Srbiji, kao i u drugim zemljama u razvoju. Prvi je, i verovatno najvažniji, koliki je kvantitativni efekat povećanja javnih rashoda na obim proizvodnje, tj. koliki je fiskalni multiplikator. Drugi aspekt je, kakve su mogućnosti da se i u sledećih nekoliko godina finansira visoki fiskalni deficit izazvan povećanjem javne potrošnje (fiskalnim stimulansom)? Najzad, treći, da li dug zemlje, nastao usled visokih budžetskih deficita, može da izazove krizu i pri nižim nivoima kod zemalja koje su često prolazile kroz dužničke krize i inflaciju (*debt intolerance*).

Da li je uticaj povećanja javne potrošnje na proizvodnju značajan: veličina fiskalnog multiplikatora

Nedavna ekstenzivna empirijska studija o fiskalnim multiplikatorima u zemljama u razvoju (*emerging markets*), kao i u razvijenim zemljama¹¹, pruža dobru osnovu da se oceni koliki bi bio uticaj eventualnog povećanja tekuće javne potrošnje na rast privredne aktivnosti u Srbiji.

Prvi rezultat studije, relevantan za Srbiju, jeste taj da zemlje u razvoju u odnosu na razvijene zemlje imaju multiplikatore koji su manji i kraćeg veka trajanja (manje postoja- ni). Tako neposredan efekat (*impact*) – tokom prvog kvartala, povećanja rashoda za, na primer, \$1 iznosi \$0,20 u razvijenim zemljama, dok u zemljama u razvoju smanjuje pro- zvodnju za \$0,19. S druge strane, ukupni efekat na proizvodnju – dugoročni, kumulativni multiplikator, u razvijenim zemljama je ocenjen na 0,85, a u zemljama u razvoju na 0,37. Znači, kada se uzme u obzir ukupni efekat fiskalne ekspanzije od \$1, BDP će se uvećati za samo \$0,37 u zemljama u razvoju, tj. značajno manje od povećanja javne potrošnje. Implikacija ovog rezultata jeste da bi povećanje javne potrošnje od \$1 dovelo do smanji- vanja neke od ostalih komponenti BDP-a (investicija, potrošnje ili neto izvoza) za \$0,63. Još preciznije, dobijena ocena sugerije da fiskalni stimulans u zemljama u razvoju dovodi do znatnog istiskivanja privatnog sektora.

Na veličinu fiskalnog multiplikatora utiče i režim deviznog kursa – standardni Mundell- Flemingov model sugerije da je fiskalna politika efektivnija u stimulanju proizvodnje kada imamo fiksni devizni kurs. Rezultati citirane studije podržavaju prethodno. Naime, kada su sve zemlje u uzorku podeljene, bez obzira na stepen razvijenosti, na one sa fik- snim i one s više ili manje fleksibilnim režimom kursa – dobija se značajna razlika u veli- čini fiskalnog multiplikatora. Ocena dugoročnog, kumulativnog multiplikatora u slučaju fiksnog kursa je 1,6 - dok se ona za (više ili manje) fleksibilne režime ne razlikuje značajno od nule. Srbija ima relativno fleksibilan režim deviznog kursa, te spada u ovu drugu kate- goriju za koju je ocenjeno da fiskalni podsticaj praktično nema efekta.

Privrede koje su otvorenije, tj. više izložene međunarodnoj razmeni trebalo bi da imaju manji fiskalni multiplikator. Jednostavni kejnzijanski model ukazuje na to pokazujući da će se deo povećane tražnje izazvane fiskalnim stimulansom preliti na uvoz, a ne na pod- sticaj domaće proizvodnje. Deo koji se prelijeva na uvoz (uvozni multiplikator) veći je kod otvorenih privreda. Za potrebe empirijskog ispitivanja, kao „otvorene ekonomije“ uze- te su one koje imaju udeo spoljne trgovine (uvoz plus izvoz) preko 60% BDP-a, a ispod toga kao „zatvorene“. Opet je dobijena značajna razlika u veličini fiskalnih multiplikatora za ove dve grupe zemalja: duguročni, ukupni multiplikator kod „zatvorenih“ ekonomija ocenjen je na 1,6 – a kod „otvorenih“ opet nula. Srbija, sa udelom spoljne trgovine od preko 70% BDP-a, pripada „otvorenim ekonomijama“, te se i po ovom osnovu može oče- kivati da ima veoma mali multiplikator.

11 Ilzetzki, Mendoza and Vegh (2009) i (2010).

Efekat fiskalnog stimulansa kod zemalja u razvoju može da se smanji ako te zemlje imaju visok (spoljni) dug. Naime, povećanje javne potrošnje i rezultirajući rast deficita dovode do povećanja ionako značajnog spoljnog duga, što izaziva zebnju kod kreditora i stoga povećava finansijske troškove zaduživanja (kamatne stope). Rast kamatnih stopa sa svoje strane utiče na kočenje privredne aktivnosti i tako smanjuje efekat fiskalne ekspanzije na povećanje proizvodnje. Empirijska ispitivanja za zemlje u razvoju podržavaju prethodno. One su podeljene na visoko zadužene zemlje sa spoljnim dugom preko 50% BDP-a, i zemlje sa malim dugom, tj. ispod 50% BDP-a. Kod visoko zaduženih zemalja u razvoju fiskalni stimulanis ima značajan pozitivan efekat na proizvodnju u prvih četiri kvartala, da bi nakon toga postao negativan, sa ukupnim efektom opet oko nule¹². I u ovom slučaju imamo značajnu poruku za Srbiju, koja sa spoljnim dugom od preko 70% BDP-a spada u visoko zadužene zemlje u razvoju.

S druge strane izgleda da javne investicije imaju značajniji uticaj na porast proizvodnje u zemljama u razvoju nego u razvijenim privredama. Tako je ocenjeno da u zemljama u razvoju porast javnih investicija od \$1 dovodi do porasta proizvodnje od \$0,6 u prvom kvartalu („trenutni multiplikator“) a na srednji rok taj porast iznosi oko \$1. Ovo je veoma različito od efekta koji ima rast tekuće javne potrošnje na povećanje proizvodnje: -0,19 u prvom kvartalu i 0,37 kumulativno. Stoga zemlje u razvoju ako već žele da stimulišu privrednu aktivnost - to treba da čine preko povećanja javnih investicija a ne tekuće javne potrošnje. Upravo je to put koji i Srbija treba da prati, tj. da na srednji rok koči rast tekuće javne potrošnje, a da eventualno stimulisavanje proizvodnje obavlja preko bržeg rasta javnih investicija.

Iako prethodne ocene fiskalnih multiplikatora treba uzimati sa oprezom, one ipak nedvosmisleno ukazuju na veoma ograničene domete efekta fiskalnih podsticaja u privredi kakva je srpska. Naime, u zemlji u razvoju, otvorene privrede, sa visokim spoljnim dugom i sa relativno fleksibilnim deviznim kursom - povećanje tekuće javne potrošnje ima minimalan efekat na rast proizvodnje. S druge strane, povećanje javnih investicija može da ima značajniji efekat.

PROSTOR ZA PRIMENU FISKALNOG STIMULANSA

Prostor za finansiranje povećanog fiskalnog deficita izazvanog eventualnim fiskalnim podsticajem – veoma je ograničen. Srbija će najmanje tri godine zaredom (2009–2011) da beleži visoke fiskalne deficite od 4% do 5% BDP-a, čak iako otpočne sa srednjoročnim fiskalnim prilagođavanjem. Ako bi pak povećavala javnu potrošnju radi stimulisavanja proizvodnje, visoki deficiti bi se produžili za još nekoliko godina. Prethodno se dešava i dešavaće se u globalnom ambijentu gde većina država ima visoke budžetske deficite, što

12 Ilzetzki, Mendoza and Vegh (2009).

vrši veliki pritisak na potencijalne izvore za njihovo finansiranje. Rezultat je istiskivanje državnog finansiranja na međunarodnom nivou, a to dalje znači da finansiranje budžetskih deficita neće biti niti lako, niti jeftino. Nedavno upozorenje stiglo je sa domaćeg finansijskog tržišta, kada je uglavnom propao pokušaj države da proda svoje dvanaestomesečne obveznice. Sledi da će finansiranje deficita u Srbiji biti teško čak i u slučaju kada se ne poseže za dodatnim povećanjem tekuće javne potrošnje, te da je prostor za finansiranje dodatnog fiskalnog podsticaja veoma ograničen.

Visok stepen zaduženosti Srbije predstavlja značajno ograničenje za primenu fiskalnog podsticaja, jer bi dalje povećanje duga moglo lako dovesti do dužničke krize. Javni dug Srbije sada nije preteran – oko 35% BDP-a, ali se on u protekle dve godine veoma brzo uvećavao, i bez fiskalnog podsticaja će nastaviti brzo da raste zbog značajnih deficita u sledećih nekoliko godina. Prethodnom nivou javnog duga treba dodati i znatno buduće povećanje obaveza države po osnovu restitucije. Uz to, u doba krize često na površinu isplivaju skrivene obaveze države (razne garancije države koje se aktiviraju i sl.), pa se i po tom osnovu dug može dodatno povećati. Najzad, kriza često dovodi do toga da država preuzima delove privatnog duga, a veličina tog duga u Srbiji je znatna. Sve prethodno ukazuje na to da obim javnog duga može uskoro da postane problem u Srbiji.

Postoji još jedan kritičniji kanal – preko koga porast javnog duga može da dovede do krize duga i finansijske krize u Srbiji – a to je rezultirajući porast spoljnog duga. Jer, finansiranje budućih fiskalnih deficita najvećim delom će se vršiti preko spoljnog zaduživanja, što će direktno dovesti do porasta spoljnog duga. S druge strane, spoljni dug Srbije je već sada visok – preko 70% BDP-a. Iskustva zemalja u razvoju, tj. zemalja sa srednjim nivoom dohotka kakva je Srbija, ukazuju da spoljni dug od preko 60% BDP-a postaje kritično visok, tj. da može dovesti do dužničke krize: prestanka plaćanja ili restrukturiranja duga.

Tabela 1 upravo potvrđuje prethodno, prikazujući distribuciju prestanka plaćanja ili restrukturiranja duga pri različitim nivoima odnosa spoljnog duga i BDP-a kod zemalja na srednjem nivou dohotka.

Tabela 1. Spoljni dug u trenutku izbijanja krize: Raspodela frekvencija, 1970-2008.

Spoljni dug % BDP-a, u prvoj godini prestanka plaćanja ili reprogramiranja	Procenat od ukupnog broja prestanka plaćanja ili reprogramiranja u srednje razvijenim zemljama
Ispod 40%	19,4%
41% do 60%	32,3
61% do 80%	16,1
81% do 100%	16,1
Preko 100%	16,1

Izvor: Reinhart and Rogoff (2009). *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

Izneta rezultati upućuju na nekoliko zaključaka. Vidimo da je u preko 50% (51,7%) slučajeva kriza izbila kada je spoljni dug bio do 60% BDP-a, pa otuda i prethodno izneta kritična vrednost spoljnog duga. U slučaju veličine duga od 80% BDP-a, koji bi Srbija sa fiskalnim podsticajem verovatno dostigla, dužnička kriza je izbila u skoro 70% slučajeva (67,8%). Važan je, međutim, još jedan rezultat, a to je da je u skoro 20% slučajeva kriza izbila na relativno niskom nivou duga od ispod 40% BDP-a. To ukazuje da su neke zemlje veoma ranjive kada je u pitanju spoljni dug (*debt intolerance*), odnosno da se spoljni kreditori povlače u slučaju pojedinih zemalja i na relativno niskim nivoima zaduženosti. Ovo su po pravilu zemlje koje imaju bogatu istoriju prestanka plaćanja ili restrukturiranja spoljnog duga, odnosno „brisanja“ inflacijom unutrašnjeg duga u domaćoj valuti. Značajna je stoga poruka koju pružaju podaci iz Tabele 1 – da dužnička kriza u srednje razvijenim zemljama, kakva je Srbija, može da izbije i pri umerenom nivou spoljnog duga ako prethodna istorija zemlje u pogledu plaćanja dugova i inflacije nije dobra i ako je kao takvu ocene strani kreditori. Sve ovo zajedno značajno sužava prostor za fiskalni stimulans kod srednje razvijenih zemalja sa tržištima u nastajanju. Interesantno je ukazati na to da su ovi zaključci konzistentni sa iznetim empirijskim rezultatima koji pokazuju da je efekat fiskalnog stimulanasa mali u visoko (spoljni dug preko 50% BDP-a) zaduženim zemljama u razvoju.

FISKALNO PRILAGOĐAVANJE I PRIVREDNI RAST U SRBIJI

U prethodnoj sekciji je pokazano da kratkoročni fiskalni podsticaj praktično ne bi imao uticaj na stimulisanje proizvodnje s jedne strane, i da je, s druge strane, prostor za njegovo uvođenje i finansiranje veoma ograničen. Ovo sugerise da Srbija treba odmah da počne sa kredibilnim srednjoročnim fiskalnim prilagođavanjem, tj. smanjivanjem fiskalnog deficita pre svega (relativnim) smanjivanjem tekuće javne potrošnje. Ovo prilagođavanje je jedna od ključnih poluga koju Vlada ima na raspolaganju da obezbedi prihvatljiv nivo srednjoročnog rasta.

Postoje empirijski rezultati koji dovode u vezu fiskalnu poziciju države i privredni rast. Tako se pokazuje da visok spoljni dug: preko 60% BDP-a, u zemljama u razvoju dovodi u proseku do snižavanja srednjoročne (potencijalne) stope rasta za dva procentna poena¹³. Izneli smo da Srbija već ima spoljni dug preko 70% BDP-a, i da će finansiranje fiskalnog deficita u narednim godinama verovatno taj dug još više podići. Sledi da Srbiji po ovom osnovu pretil opasnost da smanji svoju potencijalnu srednjoročnu stopu rasta. Jedno drugo istraživanje rađeno na uzorku evropskih tranzicionih zemalja¹⁴ pokazalo je da potencijalni rast ovih ekonomija može da se smanji usled nižeg priliva kapitala i loše fiskalne pozicije nakon krize. Srbija bi na osnovu ovog istraživanja, grubo gledajući, mogla da

13 Vidi Reinhart and Rogoff (2010).

14 IMF, Regional Economic Outlook: Europe, October, 2009, Box 5, str. 35-6.

izgubi oko dva procentna poena od svoje potencijalne stope rasta nakon krize. Pritom nešto veći ponder ima buduća fiskalna pozicija, konkretno veličina javnog duga, nego što je ponder smanjenom prilivu kapitala. Oba prethodna ispitivanja ukazuju na opasnost da očekivani privredni rast padne sa 5 do 6% na 3 do 4%, što je za Srbiju neodrživo.

Fiskalna pozicija zemlje utiče na potencijalnu stopu privrednog rasta preko obezbeđivanja održive i kredibilne makroekonomske stabilnosti. Visoki fiskalni deficiti i rastući javni i spoljni dug dovode do povećanja rizika zemlje i pogoršavanje njenog kreditnog rejtinga. Posledica toga su više kamatne stope na zaduživanje države i privatnog sektora, što sa svoje strane smanjuje investicije a time i privredni rast. Veći rizik zemlje, zbog potencijalne makroekonomske nestabilnosti, takođe odbija strane direktne investicije i smanjuje domaće. S druge strane, smanjenje srednjoročne stope privrednog rasta čini fiskalno prilagođavanje još težim, jer se poreski prihodi smanjuju dok su javni izdaci uglavnom neelastični na obim proizvodnje. Rizik Srbije, komparativno posmatran u okviru evropskih tranzicionih zemalja - relativno je veliki. Poređenja spread-a na obveznice za period 2006 - 2009.¹⁵ ukazuju da je Srbija u skupu od 12 tranzicionih zemalja, uglavnom članica EU, na jedanaestom mestu, samo ispred Ukrajine. Srbija je rizičnija od npr. Bugarske, Rumunije, Hrvatske, tokom celog perioda, pa čak i od Baltičkih zemalja tokom krize – Letonija, zemlja u najvećoj krizi, se jedino približila Srbiji. Ovo jasno ukazuje da Srbija mora, da bi stekla kredibilnost, da vodi izuzetno konzervativnu makroekonomsku politiku, a to podrazumeva značajno smanjenje budžetskog deficita i javne potrošnje na srednji rok. To je jedini način da se dobije poverenje stranih, a i domaćih investitora, obezbede umerene kamatne stope i tako da podstrek privrednom rastu.

Najzad, srednjoročno fiskalno prilagođavanje može i kompozicijom javnih rashoda da utiče na privredni rast. Značajnijim povećanjem javnih investicija u infrastrukturu, Srbija može da obezbedi višu stopu privrednog rasta kako neposrednim investicijama koje čini, tako, još važnije - indirektnim efektima nove infrastrukture na rast privatnih investicija. Naime, u oba prethodna slučaja Srbija zaostaje. Relativni obim javnih investicija je oko 3% BDP-a i ispod je nivoa u uporedivim privredama. Infrastruktura u Srbiji značajno zaostaje (u međunarodnom rangiranju zemalja Svetskog ekonomskog foruma Srbija po pravilu spada u grupu najniže rangiranih) - što značajno utiče na njen ukupni loš rang kada se posmatra konkurentnost.

Srbiji predstoji značajno fiskalno prilagođavanje u sledećih pet godina. Startna pozicija, u tekućoj 2010. je fiskalni deficit od blizu 5% BDP-a. Ovaj deficit treba smanjiti na nešto iznad 1% u 2015. godini. Glavno prilagođavanje treba ostvariti preko relativnog pada (u odnosu na BDP) tekuće javne potrošnje.

Značajno smanjivanje fiskalnog deficita u sledećih pet godina mora da se odvija uz istovremenu rekompoziciju javnih izdataka. Izdaci na kamate će se značajnije povećati, usled rasta javnog duga. Takođe, kao što je već izneto, relativno učešće javnih investicija mora značajnije da se poveća. Da bi se prethodno postiglo i istovremeno ostvarilo smanjivanje fiskalnog deficita od 5% na 1%, tekuća javna potrošnja mora da se smanji više nego fiskalni deficit. Očigledno je da se radi o veoma značajnom prilagođavanju naniže tekuće potrošnje. Kako su njene glavne komponente plate u javnom sektoru (iz budžeta) i penzije, to ovo prilagođavanje čini još težim.

Najzad, dodatni problem će predstavljati relativno smanjenje (kao %BDP-a) poreskih prihoda pri nepromenjenim poreskim stopama. Naime, budući privredni rast da bi bio održiv zahteva preusmeravanje privrede od uvoza i potrošnje ka izvozu i investicijama. To će dovesti do smanjenja poreske osnovice kao što su uvoz i potrošnja, te će uz iste stope (carine i PDV) dati manje poreske prihode. Ako se poreske stope ne bi menjale implikacija je da se tekuća javna potrošnja mora još dodatno smanjiti kako bi se ostvarilo neophodno fiskalno prilagođavanje, tj. deficit smanjio na oko 1% BDP-a.

2.1. FISKALNA PRAVILA: RAZLOZI ZA UVOĐENJE U SRBIJU

Veličina fiskalnog prilagođavanja koja predstoji Srbiji u sledećih pet godina jeste takva da zahteva uvođenje čvrstih, zakonskih pravila koja bi to prilagođavanje obezbedila. Ali i nakon fiskalnog uređenja zemlje, Srbija treba da ima zakonski uvedena fiskalna pravila koja će dati čvrsti okvir za vođenje zdrave fiskalne politike. Nije beznačajan razlog da je ovo i osnovna tendencija u Evropskoj uniji, gde je u toku razmatranje kako opšte fiskalno pravilo, pakt o stabilnosti i rastu učiniti efektivnim, i gde značajan broj zemalja uvodi dodatna nacionalna pravila (Nemačka, na primer).

Opšti razlozi za uvođenje fiskalnih pravila jesu da je značajnije fiskalno prilagođavanje lakše kad su ona uvedena – na šta ukazuju empirijska iskustava.¹⁶ Zakonom uvedena pravila povećavaju kredibilnost planiranog smanjivanja fiskalnog deficita, kao i to da će se javni dug držati pod kontrolom. Pravila čine čvršćim i trogodišnji „budžetski okvir“, gde se detaljnije određuju izdaci, prihodi i deficit, ali se često od toga dosta odstupa. Jedan od razloga su i politički i ekonomski ciklusi, odnosno izbori, kada po pravilu dolazi do značajnog rasta javne potrošnje. Nadalje, pravila treba da pomognu da se vodi anti-ciklična fiskalna politika, tj. da država u dobrim vremenima stvara rezerve (budžetski su-ficit) koje će onda koristiti u lošim vremenima; doduše i skromniji rezultat – izbegavanje vođenja prociklične fiskalne politike bi bio značajan rezultat.

16 IMF Staff Position Note „The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009“. Box 3, str. 28-29.

Svi prethodni razlozi su relevantni za Srbiju. Poseban izazov će predstavljati izbori u 2012. godini, koji mogu značajno da poremete neophodno srednjoročno fiskalno prilagođavanje. Naime, ugovor (SBA) sa MMF-om ističe početkom 2011, dakle u predizbornoj godini, te se može očekivati snažni pritisak da se odustane od smanjivanja budžetskog deficita oko izbora. Tabela 2 pokazuje da se to uvek ranije dešavalo.

Tabela 2. Fiskalni deficit, pre i posle (2008 Q4) izbora, % BDP-a

	2003 Q3	2006 Q4	2007 Q4	2008 Q4
Konsolidovani fiskalni deficit	5.0%	8.1%	8.0%	6.5%

Napomena: Q je oznaka za kvartal. Izvor: QM, različiti brojevi.

Srbija je pre krize, u periodu 2006. – sredina 2008. vodila procikličnu fiskalnu politiku, što znači da je u dobrim vremenima kada su poreski prihodi bili iznad proseka pravila fiskalni deficit i značajne privatizacione prihode trošila za njegovo pokrivanje. Tada su smanjene neke poreske stope i povećani određeni rashodi, pa se tako povećao i strukturni deficit, tj. onaj koji odgovara normalnim, prosečnim vremenima. Sa tim uvećanim strukturnim deficitom i bez rezervi, Srbija je dočekala krizu, čime je prostor za fiskalnu politiku bio drastično sužen. Fiskalna pravila bi trebalo da pomognu da se ovo ubuduće ne dešava, tj. da država spremnije dočeka neku buduću ekonomsku krizu.

Srednjoročni (trogodišnji) fiskalni okvir praktično ne postoji u Srbiji. Postoji Memorandum o fiskalnoj i ekonomskoj politici koji pokriva trogodišnji period, ali koji je (iako ga usvaja Vlada) bez stvarnog efekta. Trogodišnji fiskalni plan koji Memorandum predlaže obično je ekonomski solidan, ali se ispostavlja da planirani rashodi i budžetski deficit budu kasnije značajno veći. Fiskalna pravila bi trebalo da daju snažnu, zakonsku podršku ovom trogodišnjem planiranju rashoda, prihoda i deficita, čime bi se fiskalna politika učinila kredibilnijom i predvidivom.

Najzad, Srbija želi da uđe u Evropsku uniju. Važan preduslov za to jeste da država izvrši fiskalnu konsolidaciju – smanji deficit, ograniči rast javnog duga, ostvari relativno smanjenje javne potrošnje uz njenu rekonpoziciju praćenu odgovarajućim reformama i slično. Unapređenje fiskalne politike koja je osnov održive makroekonomske stabilnosti, takođe je važan činilacza pridruživanje Srbije Evropskoj uniji. Zakonom uvedena fiskalna pravila treba da podrže prethodno. Već je izneto gore da i zemlje članice EU idu u tom pravcu.

2.2. KAKVA FISKALNA PRAVILA ZA SRBIJU

Kao što je napred pokazano - Srbiju u pogledu fiskalne politike i prilagođavanja očekuju dva različita perioda: prvo fiskalna konsolidacija, tj. značajno smanjenje deficita i kontrola rasta javnog duga (do 2015. godine), a potom održavanje prudentnog fiskalnog stava

i politike. Stoga se predlažu i dve grupe pravila koja bi odgovarala postavljenim izazovima: (a) *prelazna fiskalna pravila do 2015. godine*, i (b) *stalna*, potom. Ideja inače potiče od pristupa koji je usvojila Nemačka, koja je kao permanentno pravilo uvela balansirani budžet (deficit do 0,35% BDP-a) u proseku tokom privrednog ciklusa, ali je ostavila šest godina da se sa sadašnjeg budžetskog deficita od oko 5% BDP-a dostigne taj cilj.

Prelazna fiskalna pravila koja bi važila do 2015. godine, treba da propišu smanjivanja sadašnjeg konsolidovanog fiskalnog deficita od skoro 5% BDP-a, na približno 1% u 2015. Da bi se to postiglo predlaže se smanjenje deficita od 0,75% BDP-a svake godine. Dobra strana postavljanja cilja u formi deficita, a ne nivou rashoda na primer jeste što omogućuje da se pored glavnog prilagođavanja na strani rashoda ne isključi ni eventualno povećanje poreza ako se to pokaže celishodnim. Ovo je važno s obzirom na napred analiziranom velikom neophodnom smanjivanju tekuće javne potrošnje kao i smanjenju poreskih prihoda pri nepromenjenim stopama. Što se konkretnog pravila tiče (smanjenje 0,75%) njegova prednost jeste u tome da je jednostavno i razumljivo širokoj javnosti, te da je lako za praćenje i kontrolu. Eventualni njegov nedostatak jeste da ne vodi računa o oscilacijama BDP-a, jer bi pri usporavanju privredne aktivnosti smanjivanje deficita (za 0,75%) bilo znatno teže nego kada BDP raste. Ovo je validan argument za regularne uslove, ali u periodu 2011-2015. realno je očekivati uglavnom jednosmerno kretanje BDP-a, tj. izlazak iz recesije i ubrzanje rasta proizvodnje. Naime, malo je verovatna nova recesija do 2015.

Prethodno pravilo za smanjenje deficita ne bi smelo, međutim, da ugrozi ambiciozni plan javnih investicija i izgradnje infrastrukture u Srbiji tokom narednih pet godina. Stoga se predlaže da se deo ovih investicija izdvoji iz javnih rashoda kada se određuje fiskalni deficit na koga se smanjenje primenjuje. Ova praksa – izdvajanje kapitalnih rashoda države kada se definišu fiskalna pravila - poznata je i naziva se „zlatno pravilo“. Pored prednosti ta praksa ima i nedostatke, jer se onda pod kapitalne rashode „guraju“ i tekući rashodi (kao u slučaju NIP-a kod nas) i tako zaobilazi ograničenje smanjivanja deficita. Stoga se za Srbiju predlaže da se iz rashoda isključi samo deo javnih investicija koji prevazilazi „normalni“ iznos od na primer 4%-5% BDP-a. Ovim bi se postiglo da se u izuzetnim godinama kada postoji međunarodno finansiranje i kada je veliki broj projekata pokrenut, fiskalna pravila ne pojave kao prepreka. Napred smo izneli presudnu ulogu koju povećanje javnih investicija ima za Srbiju. U neposrednoj budućnosti one su jedini efektivni fiskalni podsticaj proizvodnji (vidi sekciju 1.2. gore) koji može da bude presudan za izvlačenje privrede iz recesije. Na srednji i dugi rok nova infrastruktura treba značajno da poveća opštu konkurentnost privrede Srbije i podstakne privredni rast.

Veliko državno investiranje bazirano na međunarodnim kreditima ima, međutim, i drugu stranu – može da dovede do velikog porasta javnog duga. Takođe, kontrola i smanjivanje budžetskog deficita još uvek nije dovoljna garancija da se dug neće povećavati. Postoje, kao što je ranije izneto, skriveni državni dugovi poput garancija javnim preduzećima za

koje se može sa dosta izvesnosti očekivati da se aktiviraju i „padnu“ na državu povećavajući javni dug. Najzad i delovi privatnog duga mogu da pređu u javni. Sve prethodno ukazuje da fiskalnim pravilima treba propisati i gornju granicu duga kao dodatno obezbeđenje uz predviđeno smanjivanje fiskalnog deficita. Imajući u vidu sadašnju veličinu javnog duga u Srbiji: oko 35% BDP-a, kao i izneta razmatranja o uticaju veličine duga (*debt intolerance*) – javnog i spoljnog - na potencijalnu krizu i privredni rast (v.sekcije 1.2. i 2.1. gore) čini se da je gornja granica od 45% BDP-a dobra mera za Srbiju. Pri tom treba imati u vidu da bi se na ovaj iznos dodalo još uvek nepoznato buduće povećanje duga po osnovu restitucije.

U predstojećem periodu velikog fiskalnog prilagođavanja: 2011-2015, treba, kao što je izneto, obezbediti i rekompoziciju javnih rashoda, tj. da se uporedo uz predviđeno smanjenje budžetskog deficita još dodatno stvori prostora za povećanje izdataka za kamate i javne investicije. To podrazumeva značajno relativno smanjenje tekuće javne potrošnje, čije su opet glavne komponente plate u javnom sektoru (iz budžeta) i penzije. Kontrola rasta ovih dveju komponenti tekuće javne potrošnje politički je izuzetno teška. Stoga se predlaže da se kao dodatna sidra smanjenju deficita uvede, preko fiskalnih pravila, kontrola plata i penzija tokom sledećeg perioda. U osnovi treba obezbediti da obe ove komponente tekuće potrošnje rastu sporije od BDP-a.

Kontrola plata i penzija zaključno sa 2012. godinom je već dogovorena sa MMF-om. U osnovi, prosečne plate i penzije 2011. i 2012. treba da rastu za iznos inflacije plus polovina rasta BDP-a. Vezivanje rasta prosečnih penzija sa rastom prosečnih plata u javnom sektoru prihvatljivo je samo kao privremeno rešenje – na srednji rok to vezivanje bi stvorilo snažan interesni blok kome bi se bilo teško suprotstaviti. Period nakon 2012. ostao je delom neregulisan.

Što se tiče penzija, novi Nacrt zakona predviđa da se posle 2012. prosečne penzije indeksiraju na inflaciju plus iznos rasta BDP-a preko 4%. Mislimo da je ovo iz ugla neophodnog relativnog smanjivanja tekuće javne potrošnje zadovoljavajuće rešenje. Rast plata u javnom sektoru posle 2012. takođe treba ograničiti. Predlažemo da se ograniči porast fonda plata u javnom sektoru na inflaciju plus polovina rasta BDP-a. Opredeljenje za kontrolu *fonda plata* umesto *prosečne plate*, potiče iz namere da se da prostor reformi zapošljavanja u javnom sektoru, tj. smanjenju broja zaposlenih uz povećanje njihove efikasnosti. U tom slučaju prosečne plate bi mogle da rastu brže nego fond plata, čiji rast se fiskalnim pravilima ograničava. Naravno, uvek ima i druga strana medalje – poznati su pokušaji da se, kada se ograničava fond plata, zaposlenost „smanjuje“ prebacivanjem u razne agencije koje ne potpadaju pod ograničenje.

Kontrola plata u javnom sektoru i penzija treba da budu samo deo šire reforme javnog sektora i zapošljavanja u njemu, kao i penzione reforme. Ovde se plate i penzije posma-

traju samo iz ugla smanjivanja i rekonstrukcije tekuće javne potrošnje. U okviru reformi pomenuta dva sektora često se ističu i ciljne veličine učešća fonda plata odnosno penzija u BDP-u. U slučaju fonda plata to je 8% BDP-a, a kod penzija ciljno učešće je 10% BDP-a. Osnovne projekcije pokazuju da se ova učešća verovatno neće dostići u 2015. uprkos prethodno predloženom relativnom smanjivanju plata i penzija. Stoga smatramo da predložena prelazna pravila za plate i penzije treba da važe i posle 2015, tj. dok se nedostignu ciljni udeli za ove dve velike komponente tekuće potrošnje.

Stalna fiskalna pravila, koja bi važila posle isteka fiskalnog prilagođavanja, tj. posle 2015. godine, treba da ograniče prosečan (tokom „privrednog ciklusa“) fiskalni deficit na oko 1% BDP-a. Ovim bi se, uz relativno visoku stopu rasta privrede obezbedilo stabilizovanje javnog duga prema BDP-u, a verovatno i njegov relativni pad. S druge strane, visoko učešće javnih investicija od oko 5% BDP-a značilo bi da država dovoljno štedi, te da je predviđeni mali deficit, pre svega, rezultat velikih državnih kapitalnih investicija. Definisalo bi se i pravilo koje bi omogućavalo da se u godinama kada privredna aktivnost padne znatno ispod potencijalnog nivoa deficit poveća, a kada je iznad da se smanji ili pređe u suficit. Ovo bi trebalo da obezbedi vođenje zdrave anticiklične fiskalne politike, mada bi dovoljan uspeh bio ako bi se ubuduće samo izbegla do sada praktikovana prociklična politika.

Fiskalni savet, kao od Vlade nezavisna institucija, po pravilu se uvodi zajedno sa propisivanjem fiskalnih pravila, pa to treba učiniti i u Srbiji. On treba da daje nezavisnu i za široku javnost kredibilnu ocenu fiskalne politike, da kontroliše primenu zakonski definisanih fiskalnih pravila, podstiče javnu diskusiju o fiskalnoj politici i tako podiže znanje i svest o njoj. Ovo poslednje se u većini zemalja pokazalo kao glavni doprinos fiskalnog saveta, jer je to efektivan način da se značajno smanji populizam u vođenju fiskalne politike.

II. MONETARNA POLITIKA I DEVIZNI KURS

1. MONETARNI REŽIM: CILJANJE INFLACIJE I FLEKSIBILNI KURS

Srbija treba da zadrži postojeći monetarni režim gde je osnovni cilj kontrola inflacije i, sledstveno tome - kurs je fleksibilan; on treba da prati svoj trend dok NBS interveniše samo da spreči preterane oscilacije. Ovaj monetarni režim se u Srbiji tokom krize najčešće implicitno (ali i eksplicitno) dovodio u pitanje, pre svega zbog „nestabilnosti kursa“, što je eufemizam za depresijaciju dinara tokom krize.

U osnovi centralna banka može da kontroliše ili inflaciju ili kurs, ali ne i jedno i drugo istovremeno. Prvi režim odgovara fleksibilnom kursu, a drugi fiksnom (uključuje i promenu kursa po zadatom pravilu). Empirijski, tekuća kriza je čini se jasno „presudila“ u korist fleksibilnog kursa: najveći pad proizvodnje su imale privrede sa fiksnim kursom. To su pre

svega baltičke zemlje – jedna od njih (Litvanija) beleži veći pad nego Amerika u Velikoj depresiji 1929-1933. Ali i Bugarska, koja takođe ima čvrsto fiksirani kurs beleži pad znatno veći od Srbije. Fleksibilan kurs je omogućio Srbiji, kao i drugim tranzicionim zemaljama u Evropi (Poljskoj na primer), da udar krize amortizuje depresijacijom domaće valute i tako spreči da se ceo udar prenese na veliki pad proizvodnje.

Režim ciljanja inflacije i fleksibilnog kursa pokazuje svoje prednosti i kod izlaska iz krize. Naime, Srbija u prvoj polovini 2010. beleži značajno ubrzanje izvoza (20% izraženo u evrima, u odnosu na prvu polovinu 2009. godine), dok uvoz znatno skromnije raste (4%). Ukupno, doduše skromno, oživljavanje proizvodnje u ovom periodu potiče od rasta izvoza. Tako se makar u skromnim naznakama vidi izlazak iz krize na ekonomski održivim osnovama, vođen rastom neto izvoza (izvoz minus uvoz). Prethodno možda naznačuje i početak neophodnog preusmeravanja privrede Srbije od uvoza ka izvozu.

Prethodno restruktuiranje privrede zahteva srednjoročni period, a režim ciljanja inflacije i pratećeg fleksibilnog kursa je pravi okvir koji omogućava okretanje privrede ka investicijama u razmenjivi sektor i njegov rezultirajući rast. Naime, fleksibilan kurs dinara, preko njegove realne depresijacije, omogućava da se precenjena vrednost dinara pre krize svede na prihvatljiv nivo.

Pad vrednosti dinara dovodi, prvo do smanjenja realnih plata i uopšte dohodaka, doduše manje nego proporcionalno, a to vodi smanjenju potrošnje stanovništva. Iako bolno (otuda široke reakcije na depresijaciju) ovo smanjenje potrošnje deo je neizbežnog (za budući privredni rast) prilagođavanja od potrošnje ka štednji i investicijama. Drugo, i verovatno važnije stabilizovanje dinara na nižoj, prihvatljivoj vrednosti omogućavana srednji rok da neto izvoz postane mnogo značajniji generator rasta u Srbiji. Realni kurs je u osnovi relativna cena nerazmenjivih u odnosu na razmenjiva dobra, te niža vrednost dinara znači da se povećava cena razmenjivih dobara. Ovo daje znak i stimulans investitorima da ulažu u razmenjivi sektor, što će na srednji rok dovesti do porasta neto izvoza: rast razmenjivih dobara će povećati izvoz, i uzeti deo domaćeg tržišta uvozu.

Neophodno prilagođavanje u dobrom broju evropskih tranzicionih privreda (Balkan i baltičke zemlje svakako) ali i u razvijenoj južnoj Evropi, biće znatno teže u režimu fiksiranog kursa. Naime, zemlje sa čvrsto fiksiranim kursom nemaju mogućnost depresijacije domaće valute, te da bi povećale konkurentnost i smanjile potrošnju one moraju da smanje plate u apsolutnom iznosu. Ova „unutrašnja realna devalvacija“ na primeru baltičkih zemlja tokom krize znači smanjenje plata u javnom sektoru 10% do 20%, što je zaista drastična mera. Nadalje, povećanje konkurentnosti uz fiksni kurs podrazumeva smanjivanje plata i u privatnom sektoru, a to se može jedino postići preko velike recesije. Ali i tada veliki pad proizvodnje, pokazalo se, dovodi prvenstveno do velikog rasta nezaposleno-

sti, a tek do manjeg pada plata i poboljšanja konkurentnosti. Stoga je cena značajnijeg prilagođavanja uz fiksirani kurs veoma visoka.

Ciljajući inflaciju, NBS treba da nastavi proklamovanu politiku postepenog smanjivanja inflacije u Srbiji na nivo naprednih tranzicionih zemalja. Čak i ako postigne cilj od 6% za ovu godinu, inflacija u Srbiji će još uvek biti među najvećim u tranzicionoj Evropi. S druge strane, inflacija će i na srednji rok verovatno biti nešto veća nego u razvijenoj Evropi, jer Srbiji, kao što je dole pokazano, još uvek predstoji značajna nominalna konvergencija, tj. približavanje našeg nivoa cena onom u razvijenoj Evropi. Niska i stabilna inflacija, pokazuju mnoge empirijske studije, jeste stimulaturna za investicije i privredni rast. Takođe niska i stabilna inflacija je presudan činilac deevroizacije, odnosno dinarizacije privrede, proces koji bi doneo značajne koristi Srbiji i koji treba podržati.

Kratkoročno posmatrano, otvara se pitanje koordinacije monetarne i fiskalne politike. Naime, tokom krize snažan pad domaće i strane tražnje držao je u Srbiji inflaciju pod kontrolom, uprkos velikoj depresijaciji dinara. To je opet omogućavalo da NBS u periodu krize značajno popušta sa svojom monetarnom politikom i tako da neophodan stimulan privrednoj aktivnosti. Sada, sredinom 2010. godine, tražnja počinje polako da se oporavlja, a dinar je značajno depresirao tokom prve polovine godine. Ako bi se na prethodno dodao, povremeno propagirani, fiskalni podsticaj u formi povećanja tekuće javne potrošnje, opadajući trend inflacije bi se lako mogao zaustaviti, odnosno preokrenuti. Tada bi NBS morala da zateže monetarnu politiku i podigne kamatne stope u privredi, i tako koči oporavak privatnog sektora. Ovo je već opisani mehanizam gde država istiskuje privatni sektor, što sugerise da bi sada i u Srbiji fiskalni multiplikator bio veoma mali. Sledi da bi u neposrednom periodu mnogo bolja kombinacija politika bila: labavija monetarna politika koja bi sa rezultirajućim nižim kamatnim stopama stimulisala privatni sektor, i - otpočinjanje fiskalnog prilagođavanja preko smanjenja deficita, ali i rasta javnih investicija.

2. DEVIZNI KURS I MEĐUNARODNA KONKURENTNOST PRIVREDE SRBIJE

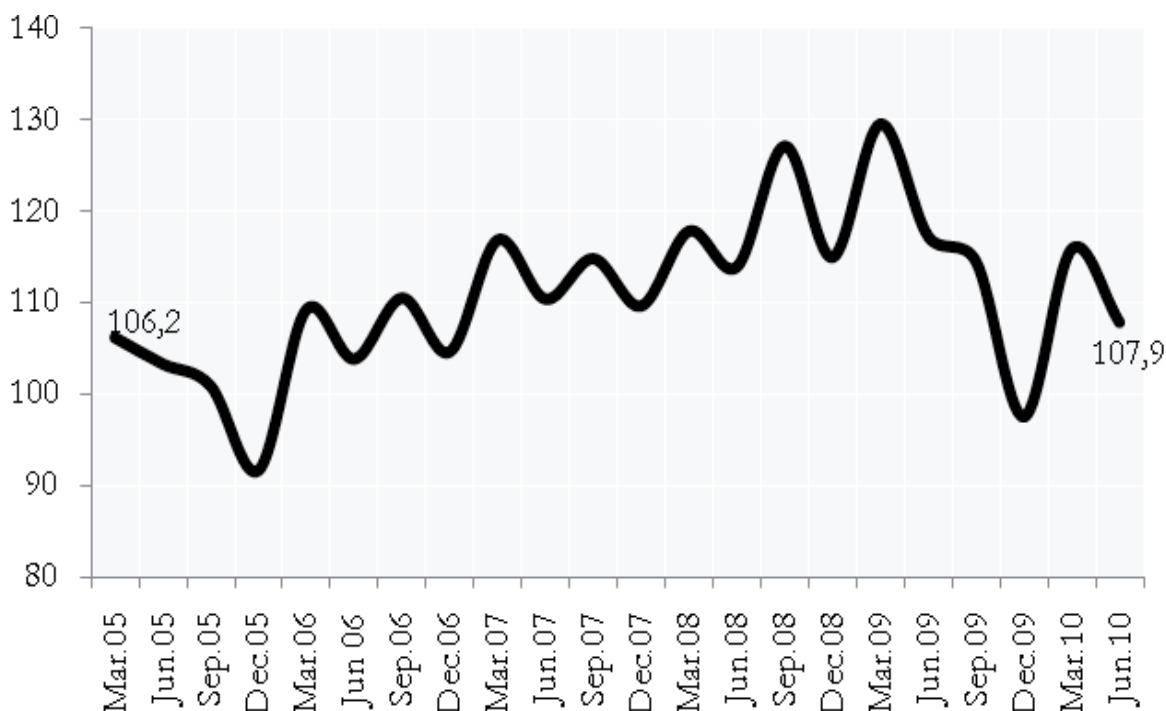
Kurs dinara je sredinom 2010. godine, verovatno, dostigao nivo koji obezbeđuje međunarodnu konkurentnost privrede Srbije. U periodu velikog priliva kapitala: 2006 – sredina 2008, došlo je u Srbiji, kao i u delu tranzicionih zemalja, do velikog rasta vrednosti domaće valute, i shodno tome značajne precenjenosti dinara. Stoga kao *ad hoc* reper za srednjoročno održivi kurs dinara uzimamo realni kurs iz 2005. tj. pre naglog porasta vrednosti dinara.

Kada vrednost realnog kursa dinara prema evru, tj. nominalnog kursa korigovanog za domaću i inflaciju evrozone, iz sredine 2010. uporedimo sa istorijskim vrednostima, dobijamo da je on približno na nivou realnog kursa iz septembra 2006. godine. Vidimo da

se realni kurs dinara veoma približio repornoj vrednosti, iako je doduše i tokom 2006. do septembra dinar realno apresirao, što bi ukazivalo na još uvek blagu precenjenost dinara.

Alternativna mera realnog kursa jeste cena osnovnog nerazmenjivog faktora – radne snage, izražena u evrima, tj. prosečna plata izražena u evrima. Visoka plata u evrima upućuje na nekonkurentnost privrede, ali dodatno ukazuje da nekonkurentnost može da potiče kako od precenjene valute tako i od visokih realnih plata u domaćoj privredi. Korišćenjem ovog pokazatelja, dobijamo da su sredinom 2010. prosečne plate izražene u evrima na nivou onih iz sredine 2007. godine. Ovo poređenje sugerise još uvek izvesnu precenjenost dinara, i u odnosu na prethodno poređenje sugerise da je ona posledica realnog rasta plata u posmatranom periodu.

**Grafikon 1. Euro jedinični troškovi rada u prerađivačkoj industriji
(bazni indeksi 2004=100)**



Izvor: *Kvartalni monitor* na osnovu podataka RZS i NBS

Međutim, realni rast plata je opravdan u meri u kojoj prati rast produktivnosti rada. Naime, tada ne dolazi do povećanja jediničnih troškova rada, jer rast produktivnosti kompenzuje rast troškova nastao usled rasta plata. Stoga kod utvrđivanja međunarodne konkurentnosti privrede treba istovremeno posmatrati kretanje tri veličine: realnog kursa dinara, realnih prosečnih plata i produktivnosti rada. Realna apresijacija dinara i rast realnih plata smanjuje konkurentnost privrede, dok rast produktivnost deluje u suprotnom pravcu. Ukupan efekat ove tri veličine obuhvataju jedinični troškovi rada izraženi u evrima. Kako nas pre svega interesuje konkurentnost razmenjivog sektora, jer se on kod kuće i napolju takmiči sa stranim proizvođačima, računati su euro jedinični troško-

vi rada za prerađivačku industriju koja predstavlja osnovni deo razmenjivog sektora. Na Grafikonu 1 je prikazano kvartalno kretanje ovih troškova zaključno sa drugim kvartalom 2010. godine, što znači da je uglavnom obuhvaćena i značajna depresijacija dinara zaključno sa junom. Poređenje evro jediničnih troškova rada pokazuje da su oni u drugom kvartalu 2010. veći za 3,8% od odgovarajuće vrednosti u drugom kvartalu 2005. godine. Radi se očigledno o minimalnoj razlici, te se može reći da prerađivačka industrija dostigla nivo međunarodne konkurentnosti koji je imala pre velikog skoka vrednosti dinara. Ako prerađivačku industriju uzmemo kao glavnog reprezentanta razmenjivog sektora, onda možemo reći da je realni kurs dinara (imajući takođe u vidu plate i produktivnost) verovatno dostigao srednjoročno održivu i prihvatljivu vrednost.

Alternativne procene realnog deviznog kursa u Srbiji, koje je dao MMF, takođe sugerišu da dinar nije više precenjen, odnosno da je čak možda i blago potcenjen.¹⁷ Stoga se čini da sa dosta izvesnosti možemo tvrditi da se dinar spustio na svoju poželjnu i srednjoročno održivu vrednost.

Zato je važno pitanje ekonomske politike kako na srednji rok očuvati ovu konkurentnu vrednost dinara. Kako izabrani monetarni režim podrazumeva slobodno formiranje (trenda) kursa, to ekonomskoj politici preostaju samo uticaj na plate da bi se održala međunarodna konkurentnost privrede. Pri tom, država može da kontroliše samo plate u javnom sektoru, ali i to je značajno. Naime, ukupan broj zaposlenih u javnom setoru iznosi skoro 500 hiljada, dok je broj zaposlenih u privredi kod pravnih lica skoro 900 hiljada,¹⁸ te nivo plata u državnom sektoru može značajno da utiče na nivo plata u privatnom. Stoga politika kontrole rasta plata u javnom sektoru ima efekat i na mogući rast plata u privatnom sektoru.

Predlog fiskalnih pravila predviđa da rast plata iz budžeta bude jednak polovini rasta BDP-a u sledećem srednjoročnom periodu. Ovim je pokriven značajan broj zaposlenih u javnom sektoru, 430. hiljada.¹⁹ Ovaj rast plata bio bi verovatno nešto ispod rasta produktivnosti, jer će i u sledećih pet godina veći doprinos rastu BDP-a dolaziti od rasta produktivnosti nego od rasta zaposlenosti. Preostali zaposleni u javnom sektoru su oni koji rade u javnim preduzećima – državnim i lokalnim: oko 140 hiljada. Istekom tekućeg ugovora (SBA) sa MMF-om početkom 2011. plate će se odmrznuti, stoga bi trebalo obezbediti da one, na srednji rok ne rastu brže od produktivnosti rada. Glavni pravac akcije treba da bude restruktuiranje ovih preduzeća i/ili njihova privatizacija kada je to opravdano. To bi, s jedne strane, snažno povećalo njihovu produktivnost, i stvorilo prostor za rast plata koji bi još uvek mogao da bude ispod rasta produktivnosti. Time bi se konkurentnost

17 IMF (2010), Box 1, str. 9.

18 Preduzetnici i zaposleni kod njih dodaju još nešto ispod 500 hiljada.

19 Najveći deo čine obrazovanje i zdravstvo, oko 270 hiljada.

ovog sektora povećala, i generisala štednja neophodna za investicije. Umereni rast plata u odnosu na rast produktivnosti u ovom sektoru imao bi povoljan demonstracioni efekat i na kretanje plata u privatnom sektoru. U međuvremenu, dok pojedina javna preduzeća ostaju nereformisana država bi trebalo da obezbedi kontrolu plata u njima, tako da one ne rastu brže od odgovarajućeg rasta produktivnosti.

Prethodna politika plata, kao i sve reforme koje treba da dovedu do snažnijeg rasta produktivnosti, biće neophodne da se održi međunarodna konkurentnost privrede Srbije desetak godina. U predstojećem periodu osnovano je očekivati da će doći do postepenog realnog rasta vrednosti dinara (realne apresijacije). To će biti rezultat uočenog procesa realne i nominalne konvergencije tranzicione Evrope prema razvijenoj Evropi. Ovaj proces još uvek traje, a Srbija se u njega uljučila sa zakašnjenjem tokom dvehiljaditih. Realna konvergencija znači približavanje *per capita* dohotka tranzicionih zemalja onom u razvijenim. Veoma visoke stope rasta koje su u dvehiljaditim ostvarile zemlje u tranziciji, uključujući Srbiju, pokazuje da se taj proces odvija. S druge strane, rezultati empirijskih ispitivanja sugerišu da realna konvergencija dovodi do nominalne konvergencije, tj. približavanja nivoa cena u tranzicionoj Evropi nivou cena u razvijenoj Evropi.²⁰ Posledica toga jeste rast vrednosti domaće valute: realna apresijacija. U režimu fiksnog kursa realna apresijacija se ostvaruje preko inflacije, što je dodatni nedostatak ovog režima u tranzicionim privredama koje prolaze kroz nominalnu konvergenciju. Kod fleksibilnog kursa, nominalna konvergencija dovodi prvenstveno do nominalne apresijacije, ali delimično i do inflacije, jer i u režimu fleksibilnog kursa centralne banke ipak intervenišu da spreče preteranu apresijaciju. Realna apresijacija se dakle u ovom slučaju ostvaruje preko nominalne apresijacije. Srbija, sa fleksibilnim kursom, pripada ovom slučaju. S druge strane, ako Srbija ostvari predviđene visoke stope rasta tokom narednih deset godina, ona će se snažno uključiti u proces realne konvergencije prema Evropi, koji će sa svoje strane osnažiti proces nominalne konvergencije.

Tabela 3. Nivo potrošačkih cena u tranzicionim privredama u odnosu evro zonu (EU-15=100)

	Srbija	Bugarska	Rumunija	Mađarska	Češka	Slovačka	Hrvatska	Slovenija
2005.	45,2%	41,3	52	60,5	55,5	52,8	65,6	72,5
2009.	53,6	50,3	54,8	62,4	67,3	70,2	72,8	81,4

Izvor: Eurostat

Okvirnu indikaciju o razmerama nominalne konvergencije u Srbiji u narednih deset godina može da pruži odnos nivoa cena u Srbiji prema nivou cena u izabranim tranzicionim zemljama i razvijenoj Evropi. Tabela 3 daje pregled odnosa indeksa potrošačkih cena

20 Vidi Darvas, Z. and G. Szapary (2008).

2005. i 2009. koji su uporedivi korišćenjem kursa odgovarajuće zemlje prema evru; 2005. je prva raspoloživa godina za Srbiju, a poslednji raspoloživi podaci su za 2009.

Podaci pokazuju da se nominalna konvergencija odvijala i tokom poslednjih četiri godine u Srbiji kao i u uporedivim zemljama. Podatak za 2009. uključuje i korekciju kursa (izuzev Bugarske, Slovačke i Slovenije), što je, u većini slučajeva, a i u Srbiji, poređenje učinilo realnijim ukazujući na veća odstupanja nego u 2008.

Gledajući grubo unapred, Srbija u sledećih deset godina može nominalno da konvergira prateći putanju današnjih rezultata tranzicionih zemalja od Mađarske preko Češke, do Slovačke; Hrvatska verovatno ima još uvek precenjenu valutu. Tako, ako Srbija 2020. konvergira današnjem nivou cena Slovačke (70,2%), to bi značilo da dinar tokom ovih deset godina treba realno da poveća svoju vrednost (apresira) za 31%, što iznosi ispod 3% godišnje. Naravno ovde je samo reč o indikaciji mogućeg kretanja, a nikako o linearnom procesu apresijacije kursa²¹.

21 U osnovnom scenariju privrednog rasta (v. tačku 1.) za veći deo posmatranog perioda do 2020. računalo se sa realno neutralnim kursom.

FINANSIJSKI SEKTOR I NOVI MODEL RASTA

REZIME

Finansijski sektor Srbije je, posle obnove bankarske delatnosti prepoznatljiv po snažnoj dominaciji indirektnog sistema finansiranja. Slično svojstvo imaju i finansijski sektori okolnih zemalja.

Nacionalni finansijski sistem će i na srednji i na dugi rok biti snažno bankarski orijentisan. Ključni strategijski cilj u ovoj oblasti jeste da se održi stabilnost bankarskog sistema i poveća njegov kapacitet i konkurentnost, uz smanjivanje troškova bankarskog posredovanja.

Promene tokom naredne decenije treba da dovedu do povećanja slobode izbora vlasnika štednje u smislu broja investicionih alternativa. Drugi bazični cilj promena jeste povećanje raspoložive domaće i inostrane štednje za finansiranje investicija. Ovi ciljevi su međusobno komplementarni: sklonost štednji i investiranju bi trebalo da se uveća sa povećanjem broja i vrsta alternativa. Troškovi posredovanja bi trebalo da se smanjuju zbog smanjivanja uticaja implicitnog institucionalnog monopola komercijalnog bankarstva.

Osim bankarstva, u narednoj deceniji će se razvijati i alternativni sistemi finansijskog posredovanja sa osnovnim ciljem da se poveća ponuda finansijskih izvora sektoru preduzeća i javnom sektoru. Reč je o skupu institucionalnih mehanizama zasnovanih na razvoju dugovnih hartija od vrednosti javnog i privatnog sektora. Ovim rešenjima bi se omogućilo finansiranje investicija i uvećanje raspoložive štednje bez nepoželjnih monetarnih posledica.

Formiranje nacionalne razvojne banke bi trebalo da omogući efikasnije finansiranje infrastrukturnih projekata i razvijanje privatno-javnog partnerstva na ovim projektima.

1. BANKARSKI SEKTOR

1.1. NIVO RAZVIJENOSTI I PERSPEKTIVA

Ubrzani rast kreditne aktivnosti u Srbiji započinje 2003. godine. Inicijalni nivo kredita bio je vrlo nizak. Ukupni krediti su krajem 2001. godine dostizali samo 10,5% BDP-a. Već krajem 2004. godine udeo kredita u BDP-u iznosio je 20%. Nosioi procesa obnove bile su, dominantno, inostrane banke. One su koristile velike razlike u kamatnim stopama na tržištu Srbije i zemalja EU (tzv. kamatni diferencijal) i unosile velike stokove kapitala.

Domaća štednja je bila, i do danas ostala, nedovoljna i sa nepovoljnom ročnom strukturom u kojoj su dominirali depoziti po viđenju. U inicijalnoj fazi rasta ponude kredita, najveće stope rasta registruju se kod kredita sektoru domaćinstva. Razlog: tražnja za kreditom iz ovog sektora je gotovo neelastična na kamatne stope. Nivo zaduženosti stanovništva je u ovoj fazi evolucije nizak a stopa *defaulta* bliska nuli. Zbog relativno niskog rizika banke usmeravaju relativno veliki deo svog potencijala prema stanovništvu. Dinamika rasta kredita sektoru domaćinstava je u prve tri godine signifikantno veća nego ukupnih kredita. Tako je rast ukupnih plasmana tokom 2003, 2004, 2005. i 2006. godine iznosio 32,91%, 46,59%, 52,12% i 16,68% respektivno. Krediti stanovništvu su u istom periodu nominalno uvećavani 81,75% u 2003. godini, a 126,22% i 98,72% u 2004. i 2005. godini, do 54,19% u 2006. godini.

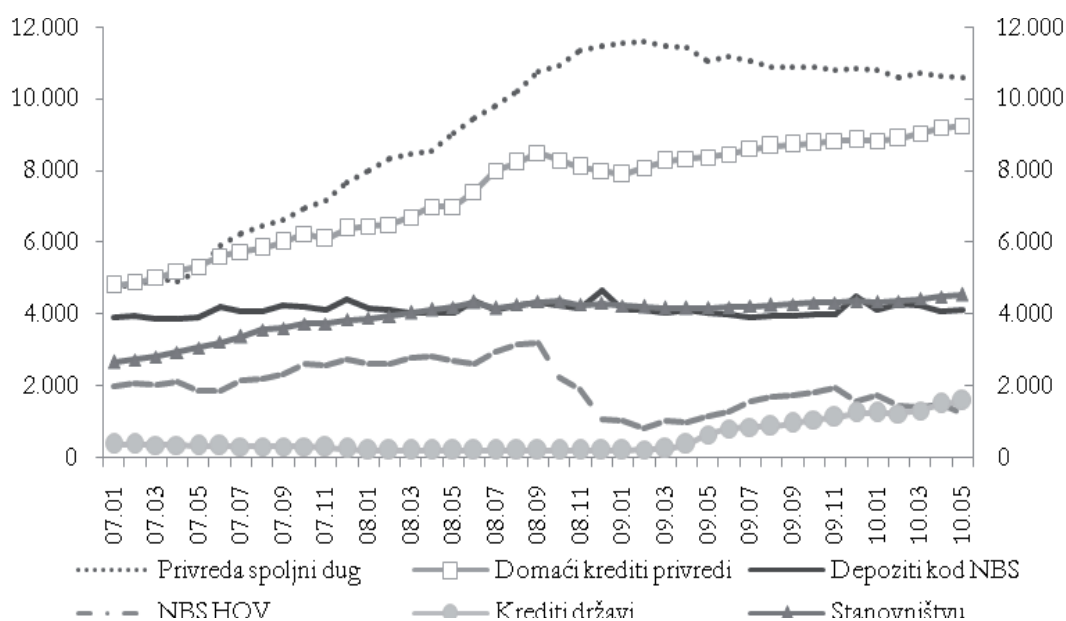
Ekspanzija kredita se finansira pretežno iz zaduživanja banaka u inostranstvu. Dodatni izvori su domaći depoziti i rast kapitala. Obaveze poslovnih banaka prema inostranstvu ubrzano rastu počev od 2004. godine. Najveće nominalne stope rasta od 257,50% zabeležene su u 2004. i u 2005. godini od 129,65%. Kapitalbanaka je značajno porastao u 2006. godini (kada je zabeležena njegova najveća stopa rasta od 62,34%), prvenstveno kao posledica prudencionih mera o usklađivanju rasta plasmana sa kapitalom banke). Ukupni depoziti bankarskog sektora (bez države) rastu brzo, ali znatno sporije od kredita. Rast deviznih depozita je tokom čitavog posmatranog perioda bio veći od rasta dinarskih depozita

Reakcija bankarskog sektora na snažne mere kočenja kreditne aktivnosti je razvijanje alternativne strategije rasta kredita kroz tzv. *cross border* kreditiranje. Domaća preduzeća, a među njima i mnoga koja su se bavila gradnjom stanova zaduživala su se (posredovanjem banaka iz sastava panevropskih bankarskih grupa), direktno kod inostranih (austrijskih, grčkih i italijanskih) banaka. Iako ceo proces prati trend smanjivanja kamatnih stopa, održava se visoka vrednost kamatnog diferencijala, definisanog kao razlika između nivoa kreditnih kamatnih stopa na tržištu kredita Srbije i kreditnih tržišta u zemljama vlasničkog porekla banaka (Austrija, Italija, Grčka).

Rezultat ove, u osnovi konfliktne, igre između komercijalnih banaka i centralne banke, jeste visoka varijabilnost stope rasta kredita sektoru domaćinstva i ukupnih kredita.

Godišnja stopa rasta domaćih kredita privatnom sektoru oscilirala je od 32,4% (2004) do 41,3% (2005). Ove stope su znatno ispod granice kreditnog buma. Krediti preduzećima rasli su sporije od proseka - od 21,5% (2004) do 35% (2007). Prisustvo opasnog fenomena kreditnog buma je moguće dokazati kada je reč o sektoru stanovništva. Godišnje stope rasta ove vrste kredita iznosile su 96%, 79%, 70%, 54%, respektivno. Ukoliko se posmatra ceo period trajanja ekspanzije od 2003. do 2008. krediti stanovništvu rastu vrlo brzo: 58%, odnosno 74% (2003-2007) prosečno godišnje.

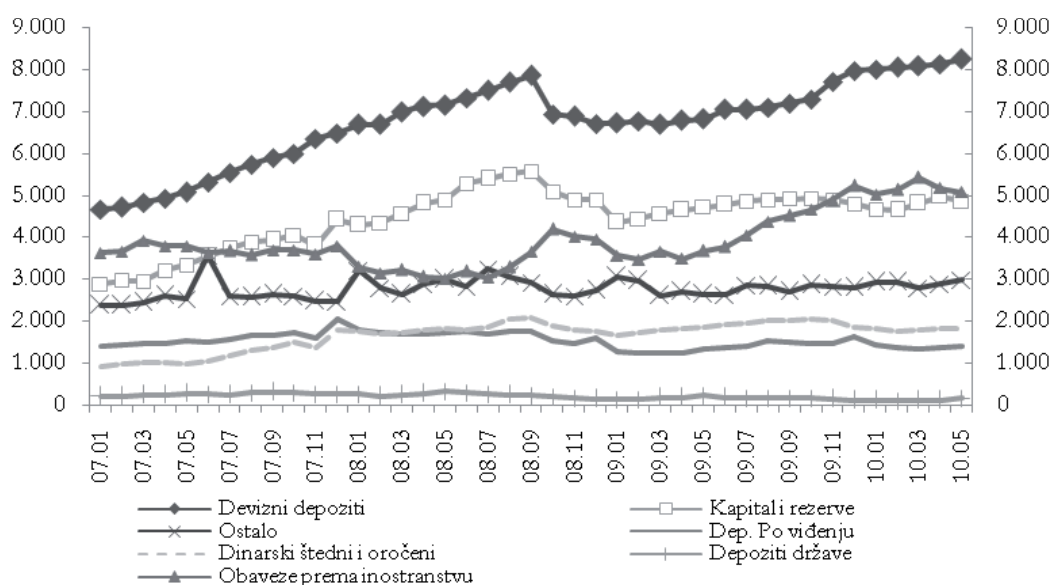
Grafikon 1. Plasmani banaka u Srbiji, jul 2001-jun 2010. (u milionima evra)



Izvor: www.nbs.rs

Ako se nivo razvijenosti bankarskog sektora Srbije meri relativno, t.j. odnosom sume kredita i BDP-a Srbije - dobija se nalaz da je taj odnos u toku 2008. godine dostigao vrednost od oko 80%. U isto vreme je ovaj količnik u Hrvatskoj, Bugarskoj i Rumuniji već dostigao vrednost iznad 100%. Dakle, bankarstvo Srbije još uvek ima relativno visok potencijal rasta.

Grafikon 2. Pasiva banaka u Srbiji, jul 2001-jun 2010. (u milionima evra)



Izvor: www.nbs.rs

Druga značajna osobina rasta bankarskog sektora Srbije bila je njegova snažna zavisnost od uvozne štednje. Slične osobine imaju i bankarski sistemi u okruženju. Bugarska

i Hrvatska su imale značajan rast *cross-border* kredita, dok su se privreda u Rumuniji, Mađarskoj i Sloveniji većinom zaduživale iz domaćih izvora.

Tabela 1. Vrednost kredita u odnosu na BDP za odabrane zemlje

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Hrvatska	Iz domaćeg bankarskog sektora	46,75	49,14	52,25	56,80	64,51	67,62	68,71	68,84
	Cross-border	16,61	18,68	19,58	19,73	25,93	33,94	38,20	
	Ukupno	63,36	67,82	71,83	76,53	90,44	101,56	106,91	68,84
Rumunija	Iz domaćeg bankarskog sektora	10,36	13,25	15,96	19,08	24,75	32,68	40,36	40,03
	Cross-border	10,93	9,60	9,40	9,66	12,18	15,13	15,44	
	Ukupno	21,29	22,85	25,36	28,74	36,93	47,81	55,80	40,03
Bugarska	Iz domaćeg bankarskog sektora	19,78	27,47	36,38	43,74	47,35	67,21	74,83	80,58
	Cross-border	14,64	11,81	15,98	18,22	28,12	34,11	33,22	
	Ukupno	34,42	39,28	52,36	61,96	75,47	101,32	108,05	80,58
Mađarska	Iz domaćeg bankarskog sektora	35,45	43,24	46,45	62,77	56,92	63,65	72,56	72,59
	Cross-border	9,91	10,32	10,55	10,22	12,11	14,64	14,32	
	Ukupno	45,36	53,56	57,00	72,99	69,03	78,29	86,88	72,59
Slovenija	Iz domaćeg bankarskog sektora	38,76	41,41	48,00	56,37	66,23	78,76	85,60	90,85
	Cross-border	25,44	26,33	28,38	27,29	32,08	24,75	23,31	
	Ukupno	64,20	67,74	76,38	83,66	98,31	103,51	108,91	90,85

Izvor: IMF, Staff Reports za navedene zemlje, QM br. 20, 2010.

1.2. OSNOVNI PROBLEMI I PREPORUKE

Glavni strategijski cilj razvoja bankarske delatnosti u Srbiji tokom naredne decenije jeste očuvanje visokog potencijala rasta i stabilnosti bankarskog sektora. To praktično znači nastavak sadašnje strategije uz nužno povećanje konkurentnosti unutar sektora i između različitih oblika finansijskog posredovanja.

Održavanje visokog potencijala rasta bankarskog sektora treba da otvori mogućnost njegove unutrašnje diversifikacije. Poželjno je aktiviranje diversifikovanih formi bankarstva - štedionica na tržištu depozita i mikrofinansijskih institucija na tržištu kredita. Ovi oblici posredovanja bi trebalo da smanje troškove finansijskog posredovanja i povećaju dostupnost finansijskim resursima.

Glavni problem u relaciji bankarskog sektora i novog modela privrednog rasta jesu visoki troškovi bankarskog posredovanja. Smanjivanje prevelikog raspona domaćih i stranih, depozitnih i kreditnih kamatnih stopa ostaje jedan od prioriteta monetarne i finansijske regulacije. S druge strane, u okolnostima kada domaća štednja nije dovoljna da finansira rastuće investicije, strategija uvoza inostrane štednje ostaje i nužna i poželjna. Ova dva

cilja su međusobno konfliktna. Rešenje konflikta jeste u strategiji smanjivanja rizika zemlje Srbije i rizika svakog pojedinačnog privrednog subjekta na njenoj teritoriji.

Drugi skup problema vezan je za nedovoljnost i nepovoljnu ročnu strukturu domaće štednje. Politikom obaveznih rezervi trebalo bi konkurentno izjednačiti domaću i inostranu štednju i destimulisati kratkoročno zaduživanje banaka u inostranstvu.

2. FORMIRANJE NACIONALNE RAZVOJNE BANKE REPUBLIKE SRBIJE

Pojam nacionalna razvojna banka (NRB) se u tekstu koji sledi koristi u značenju službene definicije Ujedinjenih nacija, to jest kao finansijska institucija koja je primarno orijentisana na ponudu dugoročnih izvora finansiranja za projekte koji generišu pozitivne eksterne efekte i koje privatni kreditori ne finansiraju u dovoljnoj meri. Tipičan slučaj projekta sa visokim eksternim efektima jesu infrastrukturni projekti. Nerazvijene i zemlje u razvoju imaju potrebu za izdvajanjem približno 5% BDP-a za finansiranje razvoja infrastrukture. Iz ove činjenice sledi potreba da se tim značajnim segmentima privredne aktivnosti upravlja efikasno i izvan uticaja snažnih privatnih lobija. Ako se ovoj činjenici doda i druga - oštro ograničene mogućnosti nastupa zemalja u razvoju na domaćem i inostranom kreditnom tržištu - jasno se prepoznaju razlozi za postojanje Nacionalne razvojne banke.

2.1. DELATNOST NRB REPUBLIKE SRBIJE

Nacionalne razvojne banke jesu, saglasno definiciji njihovog osnovnog cilja, entiteti čiji su osnovni zadaci (1) **korekcija tržišnih imperfekcija, odnosno delovanje u oblastima u kojima tržište ne postoji** (tzv. *market failure situacije*) i (2) **kreiranje efikasnog tržišta na duži rok**. U toku procesa kreiranja funkcionalnog tržišnog mehanizma, ove banke nude finansijske usluge koje nisu dostupne putem tradicionalnog bankarskog sistema. Dakle NRB nisu u konfliktu sa nacionalnim finansijskim sistemom, posebno komercijalnim i investicionim bankama. Ovaj princip je bitan za opstanak NRB i njihovo efikasno delovanje jer sprečava kreiranje tzv. mekog, povlašćenog kredita i ograničava političke pritiske na njeno delovanje.

U praksi se sreću raznorodna rešenja: od široke definicije delatnosti koja je gotovo identična delatnosti standardne komercijalne banke (čileanska Banco Estado) do oštro fokusirane asistencije privatnim investicijama u nacionalnim i lokalnim investicionim infrastrukturnim projektima (Južnoafrička razvojna banka - DBSA). U svim slučajevima NRB deluju u koaliciji a ne u konfliktu sa ostatkom nacionalnog finansijskog sistema. Drugi bitan kriterijum za definisanje opsega delatnosti NRB jeste raspoloživost i struktura izvora finansiranja. Ukoliko su izvori oskudni i ograničeni isključivo na javni sektor (bez pristupa tržištu) - onda je i definicija opsega delatnosti NRB rigorozna i oštro fokusirana na tačno određenu vr-

stu projekta. Treći relevantan problem kod definisanja delatnosti NRB Srbije jeste njegovo prilagođavanje promenama visine raspoloživih izvora i njihove strukture. Naime, u prvim fazama evolucije NRB Srbije, raspoloživi izvori finansiranja bi, verovatno bili vrlo oskudni. Implikacija: u prvim fazama NRB Srbije bi morala imati oštro fokusiranu delatnost na tačno određene oblasti. Taj fokus bi se vremenom, sa rastom raspoloživih izvora - širio.

2.2. DEFINISANJE STATUSA NRB REPUBLIKE SRBIJE

Nacionalna razvojna banka se formira kako bi radila u javnom interesu koji se specificira u odgovarajućem zakonu i statutu banke.

U fokusu delatnosti NRB su unapred definisane oblasti delovanja, pa čak su i grupe klijenata. Posebno zakonsko definisanje NRB jeste posledica činjenice da se njen profil, u gotovo svim institucionalnim rešenjima, odlikuje visokim rizikom i niskim prinosom. Ovde je lociran prvi potencijalni konflikt sa ostatkom finansijskog sistema. NRB može, u slučaju pogrešne i nedovoljno precizne određenosti njenog statusa, biti uzročnik poremećaja u nacionalnom finansijskom sistemu. Drugi bitan razlog zbog koga NRB treba osnovati i urediti posebnim zakonom, jeste otvaranje institucionalne mogućnosti da profitabilnost i rad u javnom interesu ne moraju biti konfliktni ciljevi.

Posebno pitanje u definisanju statusa NRB jeste definisanje njene relacije sa nacionalnim bankarskim sistemom i posebno centralnom bankom. NRB često, da bi umanjila troškove i/ili povećala profitabilnost, ulazi u domen aktivnosti centralne banke ili ugrožava njen supervizorski autoritet. Na ovoj relaciji je locirana prva moguća zona konflikta NRB sa drugim institucijama nacionalnog finansijskog sistema. Zbog toga se zakonom o NRB definišu i standardi i mere njene efikasnosti. (Tako se, primera radi, kao minimalna mera prinosa na njen kapital, odnosno minimalna vrednost njenog ROE uzima cena javnog duga.)

Druga vrsta konflikta može nastati između Vlade i Nacionalne razvojne banke. Ovaj konflikt nastaje kada NRB permanentno traži dodatna sredstva od države za dokapitalizaciju, bez pouzdanih nalaza o efektima prethodnih ulaganja. Tako NRB banka može postati žarište „zaraze“ u sistemu, odnosno promovisati meko budžetsko ograničenje i stalnu tražnju za bespovratnim sredstvima. Ovaj fenomen se posebno uočava u zemljama u kojima je NRB pod snažnim uticajem lobističkih grupa, koje indirektno (zlo)upotrebljavaju njene resurse. Da bi umanjila gubitke, država u tim okolnostima pojačava stepen administrativne kontrole nad NRB ili počinje da primenjuje istu regulativu i superviziju kao centralna banka nad poslovnim bankama. Ovo rešenje je u nekim slučajevima dovodilo do kolapsa NRB ili do napuštanja originalne orijentacije razvojne banke i zanemarivanja njene operativne efikasnosti.

2.3. IZVORI FINANSIRANJA NRB

Ključno pitanje u istraživanju ovih problema jeste da li NRB može biti depozitna institucija, tj. da li može primati domaće privatne osigurane depozite. Razlog zbog koga se NRB uskraćuje ova vrsta finansiranja jeste visok rizik ovih institucija, koji može ugroziti sigurnost tih depozita.

Uređeni parovi rešenja su sledeći. Ukoliko NRB može slobodno operisati na domaćem finansijskom tržištu depozita i kredita - onda mora biti pod nadzorom centralne banke i ispunjavati sve prudencione standarde. (Slučaj čileanske Banco Estado.) Ukoliko NRB nema mogućnost prenošenja sopstvenog rizika na depozite - onda se ona može isključiti iz standardnog sistema prudencione kontrole. To ne znači da NRB ne poštuje standarde sigurnosti i upravljanja rizicima nego da se oni posebno formulišu za ovu vrstu bankarstva. (Terminološki se ova grupacija označava kao razvojne finansijske institucije *Development Financial Institution* - DFI). U nekim slučajevima ti standardi mogu biti i oštriji od normi koje važe za komercijalno bankarstvo.

Dinamički pristup ovom problem omogućava postupnu evoluciju izvora finansiranja čija bi početna tačka bila osnovni kapital koji bi uložila država. Druga faza evolucije strukture izvora mogla bi biti objedinjavanje svih oblika razvojnog finansiranja iz javnih izvora (razvojni fondovi itd.). Treća faza bila bi objedinjavanje upravljanja izvorima razvojnog finansiranja iz inostranstva (krediti Svetske banke, razvojnih banaka EU, nacionalnih razvojnih banaka drugih zemalja, donacije itd.) Četvrta faza jeste sindicirano finansiranje sa komercijalnim bankama iz zemlje i inostranstva i kreiranje mehanizama javno-privatnog partnerstva u finansiranju projekta od javnog interesa. Konačno, u okolnostima kada NRB dostigne odgovarajući rejting biće moguć autonomni istup NRB na domaće i međunarodno tržište preko mehanizma emitovanja visokokvalitetnih obveznica i srodnih instrumenta.

3. FORMIRANJE TRŽIŠTA DRŽAVNIH OBVEZNICA

Klasičan način formiranja infrastrukture ovog tržišta polazi od tzv. *top-down* pristupa. Alternativni pristup, koji uzima u obzir konkretne ciljeve i interese pojedinačnih učesnika na tržištu (emitenata, investitora i finansijskih posrednika) i na bazi njih prilagođava način funkcionisanja tržišta, jeste tzv. *bottom-up* pristup. U praksi se ova dva pristupa kombinuju i zajedno daju dobre rezultate.

Na razvoj ovog tržišta deluju i osobine konkurentskih tržišta, pre svega raspoloživost i troškovi bankarskih kredita i osobine tržišta vlasničkih instrumenata. Konkurenti, pre svega banke, ujedno i pomažu razvoj tržišta obveznica ako se uključe u proces kao emi-

tenti, investitori ili posrednici. Berze i klirinški sistem mogu ustupiti deo svoje infrastrukture kako bi pomogli inicijalno trgovanje i/ili izveštavanje o trgovanju obveznicama. Neki elementi sistema za trgovanje, kliring i saldiranje inicijalno mogu biti preuzeti i prilagođeni sa tržišta akcija. Na duži rok, u većini zemalja emisijom državnih obveznica bavi se trezor Ministarstva finansija, dok se sekundarna trgovina najčešće obavlja vanberzanski sa centralizovanim izveštavanjem. Kod korporativnih obveznica se, uporedo, praktikuje i berzansko i vanberzansko trgovanje. Uprkos tome, izgradnja tržišta obveznica može biti kompleksniji proces od izgradnje tržišta akcija, zbog same prirode instrumenata koji se emituju i kojima se trguje. Tržište obveznica podrazumeva postojanje razvijenog tržišta novca i adekvatne dugoročne kriterijumske veličine (benčmarke). Obveznice nose sa sobom kreditni rizik, rizik izmirenja obaveza emitenta po osnovu kamate i glavnice duga, dok akcije kao instrumenti ne dospevaju i ne zahtevaju obavezu isplate dividendi.

Osnovni problem razvoja srpskog tržišta obveznica jeste, u prvom koraku, definisanje efikasne, jasne i nedvosmislene regulative. Osnovni zakon koji trenutno pokriva oblast emisije i trgovanja dugovnim hartijama od vrednosti jeste Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.²² Dužničke hartije od vrednosti mogu biti izražene u domaćoj ili stranoj valuti, pri čemu je za domaća pravna lica neophodna dozvola NBS (u novom Nacrtu zakona o izmenama i dopunama Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata predlaže se ukidanje nadležnosti NBS u ovom domenu). Napori da se zakon prilagodi zahtevima prakse doveli su do formulisanja novih rešenja. Nacrt Zakona, razvijen u saradnji Ministarstva finansija Republike Srbije i Američke agencije za međunarodni razvoj (USAID) u značajnoj meri približava nacionalnu regulativu standardima postavljenim direktivama EU. Izmenama će se ojačati transparentnost tržišta i zaštita investitora. Najvažnija novina za trgovinu obveznicama je to što važeći Zakon sadrži nepotrebno ograničenje trgovanja koje može biti samo na organizovanom tržištu hartija od vrednosti.

3.1. KREIRANJE TRAZNJE ZA DUGOVNIM HARTIJAMA OD VREDNOSTI I STRUKTURA TRŽIŠTA

Osnovni izvori tražnje za dugovnim hartijama jesu istovremeno i izvori tražnje za bankarskim kreditima i izvor njihovog depozitnog potencijala. Ukoliko dominantnu ulogu u finansijskom posredovanju imaju banke kojima je tržište ovih instrumenata zapravo konkurencija, one mogu, ako im razvoj tržišta pogoršava konkurentsku poziciju, delovati ograničavajuće na njegov razvoj. Da bi se smanjila „bankocentričnost“ sistema neophodno je podstaći dalji razvoj sektora lokalnih institucionalnih investitora. Ovi generatori jesu osnov stabilnije tražnje za lokalnim instrumentima duga na duži rok. Postojanje ovakvih učesnika na tržištu smanjilo bi i jaku zavisnost privrede od bankarskog kredita.

22 Službeni glasnik RS br. 47/2006.

Struktura ponude novih instrumenata bi trebalo da sadrži i instrumente tržišta novca i tržišta kapitala. To uključuje i paralelni razvoj dugoročnijih instrumenata - obveznica države, korporativnog sektora i municipalne instrumente. Prioritet, zbog relativno nižeg rizika, imaju državni instrumenti. Struktura tržišta bi trebalo da vodi uspostavljanju balansa između bankarskih kredita i vlasničkih instrumenata, s jedne strane i razvijenog segmenta dugovnih hartija od vrednosti, s druge strane. Cilj konzistentne nacionalne strategije jeste povećanje broja raspoloživih instrumenata za ulaganje i trgovinu, kao i uvećanje transparentnosti kroz centralizovano izveštavanje o izvršenim transakcijama.

3.2. NEKI NUŽNI ELEMENTI STRATEGIJE RAZVOJA TRŽIŠTA DUGOVNIH HARTIJA OD VREDNOSTI REPUBLIKE SRBIJE

Najveći broj zemalja se prilikom formiranja i implementacije strategije razvoja domaćeg tržišta dugovnih finansijskih instrumenata oslanja na opšte preporuke Međunarodnog monetarnog fonda i Svetske banke koje prilagođava lokalnim okolnostima na konkretnom tržištu.²³ Te preporuke, pored ostalih, obuhvataju sledeće kritične oblasti: formulisanje ciljeva i koordinaciju s monetarnom i fiskalnom politikom, formulisanje institucionalnog okvira, konkretnu strategiju za razvoj tržišta duga, upravljanje rizicima i troškovima i razvoj i održavanje efikasnog primarnog i sekundarnog tržišta dugovnih finansijskih instrumenata.

3.2.1. OSNOVNI CILJEVI I RIZICI UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM

Osnovni cilj efikasnog upravljanja javnim dugom jeste usaglašavanje dinamike pribavljanja finansijskih sredstava i dospeća obaveza pri što nižem nivou troškova na srednji i dugi rok, uz prihvatljiv nivo rizika. Upravljanje rizicima javnog duga jeste, zapravo, održavanje stabilnih struktura duga koje se oslanjaju na izvorne prihode emitenta, a ne na dodatne emisije kao izvor za pokriće dospelih emisija. Posledično, optimalno upravljanje dugom jeste minimizovanje rizika insolventnosti kao i održavanje maksimalnog kredibiliteta javnih vlasti kao emitenta odnosno dužnika.

Osnovni rizici upravljanja javnim dugom u Srbiji jesu: tržišni i rizik refinansiranja. Tržišni rizik će se održavati na relativno visokom nivou usled promena tržišnih cena obveznica, kamatnih stopa i deviznih kurseva. U slučaju emitovanih obveznica kako u domaćoj tako i u inostranim valutama, promene kamatnih stopa utiču na troškove njegovog refinansiranja. Kratkoročni instrumenti jesu i biće opterećeni relativno visokim rizikom refinansiranja. Prevelika koncentracija veoma dugoročnih instrumenata povećava ovaj, rizik jer su budući zahtevi za finansiranjem manje izvesni. Instrumenti denominirani u stranoj valuti,

23 IMF and World Bank, Guidelines for Public Debt Management, 2003; IMF, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy, 2008.

takođe, povećavaju volatilnost kretanja troškova servisiranja duga, mereno u domaćoj valuti, zbog mogućih promena deviznog kursa. Tržišni rizik ove vrste može biti dodatno izražen u slučaju kada država emituje obveznice sa put klauzulom.

Rizik refinansiranja će se uvećavati kada se dospelili instrumenti zamenjuju novom emisijom pri visokim kamatnim stopama. Pored ovoga aspekta koji se može podvesti pod kategoriju tržišnog rizika, važno je naglasiti da potencijalna nemogućnost refinansiranja može značajno povećati troškove finansiranja države tako da posledica može biti dužnička kriza i realni ekonomski gubici investitora. Zbog toga je upravljanje ovim rizikom od izuzetne važnosti, posebno za zemlje sa tržištima u razvoju.

Osnovni rizici su međusobno povezani. Promene u nivou jedne vrste rizika mogu izazvati neproporcionalne promene i nivo drugog rizika. Zbog ovog svojstva se svim bazičnim rizicima upravlja integrisano. Tako se minimiziranjem troškova održavanja i servisiranja javnog duga sprečavaju gubici koji mogu da ugroze fiskalnu poziciju, da otežaju pristup tržištu kapitala i povećaju poresko opterećenje i politički rizik. Ovaj rizik dominira u prvim fazama razvoja tržišta jer zemlje sa plitkim i manje likvidnim tržištem dugovnih instrumenata imaju otežan pristup inostranom tržištu kapitala. Dakle, u inicijalnoj fazi razvoja tržišta u Srbiji je potreban oštar fokus na rizik refinansiranja²⁴. Jasna politika upravljanja javnim dugom u tim je uslovima neophodna jer su kratkoročni dug, dug uz varijabilne kamatne stope i dug denominovan u inostranoj valuti - često jedine održive alternative na kratak rok.

Posmatrano u širem kontekstu državnih prihoda i rashoda, upravljanje dugom nastalim emitovanjem dugovnih hartija od vrednosti, omogućava da se izvrši usklađivanje novčanih tokova prema valutnoj strukturi i dinamici isplata obaveza. Najveći deo državnih prihoda je u formi poreskih prihoda koji su izraženi u domaćoj valuti. Usklađivanje sa ovim приходima bi bila emisija dugoročnih dugovnih hartija od vrednosti sa fiksnom kamatnom stopom, denominovanog u domaćoj valuti. Za zemlje sa nedovoljno razvijenim tržištem kapitala, ova opcija je obično neizvodljiva na kratak rok, pa se češće pristupa emisiji kratkoročnih instrumenata sa fiksnom ili promenljivom kamatnom stopom i instrumenata indeksiranih ili izraženih u inostranim valutama. Iako se inicijalno može činiti da emisija duga denominovanog u stranim valutama manje košta od emisije domaćih instrumenata iste ročnosti, obično se pokaže da je to skupa alternativa ako je, kao u našem slučaju, domaće tržište kapitala nerazvijeno i nestabilno ili ako dođe do pada vrednosti domaće valute. Emisija kratkoročnog duga pri rastućoj krivoj prinosa može značiti visok rizik i troškove refinansiranja. Zbog toga, većina zemalja, nakon inicijalne faze razvoja lokalnog tržišta državnih dugovnih instrumenata, prelazi na produženje roka dospeća i

24 U razvijenim zemljama, sa dubokim i likvidnim tržištem državnih dugovnih hartija, dominira tržišni rizik. Njegovo merenje se osim „stres testovima“ izvodi i sofisticiranim portfolio modelima.

denominaciju u lokalnoj valuti. Ipak, ne ide se na previše duge ročnosti jer bi to moglo podstaći vlasti da smanje realnu vrednost duga inflatornim potezima.

3.2.2. KOORDINACIJA EMITOVANJA DRŽAVNIH OBVEZNICA SA MONETARNOM I FISKALNOM POLITIKOM

Efikasno upravljanje dugom i koordinirana monetarna i fiskalna politika daju visok potencijal snižavanja riziko premije u strukturi dugoročnih kamatnih stopa. Razlika u bazičnim ciljevima monetarne politike i upravljanja javnim dugom, često ipak dovodi do konflikta. Monetarne vlasti se fokusiraju na stabilnost cena. Kod upravljanja javnim dugom je fokus stavljen na odnos troškova i rizika. Centralna banka može da preferira izdavanje državnih hartija indeksiranih dinamikom inflacije ili pozajmljivanje u stranoj valuti. To može, s druge strane, ugroziti bilans države ako tržište za te instrumentenije dovoljno razvijeno. U zemljama sa razvijenim finansijskim tržištem, zaduživanje emisijom obveznica bazira se na ekonomskim i fiskalnim projekcijama sadržanim u državnom budžetu, a monetarna politika se sprovodi nezavisno od upravljanja dugom. S druge strane, fiskalne vlasti mogu insistirati na emisiji bezkuponskih obveznica kako bi se teret ukupnog duga preneo na buduće generacije. Nastup na finansijskom tržištu i direktan kontakt sa tržišnim učesnicima daje povratnu informaciju o tome da li su investitori spremni da investiraju u ponuđene instrumente i kakva je zaista struktura tražnje. Zbog ovakvih potencijalno konfliktnih pristupa, potrebna je apriorna i dosledna koordinacija bazičnih makroekonomskih politika. S obzirom na to da monetarne vlasti često koriste državne hartije u operacijama na otvorenom tržištu, potrebno je jasno razumevanje državnih tekućih i budućih finansijskih tokova. Ako obe institucije, i Centralna banka i Ministarstvo finansija emituju sopstvene finansijske instrumente, što je slučaj i kod nas, potrebno je voditi računa da se aktivnosti ne preklope na istom tržišnom segmentu (definisano prema ročnosti instrumenata i obimu emisije).

3.2.3. PREPORUKE ZA RAZVOJ NACIONALNOG TRŽIŠTA DRŽAVNIH OBVEZNICA

U inicijalnoj fazi razvoja tržišta trebalo bi insistirati na emisiji obveznica ročnosti od jedne do nekoliko godina (1,2 najduže tri). Sa stabilizacijom tržišta ročnost instrumenta se postupno produžava. Činioci koji uslovljavaju izbor instrumenata jesu sledeći.

Usled visokih rizika novih instrumenata investiciona javnost bi od dugoročnijih instrumenata zahtevala izrazito visoke prinose. To bi ovakav način finansiranja učinilo dodatno skupljim u poređenju sa npr. bankarskim kreditom iste ročnosti. Osim pouzdane zakonske regulative jedan od preduslova za razvoj ovog segmenta finansijskog tržišta jeste informisanje lokalnih investitora o prednostima koje dugovne hartije od vrednosti mogu da pruže. Kao pandan štednji u dinarima, ovi instrumenti zahtevaju kreiranje poverenja. Iako se razvoj lokalnog tržišta dugovnih instrumenata može učiniti kao skup proces, ipak

je to način da se kreiraju stabilne osnove za rast uz potencijalno manje potrese u slučaju inflatornog i deviznog rizika. Još uvek visok stepen evroizacije tržišta predstavlja jak hendikep za aktivno slobodno vođenje monetarne politike i efikasno inflatorno targetiranje. Svako buduće pooštavanje monetarne politike i povećanje referentne kamatne stope Narodne banke Srbije, poskupljuje finansiranje u zemlji. Nepostojanje lokalno razvijenog tržišta finansijskih instrumenata, navodi investitore na ulaganja u evre. U situaciji finansijske krize, dolazi do drastičnog pritiska na vrednost domaće valute. Jedan od načina za smanjenje evroizacije tržišta i veću stabilnost finansijskog tržišta jeste i emisija instrumenata u lokalnoj valuti i razvoj svesti o prednostima tih instrumenata.

Bitan činilac izbora jeste nivo sadašnje i očekivane inflacije. U prisustvu inflacije neizbežan je rast riziko premije u strukturi prinosa dugovnih instrumenata. Drugi bitan efekat prisustva inflacije jeste relativno kratka ročnost instrumenata. Tek sa izgradnjom povećanja u nove instrumente i stabilizacijom makroekonomskih okolnosti pristupa se postepenom produženju ročnosti emitovanih instrumenata. Emisija dugovnih hartija sa umerenom ročnošću bi pružila investitorima alternativu za ulaganje u vlasničke hartije ili polaganje sredstava u banke.

Pribavljanje sredstava za finansiranje dugoročnijih investicija, moglo bi se vršiti intenzivnije na evrodolarskom tržištu. Sa razvojem lokalnog tržišta dugovnih instrumenata, postepeno bi bilo moguće povećavati i njihovu ročnost i kreditni rejting. Preduslovi koji se lokalno moraju kreirati da bi se nastupilo ozbiljnije na međunarodnom tržištu kapitala, obuhvataju: nekoliko godina dobrih ekonomskih performansi i dobre makroekonomske prognoze za budući period, održivost ukupne strategije upravljanja javnim dugom, stabilan privredni rast, inflaciju koja je pod kontrolom i nesmetano finansiranje deficita tekućeg dela platnog bilansa, strukturne reforme, dobru informisanost, kao i političku stabilnost. Tada bi proces bio podržan i od strane MMF-a. Potom bi bilo potrebno jasno definisati vrednost međunarodne emisije koja neće povećati odnos spoljnog duga prema BDP-u iznad limita koji, prema različitim studijama, iznosi između 15 i 50 procenata u zavisnosti od toga da li su zemlju u razvoju karakterisale česte dužničke krize, niti ugroziti fiskalni položaj države. Veličina emisije i njena vremenska dinamika mora odgovarati potrebama za sredstvima, mogućnosti vraćanja duga, ali i visini tražnje kao i zahtevima za uključenje u reprezentativni međunarodni indeks obveznica. Veličina emisije treba da podstakne likvidnost sekundarnog tržišta. S druge strane, preveliki obim emisije može povećati rizik refinansiranja, kreditni rizik i troškove emisije. U pogledu ročnosti međunarodnih emisija, u prvoj fazi se preferira kraća ročnost, u proseku pet do sedam godina, zbog toga što investitori nedovoljno poznaju zemlju. S druge strane, emitenti, takođe, preferiraju kraći rok dospeća instrumenata jer očekuju poboljšanje kreditnog rejtinga zemlje i niže troškove budućeg finansiranja. Ipak, ponekad je duži rok povoljnije rešenje, posebno kada se vrši finansiranje dugoročnijih projekata čija generacija prihoda se očekuje u daljoj budućnosti.

Sledeći bitan korak jeste odluka o vrsti obveznice koja se emituje: *kuponska* ili *bez kupon-ska* obveznica ili instrument sa amortizacionim karakteristikama. Za ređe emisije preporučuje se upravo ovaj tip obveznica jer umanjuje rizik refinansiranja, smanjuje informacionu asimetriju između emitenta i investitora i ima kraće trajanje od kuponske obveznice. Emisije mogu uključiti otplatni fond (*sinking-fund*) klauzulu kojom se prikupljanje sredstava za izmirenje duga vrši blagovremeno. Složenije opcije nisu preporučljive u prvoj fazi (posebno kol ili klauzula opoziva).

Definisanje valute za međunarodnu emisiju državnih obveznica vrši se u skladu sa strukturom državnih prihoda i rashoda, valutnom strukturom spoljnog duga i razmene sa inostranstvom, ciljne baze investitora i troškova finansiranja. Ako se želi formirati benčmark za emisije korporativnih obveznica na inostranom tržištu moraju se uzeti u obzir preferencije investitora. Neke zemlje su emitovale obveznice u lokalnoj valuti na međunarodnom tržištu (Turska, Kolumbija, Brazil), što snižava devizni rizik za emitenta, ali i povećava obećane prinose na lokalnom tržištu i ponudu instrumenata na lokalnom nivou.

Važan momenat kod upravljanja javnim dugom jeste i stanje deviznih rezervi. Adekvatan nivo i struktura rezervi određuje stepen osetljivosti zemlje na eksterne promene, a zavisi od mogućnosti pristupa države tržištu kapitala, režima deviznog kursa, ekonomskih fundamanata i osetljivosti zemlje na ekonomske i finansijske šokove kao i troškova održavanja rezervi i iznosa kratkoročnog duga u inostranim valutama. Pokazatelji odnosa duga i BDP-a, racio servisiranja duga, prosečna kamatna stopa, indikatori ročnosti i strukture duga, od značaja su za kvalitetno upravljanje javnim dugom.

Kada se donosi odluka o emisiji obveznica na međunarodnom nivou - mora se uzeti u obzir i uticaj te emisije na devizne rezerve, njihov nivo, strukturu i moguću posledičnu sterilizaciju u lokalnoj privredi. Dugoročno, struktura, volatilnost i veličina rezervi mora omogućiti servisiranje dospelog duga. Takođe, postavlja se i pitanje nadležnog zakonodavstva, kreiranja tražnje kao i odabira investicione banke koja će biti delimični ili puni pokrovitelj emisije ili delovati po principu najvećeg zalaganja, što i jeste najčešće. Često se u slučaju dugoročnog finansiranja, alternativni izvori pokazuju isplativijim i dostupnijim kao npr. strane direktne investicije, razvojni fondovi, koncesije ili partnerstva privatnog i javnog sektora. U prvoj fazi razvoja tržišta dugovnih hartija od vrednosti potrebno je poći od izgradnje domaćeg tržišta duga kako bi se u narednim fazama moglo pristupiti i međunarodnim izvorima finansijskih sredstava na fleksibilniji i jeftiniji način u momentu stabilizacije na međunarodnim finansijskim tržištima.

3.2.4. UPRAVLJANJE TROŠKOVIMA JAVNOG DUGA

Troškovi upravljanja javnim dugom imaju dve komponente: finansijski trošak servisiranja duga na srednji i dugi rok, i potencijalni trošak realnih ekonomskih gubitaka do kojih

može doći u slučaju finansijske krize i nemogućnosti da se refinansira javni dug. Za procenjivanje nivoa i strukture troškova koristi se *scenario analiza* tako što se prvo razvije projekcija budućih troškova bazirana na predviđenom kretanju kamatnih stopa i deviznih kurseva, kao i potreba za zaduživanjem. Cilj je da se sagleda uticaj budućih finansijskih rashoda na državni budžet, kao i mogući realni gubici u slučaju neodrživosti projektovanog nivoa servisiranja duga. Upravljanje rizicima i rezultujućim mogućim troškovima jeste zadatak posebne upravljačke jedinice koja, u okviru Ministarstva ili kao posebna agencija Vlade, upravlja javnim dugom. Za potrebe upravljanja troškovima mora se raspolagati kompletnim informacijama o projektovanim finansijskim i makroekonomskim tokovima, računovodstvenim podacima i detaljnoj valutnoj i ročnoj strukturi emitovanih državnih instrumenata, kao i projekcijama budžeta za naredni period. Analiza različitih scenarija rezultuje odabirom strategije upravljanja dugom koja najviše odgovara nivou averzije prema riziku emitenta. Upravljanje dugom na razvijenim finansijskim tržištima podrazumeva, pored navedenog, i periodično određivanje željene strukture duga koja služi kao benčmark za nove emisije. Benčmark vrednosti koje se prate u svakodnevnom upravljanju se odnose na odnos kratkoročnog i dugoročnog duga, valutnu strukturu i mere trajanja duga. Manje razvijene zemlje nemaju konstantan pristup tržištu niti je finansijsko tržište dovoljno likvidno i diversifikovano da bi pružilo svakodnevno praćenje. Ipak, ove zemlje treba da ustanove fleksibilnije benčmarke koji će pomoći efikasnije upravljanje javnim dugom i razvoj domaćeg tržišta dugovnih instrumenata. Oni treba da budu javno dostupni i najčešće izraženi u vidu ciljnih raspona za konkretne karakteristike duga.

3.2.5. DEFINISANJE KAMATNHIN STOPA I PROBLEM ZAŠTITE OBVEZNICA OD RIZIKA INFLACIJE

Jedan od najvažnijih zahteva kod emitovanja državnih obveznica jeste i definisanje kamatne stope koju će ovi instrumenti nositi. Zemlje koje se karakterišu nestabilnim uslovima u oblasti kamatnih stopa i deviznog kursa, emituju obveznice po varijabilnoj kamatnoj stopi (Latinska Amerika). Zemlje u Centralnoj Evropi i Aziji emituju većinom instrumente sa fiksnim stopama. Iskustvo Perua, za koga je specifičan visok nivo dolarizacije, jeste indeksacija deviznim kursom. Zemlje koje kao monetarnu strategiju primenjuju ciljanje inflacije, indeksiranje vrše inflacijom (npr. Čile i Izrael). Ipak, ove zemlje zbog zahteva investitora većinom prelaze na fiksne stope.

Moguće rešenje problema inflacije mogla bi biti i emisija indeksiranih obveznica po ugledu na američke TIPS. Suština instrumenta ogledala bi se u polugodišnjem indeksiranju nominalne vrednosti duga, koja bi se potom primenjivala kod obračuna vrednosti kupona za posmatrani period. Indeksiranje u lokalnim uslovima moglo bi se vršiti praćenjem promene vrednosti indeksa cena na malo. Za efikasnu primenu ovog instrumenta veoma su važna očekivanja i prognoze o budućem kretanju inflacije, jer upotreba in-

strumenta se obesmišljava u uslovima izrazito rastuće inflacije. Takođe, važno je utvrditi stepen međunarodne uporedivosti odabranog indeksa kako bi se s razvojem ovakvih instrumenata približili zahtevima harmonizacije na evropskom finansijskom tržištu.

3.2.6. SREDNJOROČNA STRATEGIJA ZA UPRAVLJANJE JAVNIM DUGOM

Srednjoročna strategija za upravljanje državnim dugom obuhvata vremenski horizont u rasponu od oko pet godina i bazira se na prethodno izloženim opštim smernicama.²⁵ Kompozicija javnog duga važan je činilac otpornosti privrede na eksterne šokove. U pojedinim zemljama (Argentina, Brazil, Indonezija, Rusija) je valutna izloženost činila ključnu determinantu povećanja nivoa duga. U drugim slučajevima, veliki dug bankarskog sektora ili preduzeća (Turska, Koreja, Tajland) - negativno je uticao na opšti nivo duga. Pristup tržištu kapitala zahteva jasne smernice sa adekvatnim pristupom upravljanju rizicima i troškovima toga procesa. Srednjoročna strategija upravljanja dugom prepoznaje troškove i rizike procesa i uzima u obzir delovanje šire makroekonomske politike, s ciljem održivosti duga u posmatranom periodu i razvoja domaćeg tržišta dugovnih instrumenata. U definisanom periodu od *tri do pet* godina vlada definiše poželjnu kompoziciju državnog portfolija duga. Reč je o dinamičkom pristupu koji analizira različita scenarija i varira iznose troškova i stepen izloženosti riziku u potrazi za optimalnom strukturom duga javnog sektora. Da bi strategija upravljanja dugom bila uspešno implementirana - ona mora postati deo šire makroekonomske politike, uključujući monetarnu, fiskalnu i politiku deviznog kursa. Nužan okvir čini adekvatna regulativa, efikasni institucionalni aranžmani, i sveobuhvatno i efikasno vođenje evidencije o stanju duga.

Kada su ti preduslovi ispunjeni struktuiranje srednjoročne strategije upravljanja dugom obuhvata sledeće nužne korake: (1) identifikaciju ciljeva upravljanja javnim dugom i obuhvatnost strategije; (2) sagledavanje tekuće prakse upravljanja dugom i analizu troškova i rizika postojećeg nivoa duga i njegove strukture; (3) identifikaciju i analizu mogućih izvora finansiranja, uključujući analizu troškova i rizika alternativa; (4) identifikaciju projekcija i rizika u ključnim makroekonomskim oblastima - monetarne, fiskalne i eksterne politike; (5) pregled ključnih dugoročnih strukturnih faktora; (6) scenario za analizu balansa između rizika i troškova nakon čega sledi rangiranje alternativnih strategija; (7) uočavanje i diskusija implikacija odabranih mogućih strategija upravljanja dugom sa monetarnim i fiskalnim vlastima, kao i sagledavanje uticaja na finansijsko tržište i, na kraju, (8) politički i institucionalni konsenzus o odabranoj strategiji upravljanja dugom na srednji rok.

Strategija se nužno daje na uvid javnosti. Na osnovu strategije razvija se i primenjuje godišnji plan zaduživanja uz redovan monitoring, evaluaciju i reviziju strategije (godišnje, ili češće, tokom perioda nestabilnih tržišnih okolnosti). Za sprovođenje odabrane strate-

25 IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy, 2008

gije zadužen je nezavisan stručan tim za upravljanje dugom koji odgovara Ministarstvu finansija, koje inicijalno i odobrava samu strategiju. Reč je o aktivnoj strategiji o čijem napretku se sastavljaju redovni (najčešće kvartalni) izveštaji.

4. FORMIRANJE TRŽIŠTA KORPORATIVNIH OBVEZNICA

U Srbiji, kao i u većini zemalja Jugoistočne Evrope, dominantan vid finansiranja preduzeća jesu bankarski krediti. Korporativna obveznica jeste alternativa ovoj dominaciji. Nasuprot državnom segmentu tržišta dužničkih instrumenata, razvoj tržišta korporativnih obveznica u ovim privredama teče sporo. Republika Češka, Ruska Federacija i Ukrajina imaju najveća tržišta korporativnih obveznica, dok bugarsko i tursko tržište ubrzano rastu. Čak i u Ukrajini, koja je najrazvijenije tržište ovoga tipa u regionu, vrednost korporativnih obveznica u prometu ne prelazi 3% vrednosti BDP-a. Sumarno: tržište korporativnih obveznica ima visok potencijal rasta u većini zemalja regiona. Razvoj tog tržišta u Ukrajini i Rusiji bazira se i na put klauzulama, koje ove obveznice često nose. Najviše instrumenata emitovano je iz oblasti energetskog sektora, sektora nekretnina i finansijskog sektora. Prosečna ročnost ovih instrumenata je u proseku kraća od ročnosti na državnom segmentu tržišta obveznica.

Srbija ima potencijal za razvoj ovog tržišta, posebno u energetskom sektoru.

4.1. PROBLEM VISOKIH TRANSAKCIONIH TROŠKOVA EMITOVANJA KORPORATIVNIH OBVEZNICA U SRBIJI

Visoki troškovi koji prate emisiju, posebno regulatorni (kao što su troškovi ispunjavanja regulatornih zahteva i same emisije) usporavaju razvoj ovog oblika finansiranja realnog sektora. Relevantna iskustva pokazuju da tržišta korporativnih obveznica imaju značajne troškove, pretežno zbog njihove ograničene veličine²⁶.

Troškovi emisije u Srbiji takođe obuhvataju navedene grupe troškova. Jedan od razloga zašto nije bilo značajnih emisija putem javne ponude korporativnih obveznica jesu visoki, upravo, troškovi emisije, koje treba platiti unapred Komisiji za hartije od vrednosti. U zavisnosti od vrste korporativne obveznice, te tarife su sledeće: odobrenje prospekta

26 U Sloveniji su korporativne obveznice manje efikasno rešenje od kredita banaka pretežno zbog visokih transakcionih troškova koji prate male obime emisija limitirane veličinom samoga tržišta. Visoki troškovi emisionog procesa u Poljskoj naveli su preduzeća da koriste privatni plasman kao dominantan i efikasniji vid emisije. Privatni plasman, iako jeftiniji, umanjuje transparentnost procesa i isključuje sekundarno trgovanje. Većinu emitovanih korporativnih instrumenata kupuju banke i finansijske institucije i drže ih do dospeća. Tako je i u Mađarskoj, gde većinu emitovanih instrumenata drže finansijske institucije. U Bugarskoj su banke najveći emitenti korporativnih obveznica koji ujedno drže oko 60% instrumenata u opticaju. Takođe, mogućnost zaduživanja preduzeća u Poljskoj i Mađarskoj na evrotržištu su doveli do usporenog procesa razvoja lokalnog tržišta korporativnih instrumenata.

0,3% od nominalne vrednosti, sem u slučaju kratkoročnih hartija, kada je potrebno platiti naknadu od 0,2% od nominalne vrednosti emisije, odobrenje izdavanja hartija od vrednosti RSD 40.000,00.²⁷Troškovi uključanja na vanberzansko tržište za dužničke hartije od vrednosti na Beogradskoj berzi plaćaju se u vidu jednokratne naknade u iznosu od RSD 10.000,00. Troškovi organizovanja trgovine plaćaju se u vidu godišnje naknade, kojau slučaju dužničke hartije iznosi takođe RSD 10.000,00. U godini uključanja hartije od vrednosti na vanberzansko tržište, izdavalac ne plaća godišnju naknadu.U slučaju da emitent namerava da se njegovom obveznicom trguje na berzanskom tržištu, pored ispunjavanja uslova za listing hartije, mora da plati i dodatne troškove²⁸.

Dakle, prvi korak u pokretanju ovog tržišta jeste uklanjanje visokih prohibitivnih troškova.

4.2. PROBLEM MERENJA KREDITNOG RIZIKA KORPORATIVNIH OBVEZNICA

Drugi nužan korak za pokretanje tržišta korporativnih obveznica jeste formiranje informacione infrastrukture za procenjivanje i merenje kreditnog rizika.

Problem finansijskog izveštavanja je kritično važan za nastanak i evoluciju tržišta korporativnih obveznica. Zahtevi za otkrivanjem informacija u godišnjim izveštajima se još uvek ne poštuju u potpunosti u Poljskoj i Turskoj, dok nasuprot tome češka preduzeća emituju više informacija od zahtevanog. Razvoj sektora korporativnih obveznica u nekim zemljama je još uvek ograničen visokim ulaznim troškovima, statutarnim restrikcijama, represivnim regulatornim procesima i nedostatkom podsticaja od strane nadležnih organa.

Nedostatak sistema merenja kreditnog rizika odnosno kreditnog rejtinga predstavlja jaku barijeru razvoju tržišta korporativnih obveznica. Iako neke veće kompanije imaju kreditni rejting definisan od strane međunarodnih rejting agencija, većina manjih preduzeća nema definisan rejting. Ono što je dostupno potencijalnim investitorima jesu ad hoc procene lokalnih bankarskih analitičara i brokerskih kuća.

U Srbiji trenutno nisu prisutne strane priznate rejting agencije Standard and Poors, Moody's i Fitch. Centralna banka je 2007. godine formirala Centar za bonitet koji vrši procenu kreditne sposobnosti preduzeća. Danas ovaj Centar deluje kao deo Agencije za privredne registre. Ovo bi se moglo posmatrati inicijalnom fazom u razvoju rejting

27 Pravilnik o tarifi Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti.

28 Za trgovanje na tzv.prime market: jednokratni troškovi iznose 0,02% od -iznosa emisije, ali ne manje od RSD 140.000,00 i ne više od RSD 420.000,00, a godišnji troškovi se plaćaju kao provizija na tržišnu vrednost emisije u vrednosti 0,01%, ali ne manje od RSD 140.000,00 i ne više od RSD 280.000,00. Za trgovanje na tzv. standard market: jednokratni troškovi iznose 0,02% od iznosa emisije, ali ne manje od RSD 70.000,00 i ne više od RSD 210.000,00 a godišnji troškovi se plaćaju kao provizija na tržišnu vrednost emisije u vrednosti 0,01%, ali ne manje od RSD 70.000,00 i ne više od RSD 140.000,00.Pravilnik o tarifi Beogradske berze a.d. Beograd.

sistema za korporativne instrumente. Njegovu evoluciju treba podržati. Naravno, postojanje i razvoj javnog izvora kreditnih informacija ne isključuje prisustvo velikih, globalnih, rejting agencija i pokretanje privatnih lokalnih agencija ove vrste.

5. KREIRANJE I RAZVOJ TRŽIŠTA MUNICIPALNIH OBVEZNICA

5.1. PREGLED RELEVANTNIH ISKUSTAVA

Obveznice lokalnih organa vlasti ili municipalne obveznice jesu dužnički instrumenti koje emituju lokalni organi vlasti, gradovi, okruzi i drugi organi lokalne samouprave koji su formirani da vode i finansiraju neku lokalnu javnu delatnost. Ovo su vrlo stari instrumenti, posebno u Evropi. Osnovni razlog dugog postojanja ove vrste obveznica na tržištu jeste činjenica da je kod većine njih prinos oslobođen osnovnog poreza na prihod. Nemaju, međutim, sve municipalne obveznice tu prednost za investitore.

Tri grupe investitora dominiraju na tržištu obveznica lokalnih organa vlasti: stanovništvo (individualni investitori), komercijalne banke i osiguravajuća društva.

Analiza uporedivih iskustava zemalja Jugoistočne Evrope u razvoju tržišta municipalnih obveznica pokazuje da je decentralizacija fiskalnog sistema jedna od osnovnih pretpostavki za njegovo kreiranje. Ona podrazumeva kako raspodelu javnih rashoda, tako i ne manje važno pitanje raspodele javnih prihoda. Decentralizacija je konceptualno zasnovana na Evropskoj povelji o lokalnoj samoupravi²⁹, koja promovise i štiti prava lokalnih organa vlasti, kao i pravo građana da učestvuju u donošenju odluka koje se tiču njihovog svakodnevnog života. Gotovo sve zemlje u regionu imaju zakonska rešenja koja su potpuno ili delimično usklađena sa Poveljom. Diskutabilno je, međutim, u kojoj meri je sama nezavisnost lokalne samouprave ustanovljena. Sve zemlje ističu važnost uvođenja/korišćenja municipalnih obveznica iz više razloga. Prvi od njih bi bio efikasnija alokacija

29 Član 9 Povelje definiše izvore finansiranja lokalnih vlasti na sledeći način:

1. Lokalne vlasti imaće pravo, u skladu sa ekonomskom politikom zemlje, na odgovarajuće sopstvene izvore finansiranja, kojima će raspolagati slobodno, u okviru svojih ovlašćenja.
2. Izvori finansiranja lokalnih vlasti biće primereni njihovim dužnostima koje su predviđene ustavom i zakonom.
3. Najmanje jedan deo sredstava lokalnih vlasti potićaće od lokalnih poreza i taksu za koje lokalne vlasti, u meri utvrđenoj statutom, imaju pravo da utvrđuju stope.
6. Lokalne vlasti biće konsultovane na odgovarajući način u pogledu metoda na osnovu kojeg će im biti dodeljeni redistribuirani resursi.
7. Koliko je god to moguće, transferi koji se prenose lokalnim vlastima neće imati karakter namenskih sredstava. Dodelom tih sredstava ne može se ugroziti osnovno pravo lokalnih vlasti da vode diskrecionu politiku u okviru svoje nadležnosti.
8. Kako bi im se omogućilo uzimanje kredita za kapitalne investicije, lokalnim vlastima je neophodno omogućiti pristup nacionalnom tržištu kapitala, u skladu sa zakonom.

štednje koja se drži u gotovom novcu ili ekvivalentima gotovog novca. Drugi razlog bi bio, što samo njihovo postojanje omogućava jačanje nezavisnosti lokalne samouprave.

Zajedničko za sve zemlje jeste i podsticanje, uglavnom institucionalnih investitora. Postoje i primeri privatnih investitora u Hrvatskoj, Rumuniji i Bugarskoj, ali su ipak institucionalni investitori mnogo prisutniji. Najaktivnije su banke i investicioni fondovi. Zajednička karakteristika za sve zemlje je gotovo neaktivno sekundarno tržište, što je glavni problem daljeg razvoja ovih tržišta. Likvidno sekundarno tržište je nužan uslov da bi se proširila baza investitora i da bi dugoročne municipalne obveznice postale realnija investiciona alternativa.

Većina zemalja u regionu za sada koristi varijabilne kamatne stope, što je povoljno za investitore ali je konceptualno diskutabilno, budući da su obveznice uglavnom kratkoročnog karaktera. Neke od lokalnih jedinica plasirale su svoje obveznice i na međunarodno tržište obveznica. Ovaj izbor se, uglavnom, pokazao dobrim. Plasman je bio ili direktno od lokalne jedinice ili preko neke razvojne banke.

5.2. OSNOVNE PRETPOSTAVKE KREIRANJA TRŽIŠTA MUNICIPALNIH OBVEZNICA U SRBIJI

Srbija je deklarirala cilj da ojača lokalnu samoupravu. Prema važećem Zakonu o finansiranju lokalne samouprave, njeni prihodi se sastoje od izvornih i ustupljenih prihoda, transfera, primanja po osnovu zaduživanja i drugih prihoda i primanja. U ovom zakonu zaduživanje nije preciznije definisano. U Srbiji još uvek postoji jaka finansijska zavisnost lokalne samouprave od centra. U ovim uslovima municipalne obveznice ne mogu biti racionalan izbor pa se, kao alternativa, pominju tek od 2008. godine. Za aktiviranje ovog tržišta nužne su netrivialne izmene regulative: Zakona o javnoj svojini, Zakona o javnom dugu i Zakona o tržištu hartija od vrednosti³⁰.

Iako postoji zainteresovanost manjih opština³¹, nijedna opština u Srbiji do sada nije emitovala municipalne obveznice. Veliki problem leži u činjenici da gradovi i opštine u Srbiji ne raspoložu značajnom imovinom. Bez rešavanja ovog problema nije moguće pokre-

30 Po postojećim pravilima procedura emisije municipalnih obveznica, podrazumeva na prvom mestu odluku nadležnog organa lokalne samouprave o zaduženju kroz emisiju obveznica. Kada Ministarstvo finansija izda odobrenje za zaduženje, sledi otvaranje emisionog računa u Centralnom registru, kao i drugi neophodni postupci prema Centralnom registru. Sledeći koraci su postupci pred Komisijom za hartije od vrednosti, koja izdaje odobrenje prospekta za distribuciju. Slede javni poziv za upis i uplatu obveznica, a poslednji korak jeste zahtev za uključenje obveznica na tržište Berze. Zakonska regulativa propisuje da nivo zaduženja organa lokalne samouprave ne može biti veći od maksimalno 50% budžetskih prihoda iz prethodne godine, kao i da iznos glavnice i kamate po svim osnovama dugoročnog zaduživanja ne može biti veći od 15%. Jedan od problema sa dosadašnjim pravilima je ograničavanje baze potencijalnih investitora, jer je propisano da se municipalne obveznice mogu isključivo prodavati državi i finansijskim institucijama.

31 Inđija, Arilje, Vranje i Kruševac.

nuti nacionalno tržište municipalnih obveznica jer je njihova suština upravo u niskom riziku, odnosno u činjenici da iza ovih obveznica stoje municipijumi sa svojom imovinom i budžetom.

Kako je sam sistem municipalnih obveznica u Evropi uglavnom baziran na postojanju razvojnih banaka ili fondova, to bi verovatno bilo jedno od rešenja i za zemlje JIE. Ove zemlje, zbog svoje veličine, ne mogu aktivno angažovati domaće tržište da investira u municipalne obveznice. Izlazak nekog tipa razvojne banke na međunarodno tržište bi mogao obezbediti potrebne izvore za lokalne zajednice, brže i jeftinije nego što bi se to moglo na domaćem tržištu.

5.3. MOGUĆNOSTI ŠIRE UPOTREBE MUNICIPALNIH OBVEZNICA U SRBIJI

Glavna prednost municipalnih obveznica za investitora jeste odsustvo poreskog opterećenja prinosa. Za lokalnu i centralnu vlast municipalna obveznica omogućava finansiranje lokalnog razvoja. Investitori mogu pomoću municipalne obveznice optimizovati svoje poresko opterećenje a država smanjiti opterećenje centralnog budžeta. Ova vrsta strategijske koalicije je moguća i u Srbiji. Potencijal za emitovanje ove vrste instrumenta već postoji kod tri velika grada (Beograd, Novi Sad i, verovatno, Niš ili Kragujevac).

Fizička lica, naročito građani municipijuma jesu, u dugoj tradiciji, davaoci zajma za finansiranje lokalnih projekata³². Na modernim tržištima intenzitet njihovog investiranja opada jer je uslovljen nivoom kreditnog rizika ovih instrumenta³³. Determinišući faktor tražnje za ovim instrumentima iz sektora institucionalnih investitora jeste nivo poreskog oslobođenja³⁴.

32 Obveznicama lokalnih organa vlasti trguje se na mrežnom tržištu (Over-the-Counter - OTC) koje je podržano od strane dilera obveznica lokalnih organa vlasti. Na ovom tržištu pojavljuju se manji emitenti podržani od strane regionalnih brokerskih firmi i lokalnih banaka. Veći emitenti koji su podržani od strane većih brokerskih kuća i banaka, od kojih mnoge imaju određene veze sa emitentima obveznica po osnovu investicionog bankarstva. Takođe, javljaju se i brokeri koji posreduju u prodaji velikih paketa municipalnih obveznica između dilera i velikih investicionih investitora.

33 Učešće individualnih investitora na tržištu municipalnih obveznica se od 1972. godine značajno smanjuje. Tada je registrovana prva velika havarija sa ovim obveznicama u SAD. Do 1981. godine njihovo učešće se smanjivalo, da bi od te godine trend krenuo u suprotnom pravcu. Stanovništvo je, do aktuelne krize, u SAD bilo najveća grupa investitora u municipalne obveznice. Individualni investitori ove obveznice mogu kupovati direktno ili indirektno, preko investicionih fondova ili trust investicionih shema. Danas je kredibilitet municipalnih obveznica drastično ugrožen.

34 Sve do reforme američkog poreskog sistema 1986. godine, komercijalne banke su imale pravo da odbiju od poreske osnovice 80% troškova od sredstava koji su nastali pri kupovini municipalnih obveznica. To je učinilo da prinos pre oporezivanja ove obveznice bude posebno privlačan. Reformom poreskog sistema ukinuto je ovo specijalno izuzeće, što je dovelo do pada tražnje za municipalnim papirima. Komercijalne banke, međutim, kupuju ove instrumente iz različitih razloga, ne samo da bi njihovom kupovinom zaštili prihod od federalnih poreza. Opšte obligacije lokalnih organa vlasti komercijalnim bankama mogu koristiti kao kolateral pri pozajmljivanju sredstava od centralne banke. Banke ponekad učestvuju i kao underwriter-i ili market makeri na primarnim tržištima municipalnih obveznica. Kupovina ovih obveznica od strane osiguravajućih društava, najpre je u funkciji njihovog profita kao underwriter-a i prihoda po osnovu investiranja.

5.4. KREDITNI RIZIK MUNICIPALNIH OBVEZNICA, POSEBNO U SRBIJI

Obveznice lokalnih organa vlasti smatrane su dugo, u opštem smislu, finansijskim instrumentima koji se po sigurnosti nalaze odmah iza obveznica centralne vlade. Posle nekoliko velikih havarija na municipalnom tržištu, ovo stanovište je napušteno. Realistično je očekivati da će kreditni rizik municipalnih obveznica biti visok³⁵. Drugo relevantno pitanje za razvoj jeste kapacitet nacionalnog tržišta. Oba problema je moguće rešiti formiranjem neke vrste fonda za finansiranje lokalnih zajednica.

Dobar primer za to je danski KommuneKredit, koji je omogućio svojim akcionarima, a to su regionalne i lokalne vlasti, znatno veći kreditni rejting nego što bi ga mogli sami imati. Osnovni razlog: svi članovi fonda su zajednički odgovorni za njegove potencijalne obaveze. Osim toga, način na koji ovaj fond obezbeđuje sredstva (emitovanjem obveznica na domaćem i međunarodnom tržištu) nije bio pogođen aktuelnom finansijskom krizom. Naravno, tome je doprineo i odgovoran način vođenja fonda.

Ovo rešenje je korisno za Srbiju.

Prvi argument u korist ovog rešenja jeste nivo kreditnog rizika municipijuma u Srbiji. Kreditni rizik pojedinačnih opština i gradova je visok. Fond ima mogućnost diversifikacije rizika. Dakle, kreditni rizik municipalnih obveznica u Srbiji bi se mogao umanjiti primenom ovog rešenja. Alternativni načini poboljšanja kreditnog profila: osiguranje ili akreditiv banke - skuplji su i u mnogim slučajevima nisu mogući.

Drugi argument u korist ovog rešenja jeste nizak kvalitet informacione infrastrukture. Potencijal municipijuma da kreira informacioni tok prema investitorima je nizak. Ovo je značajna otežavajuća okolnost za pokretanje tržišta municipalnih obveznica Srbije jer uzrokuje nizak nivo i pristup izvorima inostrane tražnje.

Treći bitan argument jeste predvidivost ponašanja investitora koji ulažu u ove obveznice. Naime, pored zakonodavnih i strukturnih činilaca koji utiču na aktiviranje tržišta municipi-

35 Pri vrednovanju i merenju kreditnog rizika opštih municipalnih obveznica rejting kompanije procenjuju se četiri vrste informacija. Prvo, vrši se procena dugovne strukture emitenta radi određivanja njegovih ukupnih obaveza. Zatim se procenjuju sposobnost i spremnost emitenta da ne prekorači dobijeni budžet. U ovoj fazi posebno se obraća pažnja na imovinu emitenta i na činjenicu da li je u poslednjih tri do pet godina prekoračio budžet. Ove vrste informacija u Srbiji su nedostupne široj investicionoj javnosti. Municipijumi još uvek nemaju svoju imovinu, koja bi u nedostaju drugih informacija, trebala da bude kolateral obaveza. Drugi skup informacija koje utiču na rejting pojedinačne municipalne obveznice se odnosi na nivo i način definisanja specifičnih lokalnih poreza i ostalih prihoda koji pripadaju emitentu. Drugim rečima, da bi municipalna obveznica mogla da postoji moraju postajati specifični lokalni porezu. Treći skup relevantnih informacija tiče se naplativosti lokalnih poreza u prethodnim godinama. Dostupnost ovih informacija je ista kao kod prethodne grupe. Četvrti skup nužnih informacija se odnosi se na ukupno socijalno i ekonomsko okruženje emitenta. Relevantni podaci su: stopa i struktura lokalne zaposlenosti, stopa rasta stanovništva, procena vrednost imovine municipijuma, prosečan prihod stanovništva, kao i drugi ekonomski pokazatelji lokalnog razvoja.

palnih obveznica, od suštinskog značaja je i način na koji ih investitori koriste. Uobičajeno je da u ovaj instrument ulažu konzervativni investitori. Njihova dominantna strategija jeste kupovina i držanje obveznica do dospeća. Fond može obezbediti pouzdanost takve strategije lakše i jeftinije nego pojedinačna lokalna zajednica.

Četvrti bitan argument: aktuelna finansijska kriza je imala uticaj na ponašanje ovog instrumenta, pretežno zbog činjenice da je većina municipalnih obveznica bila osigurana kod osiguravajućih kuća (kako bi municipijum obezbedio veći rejting svojoj emisiji) koje su tokom krize pretrpele ogromne gubitke. Razdvajanje municipalnih obveznica od osiguranja, koje se desilo tokom poslednjih godinu dana, omogućilo je da tržište ovog instrumenta bude oslobođeno od šokova koji se i dalje dešavaju sa osiguravajućim kućama³⁶. Ovakav trend je otežao emitovanje i primarni plasman obveznica za manje i kreditno nestabilnije municipijume. Danski KommuneKredit u 2009. godini nije imao većih problema sa obezbeđivanjem sredstava za finansiranje regionalnih i lokalnih vlasti³⁷.

36 Ovo se posebno odnosi na situaciju u SAD.

37 KommuneKredit, 2009. „Annual Report“. KommuneKredit. str. 8

REFORMA JAVNOG SEKTORA

REZIME

Reforma javnog sektora u Srbiji obuhvata unapređenje investicionog i poslovnog ambijenta, definisanje fiskalnih pravila, promenu strukture javne potrošnje, unapređenje efikasnosti javnih investicija, reformu poreskog sistema u funkciji rasta i zapošljavanja, unapređenje efikasnosti javnog sektora i reformu javnih preduzeća.

Unapređenje investicionog i poslovnog ambijenta ima za cilj smanjenje troškova i rizika poslovanja u Srbiji. To bi se postiglo otklanjanjem administrativnih barijera, smanjenjem korupcije, izgradnjom i modernizacijom infrastrukture, unapređenjem politike konkurencije, jačanjem finansijske discipline i regulisanjem svojinskih odnosa. Usvajanjem fiskalnih pravila u formi zakona kojim se fiskalni deficit i javni dug usmeravaju ka dugoročno održivoj putanji doprinelo bi učvršćenju makroekonomske stabilnosti. U strukturi javne potrošnje povećalo bi se učešće investicija za oko 2 procentna poena BDP-a, dok bi se učešće tekuće potrošnje smanjilo za blizu 6 procentnih poena BDP-a. Izgradnja saobraćajne, komunalne i dela energent-ske infrastrukture kroz javne investicije smanjila bi troškove poslovanja u Srbiji, što bi privuklo domaće i strane investitore. Postoji niz opasnosti (loš izbor projekta, nekvalitetni radovi, korupcija i dr.) usled kojih bi pozitivni efekti javnih investicija mogli da izostanu, a da se pri tome država značajno zaduži.- Stoga je poboljšanje efikasnosti javnih investicija od ključne važnosti. Reformom poreskog sistema smanjilo bi se fiskalno opterećenje rada, dok bi se povećalo fiskalno opterećenje potrošnje. Promenom relativnih cena koje bi se realizovale kroz porekse reforme stimulisale bi se investicije, zapošljavanje i izvoz, dok bi se destimulisala potrošnja i uvoz. Reformama penzijskog sistema rashodi za penzije uskladili bi se sa ekonomskim mogućnostima zemlje, smanjile bi se razlike između najnižih i najviših penzija, a uperspektivi bi se uvele socijalne penzije za sva stara lica koja nemaju druge izvore prihoda. Reforma sistema obrazovanja i zdravstvene zaštite ima za cilj da doprinese poboljšanju rezultata tih delatnosti uz približno isti nivo izdataka u odnosu na BDP. Glavni pravci reforme javnih preduzeća jesu nastavak restrukturiranja javnih preduzeća (u okviru čega je naročito važno poboljšanje upravljanja javnim preduzećima), liberalizacije delatnosti u kojima posluju, kao i njihova delimična privatizacija

UVODNE NAPOMENE

Značaj javnog sektora u Srbiji može se ilustrovati sledećim podacima:

- putem poreza i javne potrošnje preraspodeljuje se preko 40% BDP-a Srbije,

- u javnom sektoru je zaposleno oko 570 hiljada radnika (oko 430 hiljada u budžetskim institucijama i preko 140 hiljada u javnim preduzećima), što je nešto manje od trećine formalno zaposlenih u Srbiji,
- javne investicije učestvuju sa oko 15% u ukupnim investicijama,
- država je najveći pojedinačni učesnik na domaćem finansijskom tržištu, i najveći pojedinačni dužnik prema inostranstvu.

Javni sektor građanima i privredi isporučuje važne robe i usluge bez kojih nije moguće zamisliti funkcionisanje moderne privrede i društva. Država obezbeđuje pravni poredak, saobraćajnu i komunalnu infrastrukturu, ima dominantnu ulogu u obrazovanju, zdravlju, obezbeđuje socijalnu sigurnost i drugo.

Osim toga, država obezbeđuje zaštitu konkurencije, reguliše rizike u finansijskom sektoru, propisuje računovodstvene i tehničke standarde i drugo. I u ovim slučajevima neophodno je naći što povoljniji odnos između koristi od državne regulacije i distorzija koje državna intervencija može da izazove. Izostanak adekvatne regulacije dovodi do deformacija u funkcionisanju tržišta (monopolsko ponašanje, moralni hazard, visoki rizici i dr.), dok preterana regulacija sputava privredu i nameće joj dodatne troškove.

Od kvaliteta i efikasnosti usluga državnog sektora značajno zavisi funkcionisanje društva, kao i njegov privredni napredak. Stoga je reforma javnog sektora koja bi povećala njegovu efikasnost jedan od ključnih preduslova za dugoročno održivi privredni rast.

5.1. UNAPREĐENJE INVESTICIONOG I POSLOVNOG AMBIJENTA

Unapređenje investicionog i poslovnog ambijenta treba da doprinese smanjenju troškova i rizika poslovanja preduzeća, sprečavanje formiranja nekonkurentskih tržišnih struktura, jačanju finansijske discipline, uređenju svojinskih odnosa i drugo.

U okviru mera za smanjenje troškova i rizika poslovanja u Srbiji ključnu ulogu imaju:

- otklanjanje administrativnih barijera,
- smanjenje korupcije,
- izgradnja i unapređenje infrastrukture,
- unapređenje politike konkurencije,
- jačanje finansijske discipline,
- regulisanje svojinskih odnosa.

Administrativne barijere koje se ispoljavaju u obliku komplikovanih, netransparentnih i nepotrebnih procedura poskupljuju troškove poslovanja u Srbiji na različite načine. Zahtevi za popunjavanje nepotrebnih i komplikovanih formulara ili obaveza dobijanja velikog

broja dozvola, direktno povećavaju troškove poslovanja. Osim toga, period u kome preduzeća čekaju dozvole, mišljenja, tumačenja propisa i dr. od državnih organa - takođe se mogu tretirati kao vrsta troška, koji usporava poslovanje u Srbiji. U savremenom svetu, gde je vremenska vrednost novca važan činilac pri donošenju poslovnih odluka, čekanje na građevinske dozvole preko godinu dana, kao što je to slučaj u Srbiji, predstavlja značajan trošak koji se teško može nadoknaditi niskim porezima ili državnim subvencijama. Na sličan način na poslovanje utiču i dugi periodi čekanja na mišljenja državnih organa.

Otklanjanje administrativnih barijera u Srbiji je započeto takozvanom giljotinom propisa. Nakon početnih pozitivnih rezultata čini se da je proces tokom 2010. godine značajno usporen, kao i da je do sada izostalo pojednostavljenje ili ukidanje propisa koji najviše otežavaju poslovanje privrede. Stoga bi se u narednom periodu trebalo usredsrediti na propise koji efektivno ograničavaju poslovanje umesto ukidanje zastarelih propisa koji ne utiču bitno na poslovanje. Giljotina propisa bi trebalo da bude stalna aktivnost države, koja bi predstavljala protivtežu stalnoj sklonosti države da donosi komplikovane, a povremeno i nepotrebne propise³⁸.

Jedna od ozbiljnih prepreka za investiranje koja narušava investicioni ambijent u Srbiji jeste *visok stepen korupcije*. Prema istraživanjima Transparency International Srbija se - prema indeksu percepcije korupcije - nalazi na 83. mestu u svetu. Prema navedenom indeksu Srbija je znatno lošije plasirana od većine zemalja u Centralnoj i Jugoistočnoj Evropi, izuzimajući Bosnu i Hercegovinu i Albaniju. Na osnovu izjava privrednika može se zaključiti da je stepen korupcije naročito visok na lokalnom nivou. Mito koje preduzeća daju korumpiranim državnim činovnicima predstavlja neku vrstu dodatnog „poreza“ koji plaćaju preduzetnici i preduzeća. S obzirom na posrednike i rizike trošak korupcije je veći od iznosa sredstava koja se u formi mita daju državnim činovnicima. Postojanje korupcije izrazito negativno utiče na poslovni ambijent, jer narušava ravnopravnu tržišnu utakmicu koja je od presudnog značaja za privredni napredak. Visok stepen korupcije nepovoljno deluje na strane investitore, jer neki od njih izbegavaju da posluju u zemljama u kojima je korumpiranje činovnika uslov za uspešno poslovanje. Ukidanje nepotrebni i pojednostavljenje ostalih propisa jeste od ključne važnosti za smanjenje korupcije. Osim toga, neophodno je i pooštavanje kazni za korumpirane činovnike, koje bi osim produženja zatvorskih kazni, uključivale i oduzimanje imovine stečene primanjem mita, kao i trajnu zabranu rada u državnom sektoru.

Sadašanje stanje infrastrukture u Srbiji može se oceniti kao nezadovoljavajuće. Prema stanju infrastrukture Srbija se nalazi na 107. mestu u svetu (po oceni Svetskog ekonomskog foruma). Ovakvo stanje posledica je izrazito niskog nivoa investicija tokom 80-ih i 90-ih godina 20. veka, ali i razaranja tokom NATO bombardovanja. Napredak, koji je ostvaren

38 Nije jasno da li novi propisi koji se odnose na građevinarstvo uklanjaju nepotrebne stare prepreke, a uvode nove.

u prethodnih 10 godina tranzicije većim delom se sastojao od revitalizacije postojeće infrastrukture, dok je izgradnja nove infrastrukture bila relativno skromna. Izuzetak predstavlja oblast mobilne telefonije koja je usled liberalizacije, ali i postojanja novih, relativno jeftinih tehnologija, tokom poslednjih 10 godina ostvarila vrlo dinamičan razvoj.

Izgradnja moderne saobraćajne, energetske i telekomunikacione infrastrukture neposredno doprinosi smanjenju troškova poslovanja u Srbiji. Razvijena saobraćajna infrastruktura smanjuje troškove prevoza ljudi i proizvoda, dok telekomunikaciona infrastruktura smanjuje troškove prenosa informacija. Pouzdano snabdevanje električnom energijom, gasom i drugim energentima i njihova dostupnost na celoj teritoriji Republike je takođe neophodno da bi se proizvodni procesi nesmetano odvijali. Razvijena infrastruktura omogućava ostvarenje značajnih zarada usled prevoza robe, putnika i prenosa energije i informacija preko teritorije Srbije.

Vlada Republike Srbije je kao jedan od prioriteta postavila izgradnju moderne saobraćajne infrastrukture. U skladu s tim formiran je Savet za infrastrukturu na čijem se čelu nalazi predsednik Republike. Tokom 2009. i 2010. godine fokus je bio na stvaranju preduslova za izgradnju autoputa na Koridoru 10 (novi zakon o eksproprijaciji, sprovođenje eksproprijacije, izrada planova izgradnje i obezbeđenje sredstava za finansiranje). Sama izgradnja do sredine 2010. (zbog nasleđenih prepreka) bila je relativno spora, ali se očekuje njeno ubrzanje tokom druge polovine te kao i narednih godina. -

Efikasno funkcionisanje tržišta proizvoda u Srbiji predstavlja važan uslov za dugoročno održiv privredni rast. To podrazumeva unapređenje postojećeg zakonskog okvira za politiku konkurencije³⁹, podizanje stručnih kapaciteta Komisije za zaštitu konkurencije i efikasnu primenu zakonskog okvira u praksi. Zakonske promene koje su sprovedene tokom 2009. godine otklanjaju neke od najvećih slabosti prethodnog zakona, ali i nova zakonska rešenja imaju određene nedostatske⁴⁰. U narednom periodu najveći napredak bi trebalo da se dogodi u oblasti unapređenja stručnog kapaciteta Komisije za zaštitu konkurencije, kao i u segmentu izricanja mera kojim se sankcionišu subjekti koji zloupotrebljavaju dominantnu poziciju na tržištu. Osim toga, liberalizacija nekih infrastrukturnih delatnosti (proizvodnja električne energije, železnički prevoz, distribucija gasa i dr.) doprinela bi povećanju efikasnosti njihovog rada, slično kao što je to slučaj sa mobilnom telefonijom.

Uspešno funkcionisanje tržišne privrede zahteva postojanje *finansijske discipline*, što podrazumeva da svi učesnici na tržištu izmiruju svoje obaveze u skladu sa ugovorom i

39 U kojoj meri je politika konkurencije važna može se razumeti iz poznatog pisma koje je grupa ekonomista nobelovaca uputila predsedniku Jeljcinu srednom 90-ih godina. U tom pismu se, između ostalog, tvrdi da ako postoji neka tajna uspeha tržišnih privreda ona se nalazi u konkurenciji, a ne u privatnoj svojini.

40 Videti Ristić, B. „Sprovođenje antimonopolske politike u Srbiji: dosadašnja iskustva i preporuke“ Kvartalni monitor, broj 19.

zakonom. Ako subjekti nisu u stanju da izmiruju svoje obaveze neophodno je primeniti efikasan sistem prinudne naplate, stečajnu proceduru ili, u krajnjem slučaju, eliminaciju sa tržišta kroz proces likvidacije. U Srbiji, deset godina nakon početka tranzicije, još uvek je raširena finansijska nedisciplina, obaveze se izmiruju sa velikim docnjama ili se uopšte ne izmiruju. Štaviše, postoje zahtevi da se privredni sistem prilagođava takvom poremećenom stanju umesto da se ono menja. Zahtev da se PDV plaća po sistemu naplaćene realizacije, predstavlja primer za to kako se traži prilagođavanje poreskog sistema poremećenim uslovima privređivanja. Umesto prelaska na sistem naplaćane realizacije neophodno je usvojiti mere koje bi obezbedile da se rokovi izmirenja obaveza postepeno usklade sa uobičajenim poslovnim standardima.

Finansijska nedisciplina je prvenstveno posledica postojanja relativno velikog broja nesolventnih subjekata u privredi Srbije. Eliminisanje nesolventnih subjekata sa tržišta je nužan uslov za uspostavljanje finansijske discipline. Stoga je neophodna efikasna primena stečajnog zakonodavstva, koja bi rezultirala u restrukturiranju navedenih preduzeća uz saglasnost poverioca, promenu vlasnika preduzeća ili u njihovoj likvidaciji. Neefikasne i skupe procedure stečaja takođe doprinose da preduzeća tolerišu neizmirivanje obaveza od strane dužnika.

Poseban oblik finansijske nediscipline ispoljava se u ponašanju preduzeća koja poseduju dominantnu monopsonsku poziciju na tržištu, a to su uglavnom veliki trgovinski lanci. Takva preduzeća često uslovljavaju poslovanje sa partnerima prihvatanjem neuobičajeno dugih rokova za izmirenje obaveza od strane monopsoniste (rokovi su tri do šest meseci), obaraju cenu proizvoda koje kupuju i po tom osnovu ostvaruju ekstraprofit. Preduzeća sa dominantnim položajem beskamatno koriste tuđa sredstva, dok njihovi partneri duguju svojim bankama, dobavljačima, radnicima i državi. Ovakvo ponašanje monopsonista se lančano prenosi kroz privredu što dovodi do gomilanja međusobnih dugova i nelikvidnosti preduzeća. Mogućnost nametanja ovakvih ugovora poslovnim partnerima neophodno je uzeti u obzir prilikom procene, da li određeno preduzeće ima dominantnu poziciju na tržištu. U ovom slučaju, čak i kada se ne radi o formalnom kršenju ugovora⁴¹ - očigledno je da se radi o ponašanju kojim se zloupotrebljava dominantna pozicija na tržištu.

Efikasno funkcionisanje tržišne privrede zahteva jasno definisana *svojinska prava*. Proces privatizacije društvenih preduzeća značajno je doprineo definisanju svojinskih prava u Srbiji. Međutim, neki segmenti svojinskih prava još uvek nisu jasno definisani te stoga generišu rizike u funkcinisanju privrede. Radi se prvenstveno o rešavanju pitanja denacionalizacije, privatizaciji gradskog građevinskog zemljišta i razgraničenju vlasničkih prava između različitih nivoa države (opština, gradova, pokrajina i Republike).

41 Događa se da monopolist ugovori vrlo dug rok za plaćanje obaveza, a da ga potom prekorači.

Postojanje neizvesnosti u pogledu vlasničkih prava, na primer - da li će određena imovina biti predmet denacionalizacije ili ne stvara nesigurnost kod investitora, što negativno utiče na nivo investicija u Srbiji. Mada novi Ustav dozvoljava postojanje privatne svojine nad gradskim građevinskim zemljištem, tek nedavno su stvoreni zakonski uslovi da se to načelo pretvori u praksu. Delimična privatizacija gradskog građevinskog zemljišta doprinela bi rastu trgovine zemljištem, a podsticajno bi uticalo na razvoj građevinarstva.

5.2. BILANSNI OKVIR ZA JAVNI SEKTOR

Neposredno pred početak svetske ekonomske krize javni sektor u Srbiji imao je dve divergentne karakteristike: nizak odnos javnog duga u odnosu na BDP (oko 25%) i visok strukturni deficit (3-4% BDP-a)⁴². Dok je većina eksperata i političara uočila prednosti koje proističu iz niskog odnosa javnog duga prema BDP-u, opasnosti koje proističu iz visokog strukturnog deficita bile su skoro neopažene⁴³. Nizak nivo javnog duga u odnosu na BDP stvarao je prostor za značajno zaduživanje države tokom recesije. Međutim, visok nivo strukturnog deficita pretio je da rast javnog duga postane eksplozivan i da u roku od nekoliko godina odnos javnog duga prema BDP-u ostane neodrživ. Da su tokom prve polovine 2009. godine izostale radikalne mere za obuzdavanje javnih rashoda, kao što je zamrzavanje plata i penzija i dr. - odnos javnog duga prema BDP-u bi već krajem 2010. godine prešao 40% BDP-a⁴⁴.

5.2.1. FORMIRANJE STRUKTURNOG FISKALNOG DEFICITA

U periodu 2006-2008. godina, fiskalna politika u Srbiji bila je izrazito ekspanzivna i prociklična. Kao rezultat povećanja rashoda, na jednoj strani i smanjenja poreskih stopa, na drugoj - konsolidovani bilans sektora države prešao je sa fiskalnog suficita od oko 1% BDP-a u 2005. na fiskalni deficit od oko 2% BDP-a u periodu 2006-2008. godina. Ukoliko se ostvareni fiskalni deficit od oko 2% BDP-a koriguje po osnovu odstupanja stope rasta BDP-a u odnosu na prirodni nivo (oko 5% godišnje) i ukoliko se uzme u obzir elastičnost poreskih prihoda u odnosu na BDP - procenjuje se da je strukturni deficit iznosio najmanje 3% BDP-a⁴⁵. Ulazak u ekonomsku krizu sa ovako visokim strukturnim deficitom, bez preduzimanja restriktivnih mera na strani rashoda i/ili povećanja poreskih prihoda, doveo bi usled pada javnih prihoda, do povećanja stvarnog fiskalnog deficita na nivo od 7-8% BDP-a.

42 Slične performanse imale su i neke druge zemlje u tranziciji (npr. Rumunija).

43 Jedna od prvih domaćih analiza na ovu temu sadržana je u radu Arsić (2009) „Fiskalna konsolidacija i reforma javnog sektora“, Kvartalni monitorbr 17.

44 Osim visokog fiskalnog deficita koji bi iznosio 7-8% BDP-a na rast odnosa javnog duga prema BDP-u, dodatno bi uticao i pad BDP-a od 3-4% u 2009. godini kao i realna deprecijacija dinara.

45 Ukoliko se uzme u obzir i dugoročno neodrživi višak domaće tražnje u odnosu na BDP, tada bi strukturni deficit iznosio 4-5% BDPa.

U periodu 2006-2008. godina rasli su i tekući i kapitalni rashodi, pa je stoga učešće javne potrošnje u BDP-u povećano za oko 3 procentna poena. Krajem 2006. godine, uoči parlamentarnih izbora značajno su povećane plate zaposlenih u javnom sektoru, pokrenut je Nacionalni investicioni plan i program izdašnih subvencija heterogenoj grupi preduzeća (malih i srednjih preduzeća, preduzeća u restruktuiranju). Tokom 2007. godine nastavljen je visok rast plata u javnom sektoru po osnovu realizacije ugovora koji je prethodna Vlada potpisala sa sindikatima uoči izbora. Glavni generator rasta javne potrošnje tokom 2008. bio je rast penzija za oko 32% u toku godine.

Tokom 2005-2006. godine Srbija je ostvarivala konsolidovane javne prihode od oko 43,5% BDP-a. U periodu 2006-2008. godina (kada je privreda bila pregrejana) smanjuju se poreske stope i proširuju se oslobađanja - ali su uprkos tome poreski prihodi zbog visoke potrošnje izdašni.

Sintetički rezultat smanjenja poreskih stopa i strukturnih promena u privredi je smanjenje fiskalnog kapaciteta⁴⁶, merenog kao odnos poreskih prihoda i BDP-a, sa oko 43,5% BDP-a na oko 39% BDP-a. Smanjenje fiskalnog deficita na dugoročno održiv nivo implicira da se konsolidovani javni rashodi prilagode, ovom smanjenom nivou javnih prihoda ili da se javni prihodi povećaju.

Početak svetske ekonomske krize Srbija je u četvrtom kvartalu 2008. godine dočekala sa visokim strukturnim deficitom. Oštar pad javnih prihoda u periodu od samo nekoliko meseci bio je jedan od prvih signala da je Srbija pod snažnim udarom svetske ekonomske krize. Prvi odgovor Vlade Srbije na udar svetske ekonomske krize bio je zaustavljanje dugogodišnjeg trenda visokog rasta javnih rashoda u budžetu za 2009. godinu. Ovaj odgovor je, međutim, bio nedovoljan, pa je usledio rebalans budžeta tokom prve polovine 2009. godine, u dogovoru sa MMF-om, kojim su dodatno smanjeni javni rashodi.

Kao rezultat fiskalnog prilagođavanja, koje je najvećim delom ostvareno na strani rashoda, fiskalni deficit konsolidovanog sektora države u 2009. godini iznosio je 4,3% BDP-a umesto 7-8%, koliko bi iznosio u slučaju izostanka navedenih mera. Ključni doprinos smanjenju javnih rashoda⁴⁷ imalo je nominalno zamrzavanje penzija i plata, ali su ostvareni značajni efekti i po osnovu smanjenja tekućih rashoda na kupovinu robe i usluga, kao i smanjenja transfera lokalnim zajednicama. Osim poželjnog smanjenja tekuće javne potrošnje, smanjenje javnih rashoda u 2009. godini ostvareno je i smanjenjem javnih

46 Smanjenje odnosa između domaće tražnje i BDP-a predstavlja ključnu strukturnu promenu, koja ima dugoročan uticaj na smanjenje prihoda od indirektnih poreza. Detaljnija analiza uticaja smanjenja poreskih stopa i promena u strukturi privrede na formiranje strukturnog fiskalnog deficita data je u Arsić (2009) „Fiskalna konsolidacija i reforma javnog sektora“, Kvartalni monitor br 17.

47 Zbog pada BDP-a za 3-4% u 2009. godini, smanjenje javnih rashoda u odnosu na BDP je relativno skromno, uprkos nominalnom zamrzavanju plata i penzija i nominalnom smanjenju ostalih komponenti tekuće javne potrošnje.

investicija. Smanjenje javnih investicija rezultat je, na jednoj strani, usporavanja/obustavljanja malih projekata koji su dominirali u okviru NIP-a i, na drugoj strani, kašnjenja u pokretanju krupnih infrastrukturnih projekata.

U 2010 u osnovi je nastavljena fiskalna politika iz prethodne godine. Ključne poluge te politike jesu - nastavak nominalnog zamrzavanja plata i penzija i politika štednje na ostalim komponentama tekuće javne potrošnje. Planirani rast javnih investicija je u odnosu na prethodnu godinu relativno skroman, jer je pokretanje krupnih infrastrukturnih projekata planirano uglavnom za drugu polovinu 2010, dok su plaćanja za realizaciju navedenih projekata velikim delom prebačena u narednu godinu⁴⁸. Zbog stagnacije privrede, smanjenja domaće tražnje i pada zaposlenosti - očekuje se pad učešća javnih prihoda u odnosu na BDP u 2010. u odnosu na prethodnu godinu. Kao rezultat smanjenja prihoda i rashoda u odnosu na BDP - očekuje se da će se konsolidovani deficit države u 2010. godini kretati u intervalu od 4,5-5% BDP-a.

Visok fiskalni deficit u 2009 i 2010. godini najvećim delom je finansiran zaduživanjem, što se odrazilo na povećanje javnog duga Srbije. Od kraja 2008. do kraja maja 2010. godine konsolidovani javni dug Srbije je, prema zvaničnim podacima - porastao za oko 1,7 milijardi evra. Rast javnog duga u navedenom periodu bio bi znatno veći da nije otpisan deo duga prema Svetskoj banci koji se odnosi na Kosovo i Metohiju (oko 400 miliona evra), kao i da nisu povučena sredstva po osnovu povećanja kvote Srbije u MMF-u koja nemaju karakter javnog duga⁴⁹ (oko 450 miliona evra). Prema tome, da nije bilo navedenog vanrednog smanjenja javnog duga, kao i priliva sredstava po osnovu povećanja kvote u MMF-u - javni dug Srbije bi tokom 2009. i prvih pet meseci 2010. godine porastao za oko 2,6 milijardi evra.

Prema zvaničnim podacima javni dug Srbije krajem maja 2010. godine iznosi 31,9 % BDP-a. Postoje, međutim, ubedljivi dokazi da je stvarni nivo javnog duga Srbije veći i da iznosi oko 34-35% BDP-a. Razlika između navedene procene i zvaničnih podataka posledica je toga što zvanični podaci ne obuhvataju neregulisani spoljni javni dug, kao i nepotpun obuhvat duga lokalnog nivoa vlasti. Osim ovih nespornih komponenti koje bi trebalo uključiti u javni dug, postoji mogućnost da se deo nagomilanih doznji na lokalnom nivou države pretvori u javni dug.

Prema odnosu javnog duga i BDP-a ocenjuje se da je država Srbija srednje zadužena. Međutim, zadržavanje fiskalnog deficita na visokom nivou od 4-5% BDP-a u toku ne-

48 Budžetsko računovodstvo u Srbiji, kao i u ogromnoj većini zemalja, zasniva se na gotovinskom principu, prema kome je određeni rashod nastao u periodu u kome je izvršena isplata, a ne kada je određena usluga izvršena ili proizvod isporučen. U skladu s tim, izgradnja severnog kraka Koridora 10 će biti registrovana, najvećim delom kao javna investicija u 2011. godini, kada je ugovoreno plaćenje izvođačima radova od strane države.

49 Radi se o sredstvima na koja se plaća minimalna kamata, ali koja nemaju rok dospeća.

koliko narednih godina imalo bi za posledicu ubrzan rast odnosa javnog duga prema BDP-u. Eventualna upotreba prihoda od privatizacije Telekoma Srbija za finansiranje fiskalnog deficita u 2011. i 2012. godini samo bi privremeno usporila rast odnosa javnog duga prema BDP-u. Stoga je kontinuirano smanjenje fiskalnog deficita ključna mera za sprečavanje neodrživog rasta javnog duga u odnosu na BDP (v. deo o fiskalnim pravilima u okviru poglavlja o fiskalnoj politici).

5.2.2. PROJEKCIJA KONSOLIDOVANIH JAVNIH PRIHODA, RASHODA I JAVNOG DUGA ZA PERIOD 2011-2020. GODINA

Pri projekciji konsolidovanih javnih prihoda pretpostavljeno je da će do 2020. godine njihova dinamika biti u osnovi određena kretanjem makroekonomskih agregata: privredne aktivnosti⁵⁰, zaposlenosti, potrošnje, uvoza i drugo. Tako se, na primer, očekuje da će se prihodi od poreza na dohodak, doprinosa za socijalno osiguranje i poreza na dobit izraženi kao procenat BDP-a, nakon okončanja krize, vratiti na nivo koji su imali pre krize. Za razliku od njih prihodi od PDV će i u nekoliko narednih godina blago opadati, u odnosu na BDP, a potom ostati na dostignutom nižem nivou, jer se očekuje dalje postepeno smanjivanje učešća domaće potrošnje u BDP-u. Projektovano je da će pri postojećem poreskom sistemu prihodi od PDV, posmatrani kao procenat BDP-a u narednim godinama biti za oko 1,5 procentnih poena BDP-a manji nego u godinama pre ekonomske krize. Projektovano je da će učešće ostalih poreza (osim carina i akciza) u BDP-u ostati približno nepromenjeno u odnosu na stanje pre ekonomske krize.

Efekti poreskih reformi nisu ukalkulisani u projekciju javnih prihoda, zbog toga što još uvek nije izvesno da li će se, kada i kakve reforme realizovati. S obzirom na to da se procenjuje da bi reforme bile približno prihodno neutralne⁵¹, one ne bi uticale na ukupan obim poreskih prihoda, ali bi uticale na njihovu strukturu. Ukoliko bi se realizovale reforme kojima se smanjuje fiskalno opterećenje rada i povećava fiskalno opterećenje potrošnje, to bi na jednoj strani povećalo prihode od PDV u odnosu na projektovane, dok bi opali prihodi od doprinosa za socijalno osiguranje ili od poreza na dohodak - u zavisnosti od toga koji koncept reformi bi se sproveo. Prihodno neutralne poreske reforme ne bi uticale na visinu fiskalnog deficita. Iako je izvesno da će reforma poreza na imovinu biti realizovana, njeni ukupni prihodni efekti su relativno neizvesni. Pri tome, skoro je sigurno da će građani plaćati veći porez nego do sada, ali nije izvesno da li će u kratkom roku prihodi od reformisanog poreza na imovinu, koji plaćaju pravna lica, biti manji ili veći od zbira prihoda sadašnjeg poreza na imovinu i naknade za korišćenje gradskog građevinskog zemljišta. Ipak, ocenjuje se da bi reforme poreza na imovinu, naročito u srednjem i

50 Osnovni scenario za fiskalne projekcije zasniva se na projekcijama rasta BDPa u osnovnom scenariju (v.tačku 1).

51 Ukoliko bi poreske reforme pod ostalim nepromenjenim uslovima donele dodatne prihode od npr. 0,5% BDP-a, one bi za navedeni iznos smanjile fiskalni deficit, i pod ostalim nepromenjenim okolnostima, permanentno uticale na smanjenje odnosa javnog duga prema BDP-u.

dugom roku mogle da donesu nešto veće prihode od zbirnog iznosa prihoda postojećih poreza na imovinu i naknade za građevinsko zemljište.

Pri projekciji prihoda ukalkulisane su samo one promene u porezima koje su definisane važećim propisima ili ugovorima. Tako se u narednih nekoliko godina očekuje dalji pad prihoda od carina u odnosu na BDP usled smanjivanja carinskih stopa na proizvode iz EU, sve do njihovog potpunog ukidanja. Takođe, pri projekciji prihoda od akciza ukalkulisan je određeni rast prihoda po osnovu povećanja fiskalnog opterećenja cigareta.

Tabela 1. Projekcija konsolidovanih javnih prihoda, % BDP-a

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Javni prihodi	37,9	37,9	38,3	38,6	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8
Porez na dohodak	4,4	4,6	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Porez na dobit	0,7	0,7	0,8	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
PDV	10,2	10	9,9	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Akcize	4,6	4,8	5	5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Carine	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Ostali porezi	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Doprinosi	10,4	10,4	10,6	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Neporeski i ostali	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8

Penzije i plate predstavljaju dve najkrupnije pozicije u ekonomskoj klasifikaciji javnih rashoda, čije zbirno učešće u konsolidovanoj potrošnji prelazi 50%. Na osnovu međunarodnih poređenja učešće penzija i plata u javnom sektoru u BDP-u u Srbiji je izrazito visoko i dugoročno neodrživo. Polazeći od projektovanih javnih prihoda, poželjne strukture javnih rashoda u Srbiji, kao i međunarodnih poređenja, procenjeno je da dugoročno održivo učešće penzija u BDP-u iznosi oko 10%, što je znatno ispod sadašnjeg učešća od 12,5%. Na sličan način procenjeno je da dugoročno održivo učešće plata zaposlenih u javnom sektoru u BDP-u iznosi najviše oko 8% (u 2010. godini iznosi oko 9,8%). Dinamika dostizanja održivog učešća penzija i plata u javnom sektoru u BDP-u određena je u skladu sa pravilima koja su sadržana u radnoj verziji zakona o fiskalnoj odgovornosti.

Prema fiskalnim pravilima⁵² do 2012. godine prosečne plate u javnom sektoru i prosečne penzije će rasti po stopi koja je jednaka rastu potrošačkih cena uvećanim za polovinu realne stope rasta BDP-a u prethodnoj godini. Nakon 2012. godine fond plata u javnom sektoru će rasti po stopi koja je jednaka stopi rasta potrošačkih cena uvećanim za polovinu realne stope rasta BDP-a iz prethodne godine - sve dok se ne dostigne ciljno učešće od oko 8% BDP-a. Nakon dostizanja ciljnog učešća u BDP-u od 8% (što se pod navedenim

52 Detaljnije o fiskalnim pravilima videti u delu o fiskalnoj politici.

pretpostavkama ostvaruje tek 2018. godine) predviđeno je da plate u javnom sektoru rastu po stopi koja je jednaka zbiru stope rasta potrošačkih cena i realne stope rasta BDP-a. Projektovano je da nakon 2012. godine prosečne penzije rastu po stopi rasta potrošačkih cena uvećanih za stopu realnog rasta BDP-a iznad nivoa od 4% godišnje. Budući da se ciljno učešće penzija u BDP-u od 10% dostiže tek 2020. godine, nije razmatrano, kako će se penzije nakon toga indeksirati. Pri projekciji javnih izdataka za penzije procenjeno je da će u celom periodu broj penzionera rasti po stopi od 1% godišnje. Ukupni rashodi za penzije u odnosu na BDP opadaju relativno sporo, zbog toga što je sporiji rast prosečnih penzija od rasta BDP-a, delimično neutralisan povećanjem broja penzionera.

Na osnovu prethodnih pravila i projektovanog kretanja BDP-a sledi da bi prosečne plate u javnom sektoru pri postojećem broju zaposlenih u periodu 2010-2020. godina ostvarile relativno umeren kumulativni realni rast od oko 38%, čemu odgovara prosečna godišnja stopa rasta od 3,3%. Naravno, ukoliko bi se broj zaposlenih u javnom sektoru smanjio, pri nepromenjenim troškovima rada i ostalim pretpostavkama, prosečne plate bi mogle da rastu nešto brže ili da se učešće rashoda za penzije u BDP-u brže smanjuje. Na osnovu opisanih pravila i pretpostavki u periodu 2010-2020. godina, prosečne penzije bi kumulativno realno porasle za oko 20%, što iznosi 1,8% prosečno godišnje. Prema prethodnim projekcijama sledi da bi odnos prosečnih penzija prema prosečnim platama u javnom sektoru u 2020. godini iznosio oko 54%, što je iznad proseka evropskih zemalja.

Rashodi za robe i usluge, projektovani su tako da u periodu 2011-2012. godina opadnu u odnosu na BDP do nivoa koji odgovara prosečnom učešću u zemljama novim članicama EU, u godini kada su postale članice EU. Smanjivanje učešća navedenih rashoda zahteva temeljne reforme javnog sektora, kao što su racionalizacija mreže ustanova, smanjenje broja zaposlenih, unapređenje procedura javnih nabavki.

Učešće subvencija u BDP-u Srbije tokom poslednjih godina je relativno visoko, između ostalog i zbog toga što se prilično neselektivno subvencionišu industrijska preduzeća. Tokom ekonomske krize intenzivno se odobravaju subvencije za otvaranje novih radnih mesta, čiji iznos se kreće od pet do deset hiljada evra ili više po radnom mestu. Opravdanost odobravanja ovih subvencija je izuzetno sporna i ocenjuje se da one predstavljaju skup i neefikasan način da se kompenzuju slabosti u privrednom ambijentu Srbije. Ipak u 2009. godini ukupne subvencije su značajno opale, uglavnom zbog smanjenja subvencija lokalnim preduzećima. U naredne dve godine predviđeno je relativno umereno smanjenje učešća subvencija u BDP-u sa sadašnjih 2,2% na oko 1,8%. Ocenjuje se, međutim, da su neophodne značajne promene u strukturi subvencija u pravcu povećanja subvencija za poljoprivredu, naučno tehnološka istraživanja i unapređenje ekologije, a smanjenje subvencija za neprivatizovana industrijska preduzeća i za javna komunalna preduzeća.

Neophodni uslovi za promenu strukture subvencija su okončanje privatizacije preduzeća u restruktuiranju, ili ako to nije moguće pokretanje njihovog stečaja, povećanje cene komunalnih usluga, racionalizacije poslovanja komunalnih preduzeća. U narednih deset godina moguća je i liberalizacija i delimična privatizacija lokalnih javnih preduzeća. Postepene primene zakona o državnoj pomoći takođe će doprineti da se napuste oni oblici subvencija koji ugrožavaju konkurenciju⁵³. Ipak, učešće subvencija u BDP-u Srbije u celom periodu će biti veće nego što je to slučaj sa članicama EU (gde iznosi nešto preko 1% BDP-a). Razlog za veći iznos subvencija u Srbiji jeste u tome što se subvencionisanje poljoprivrede u Evropskoj uniji ostvaruje na nivou Unije, dok je za Srbiju pretpostavljano da će se u celom periodu subvencionisanje poljoprivrede zadržati na nacionalnom nivou.

Rashodi za kamate projektovani su na osnovu kretanja javnog duga i procenjenih prosečnih realnih kamatnih stopa. Pri projekciji prosečnih realnih kamatnih stopa procenjeno je da će one rasti od 4% u 2010. do 5% u 2015. godini, a da će se nakon toga zadržati na dostignutom nivou. Umereno povećanje realnih kamatnih stopa, posledica je procene da će se Srbija u budućnosti uglavnom zaduživati pod komercijalnim uslovima, kao i da će efekat prelaska sa koncesionih na komercijalne uslove zaduživanja, prevladati efekat očekivanog poboljšanja kreditnog rejtinga zemlje. Projekcija dinamike javnog duga biće objašnjena u nastavku.

Ostali transferi, predstavljaju heterogenu poziciju u okviru koje su najvažniji izdaci za socijalnu zaštitu. Pri izradi projekcija pretpostavljeno je da će ukupni izdaci za ostale transfere sporije rasti od BDP-a do 2014. godine, a da će se nakon toga njihovo učešće u BDP-u stabilizovati. Ocenjuje se da je neophodna promena strukture transfera u pravcu povećanja onih oblika socijalne pomoći koji su neposredno usmereni na ublažavanje siromaštva, kao što je slučaj sa materijalnim obezbeđenjem porodice i dečjim dodatkom. Neophodnost rasta socijalnih izdataka posledica je potrebe za boljim obuhvatom siromašnih slojeva stanovništva socijalnom zaštitom, ali i izmeštanja socijalnih funkcija iz preduzeća.

Modernizacija postojeće i izgradnja nove saobraćajne, komunalne, energetske i telekomunikacione infrastrukture predstavlja neophodan uslov za ostvarenje dugoročno održivog rasta privrede. U skladu sa razvojnom strategijom država će iz budžetskih sredstava, kredita i prihoda od privatizacije finansirati modernizaciju postojeće i izgradnju nove saobraćajne (puteve, železničke pruge, aerodrome, luke i dr.) i komunalne infrastrukture, dok će se modernizacija i izgradnja energetske i telekomunikacione infrastrukture prepustiti javnim preduzećima i privatnim investitorima, tj. pretpostavljeno je da država neće iz sopstvenih prihoda finansirati njihovu izgradnju, niti će se zaduživati ili davati ga-

53 Važno pitanje je koliko selektivno odobravanje subvencija za otvaranje radnih mesta narušava ravnopravnu tržišnu utakmicu.

rancije po tom osnovu. Izuzetak su međunarodni naftovodi i gasovodi koji prolaze kroz Srbiju u čijem finansiranju će učestvovati i država⁵⁴. Ocenjuje se da će ulaganja u saobraćajnu i komunalnu infrastrukturu biti izrazito dominantna u prvim godinama, ali će se postepeno stvarati prostor za javne investicije u drugim oblastima, kao što je izgradnja sistema za navodnjavanje i drugo.

Okvir 1. Povećanje obima i unapređenje efikasnosti javnih investicija

Prethodnih godina javne investicije su učestovale u BDP-u sa oko 4%, odnosno sa oko 9% u konsolidovanoj javnoj potrošnji, što je znatno manje nego u zemljama na sličnom nivou razvijenosti, a naročito je nedovoljno za zemlju koja ima ambiciju da modernizuje postojeću i izgradi novu infrastrukturu. Povećanje učešća javnih investicija u BDP-u na oko 5-6%, dok bi učešće investicija u smanjenoj javnoj potrošnji iznosilo 12-13% - predstavlja neophodan uslov za izgradnju nove i modernizaciju postojeće saobraćajne i komunalne infrastrukture. Izgradnja modernih saobraćajnica doprinela bi smanjenju troškova poslovanja privrede, što bi podsticajno delovalo na rast privatnih investicija. Brži i jeftiniji transport robe proizvedene u Srbiji, uz ostale prednosti koje je neophodno stvoriti u odnosu na okruženje, mogao bi da utiče na privlačenje stranih investitora. Postoje relativno čvrsti empirijski dokazi o pozitivnom uticaju investicija u infrastrukturu na dugoročni privredni rast. U kojoj meri je postojeće stanje infrastrukture ograničenje za privredni oporavak Srbije ubedljivo pokazuju izrazito loše ocene koje Srbija dobija u ovoj oblasti na rang-listama konkurentnosti koje objavljuju Svetski ekonomski forum i Svetska banka.

Iako je relativno nesporna opravdanost značajnih ulaganja u infrastrukturu, neophodno je da se navedena ulaganja realizuju na ekonomski najcelishodniji način. To prvenstveno podrazumeva primenu standardnih ekonomskih procedura pri izboru projekata koji će se realizovati, kao što je cost-benefit analiza. Što se više bude napredovalo u izgradnji infrastrukture to će potreba za primenom cost-benefit analize biti sve veća jer će na red dolaziti realizacija projekata čija je ekonomska opravdanost sve neizvesnija. Primena cost-benefit analize olakšala bi i prioritizaciju projekata, prednost bi dobili projekti čiji su direktni i indirektni efekti najveći. Projekti sa manjim efektima odložili bi se za budućnost.

Dok je problem selekcije projekata u prošlosti bio relativno mali, zbog niskog nivoa investicija, problem kvaliteta radova u infrastrukturi bio je izrazito važan. U dugom periodu uočljiv je nizak kvalitet radova u infrastrukturi bilo da se radi o republičkom ili lokalnom nivou. Osim toga, realizacija nekih investicija imala je neuobičajeno visoke troškove, dok je probijanje rokova završetka projekata relativno česta pojava.

S obzirom na visoku vrednost investicija u infrastrukturu i relativno dug period njihove realizacije - neophodno je uraditi integrisanu dugoročnu strategiju razvoja infrastrukture u Srbiji. Ova strategija bi relativno detaljno pokrivala period do 2020. godine, dok bi opšte smernice razvoja bile definisane za period do 2030. godine. U okviru strategije definisala bi se uloga države u pojedinim segmentima infrastrukture, na taj način što bi se definisalo gde bi se zadržao državni monopol (putevi, železnička infrastruktura, prenos električne energije, međunarodni naftovodi i gasovodi i dr.), u kojim oblastima bi država i dalje bila u svojstvu proizvođača, ali uz postojanje konkurencije (proizvodnja električne energije, železnički prevoz i dr.), a koje oblasti bi se u celini prepustile privatnom sektoru, dok bi država zadržala samo ulogu regulatora (npr. telekomunikacije, distribucija gasa, avio saobraćaj). Strategija bi uključivala i lokalne infrastrukturne projekte velike vrednosti kao što su Beogradski metro, sistem za prečišćavanje otpadnih voda u Beogradu, izgradnja mostova preko Dunava i drugo.

U okviru strategije procenila bi se neophodna finansijska sredstva za njenu realizaciju, a naročito to koliko sredstava treba da obezbedi država. Državne investicije u infrastrukturu bi morale da se uklope u opšti makroekonomski i fiskalni okvir koji bi se definisao do 2020. godine. To znači da javne investicije, kao i javni dug koji po osnovu njih nastaje, treba da se uklope u okvire definisane pravilima o fiskalnoj odgovornosti. Značajnije prekoračenje okvira definisanog fiskalnim pravilima, iz bilo kog razloga, uključujući i javne investicije, moglo bi da dovede do prezaduženosti države Srbije.

U zemljama u kojima je nivo korupcije visok - javne investicije su jedna od oblasti koja je naročito atraktivna za korupciju. Postojanje korupcije u oblasti javnih investicija predstavlja jedan od razloga za „naduvavanje“ cena radova, tolerisanje prekoračenja rokova i tolerisanje niskog kvaliteta radova. Ovi efekti korupcije mogu u značajnoj meri da umanje pozitivne efekte javnih investicija na rast i zapošljavanje. Da bi se sprečila korupcija u oblasti javnih investicija, neophodna je rigorozna primena zakonskih procedura u svakoj fazi realizacije investicija od raspisivanja tendera, preko izvođenja radova, do kontrole kvaliteta radova.

54 Pre početka ekonomske krize razrađivani su planovi za izgradnju gasovoda Južni tok i naftovoda Konstanca-Trst. Za sada nije izvesno da li je ekonomska kriza samo odložila realizaciju ovih projekata ili će možda uticati da se odustane od nekog od njih.

Modernizacija i izgradnja infrastrukture zahteva značajna sredstva usled čega se projek-tuje povećanje učešća javnih investicija u BDP-u za oko 2 procentna poena. S obzirom na to da će se država značajno zadužiti za izgradnju infrastrukture, kao i da će za navedenu svrhu upotrebiti sredstva od privatizacije, neophodno je da se izgradnja infrastrukturnih objekata ostvaruje uz poštovanje principa ekonomske efikasnosti(v.detaljnije Okvir 1).

Neto pozajmice države predstavljaju heterogenu bilansnu kategoriju - uključuju različite vrste kredita koje država odobrava građanima i privredi. U slučaju Srbije u okviru neto pozajmica nalaze se uobičajene kategorije kao što su studentski krediti i slično, ali i veliki broj drugih pozajmica koje su u funkciji intervencionističke politike države u privredi. U ovoj drugoj grupi nalaze se krediti za početak posla, pozajmice preduzećima i drugo. Ocenjuje se da bi u relativno kratkom roku trebalo bitno smanjiti obim navedenih po-zajmica i usredsrediti se na efikasnije mere za unapređenje privrednog ambijenta i rast zaposlenosti. Stoga je projektovano relativno brzo smanjenje učešća neto pozajmica u BDP-u na nivo koji je postojao u 2005. i 2006. godini. I u ovom slučaju neophodne su promene u strukturi pozajmica, da bi se stvorili uslovi za napredak nauke i tehnologije, i da se obezbede stipendije za školovanje talentovanih studenata iz Srbije na najboljim svetskim univerzitetima.

Tabela 2. Projekcija konsolidovanih javnih rashoda, % BDP-a

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rashodi	42,5	42,2	42,1	41,8	41,1	40,6	40,1	39,7	39,1	38,8	38,5
Tekući rashodi	38,2	37,2	36,4	35,8	35,1	34,6	34,1	33,7	33,1	32,8	32,5
Plate	9,8	9,6	9,3	9,1	8,9	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1	8,2
Roba i usluge	6,8	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Kamate	1,2	1,5	1,6	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6
Subvencije	2,2	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Transferi	18,2	17,8	17,6	17,1	16,7	16,4	16,2	16,0	15,7	15,5	15,2
Penzije	12,6	12,4	12,3	11,9	11,6	11,3	11,0	10,8	10,5	10,3	10,0
Ostali transferi	5,6	5,4	5,3	5,2	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Kapitalni rashodi	3,5	4,3	5,0	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Budžetske pozajmice net	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

Prethodno navedene projekcije konsolidovanih javnih prihoda i rashoda, u osnovi, određuju dinamiku kretanja fiskalnog deficita u periodu 2011-2020. godina. Na osnovu projekcija prihoda i rashoda sledi da konsolidovani fiskalni deficit postepeno opada sa procenjenog nivoa od 4,6% BDP-a u 2010. na nivo od 1,8% u 2015. godini, da bi se na kraju perioda ostvario mali suficit u konsolidovanom bilansu. Projektovani fiskalni deficit u 2015. godini je približno na nivou koji je definisan fiskalnim pravilima - deficit od 1% BDP-a, pri čemu se iz rashoda isključuju javne investicije, koje prevazilaze 5% BDP-a.

Zadržavanje fiskalnog deficita na relativno visokom nivou u nekoliko narednih godina posledica je nekoliko faktora kako na strani rashoda, tako i na strani prihoda. Na strani rashoda projektovano je povećanje učešća javnih investicija u BDP-u u periodu 2010-2013. godina za dva procentna poena. U istom periodu učešće rashoda za kamate u BDP-u povećava se za 0,6 procentnih poena BDP-a. Povećanje rashoda za dve navedene kategorije velikim delom neutrališe smanjenje svih ostalih rashoda u odnosu na BDP (smanjenje rashoda za plate, penzije, subvencije, nabavku robe i usluga i dr.). Eventualno brže smanjivanje fiskalnog deficita u odnosu na BDP moguće je, generalno, ukoliko bi rashodi rasli sporije nego što je projektovano, ukoliko bi se povećali porezi u odnosu na BDP, ili - ukoliko bi BDP rastao brže nego što je projektovano.

Ukoliko bi se prihodi, rashodi i fiskalni deficit (izraženi kao procenat BDP-a) kretali u skladu sa navedenim projekcijama relevantno pitanje jeste - kako bi se kretao odnos javnog duga prema BDP-u. Uz date putanje fiskalnog deficita i BDP-a, kretanje odnosa javnog duga prema BDP-u zavisi od kamatnih stopa, kao i od toga da li se fiskalni deficit finansira isključivo zaduživanjem ili se za njegovo finansiranje koriste i prihodi od privatizacije. Pretpostavke o kretanju kamatnih stopa su prethodno navedene. S obzirom na objavljene planove Vlade za prodaju Telekomu Srbija, ali i na očekivanu privatizaciju drugih preduzeća i banaka, procenjeno je da se u narednih nekoliko godina, mogu očekivati značajni prihodi od privatizacije. Projektovano je da će značajan deo javnih investicija, a time i fiskalnog deficita u 2011, 2012. i 2013. godini biti finansiran prihodima od privatizacije Telekomu Srbija. Procenjeno je da će u periodu 2011-2015. godina prihodima od privatizacije biti finansiran fiskalni deficit u iznosu od oko 1,7 milijardi evra.

Budući da je veći deo javnog duga Srbije nominovan u devizama - na kretanje odnosa javnog duga prema BDP-u utiče i kretanje realnog kursa dinara. Pri projekciji odnosa javnog duga prema BDP-u pretpostavljeno je da će realni kurs dinara biti konstantan⁵⁵, što ne isključuje njegove oscilacije po godinama.

Na osnovu prethodnih pretpostavki i procene da će krajem 2010. godine odnos javnog duga prema BDP-u iznositi⁵⁶ oko 37%, projektovana je putanja odnosa javnog duga prema BDP-u u periodu 2011-2020. godina. Prema ovoj projekciji odnos javnog duga prema BDP-u raste do 2013. godine kada dostiže 39% BDP-a, da bi potom postepeno počeo da opada, spuštajući se na nivo od oko 30% BDP-a krajem naredne decenije. Posmatrano u apsolutnim iznosima neto prirast javnog duga bi do 2015. godine iznosio oko 3,5 milijardi evra.

55 U kratkom roku moguća je realna deprecijacija dinara, dok bi u srednjem i dugom roku dinar trebalo da aprecira. Priliv kapitala od prodaje Telekomu Srbija, direktnih stranih investicija (Fiat i dr.) i po osnovu povlačenja kredita za infrastrukturu može da stvori snažne aprecijacijske pritiske, koje bi trebalo sprečiti.

56 Pri proceni odnosa javnog duga prema BDP-u na kraju 2010. godine zvanični podaci o javnom dugu uvećani su za iznos duga lokalnih zajednica koji nije obuhvaćen zvaničnim podacima, kao i za iznos nereguliranih dugova prema inostranstvu.

Tabela 3. Fiskalni deficit, finansiranje deficita i javni dug, % BDP-a

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fiskalni deficit	-4,6	-4,3	-3,8	-3,2	-2,3	-1,8	-1,3	-0,9	-0,3	0,0	0,3
Primarni fiskalni deficit	-3,4	-2,8	-2,2	-1,4	-0,5	0,1	0,5	0,9	1,5	1,6	1,8
Finansiranje fisk. deficita	-4,6	-4,3	-3,8	-3,2	-2,3	-1,8	-1,3	-0,9	-0,3	0,0	0,3
Neto zaduživanje	-4,4	-2,6	-2,3	-2,2	-1,8	-1,3	-1,3	-0,9	-0,3	0,0	0,3
Prihodi od privatizacije	-0,2	-1,7	-1,5	-1,0	-0,5	-0,5	0	0	0	0	0
Javni dug	37,0	38,3	38,9	39,0	38,6	37,6	36,7	35,4	33,3	31,1	28,7
Fiskalni deficit	-4,6	-4,3	-3,8	-3,2	-2,3	-1,8	-1,3	-0,9	-0,3	0,0	0,3

Na osnovu prethodnog sledi da će pod prethodno definisanim pretpostavkama i projekcijama - odnos javnog duga prema BDP-u ostati u održivim okvirima. Stoga se postavlja pitanje u kojoj meri bi održivost javnog duga mogla biti ugrožena ukoliko bi se pojavilo značajno odstupanje nekih makroekonomskih i fiskalnih agregata od prethodno navedenih pretpostavki i projekcija. Pri tome je naročito važno kako bi se kretao odnos javnog duga prema BDP-u ukoliko bi BDP sporije rastao, izostali prihodi od privatizacije, dinar značajnije realno deprecirao⁵⁷.

Pri oceni održivosti odnosa javnog duga prema BDP-u neophodno je ukazati na to da će verovatno po osnovu denacionalizacije država preuzeti dodatne obaveze koje će povećati odnos javnog duga prema BDP-u za nekoliko procentnih poena. Pri tome je relevantno da ukupan iznos finansijskih obaveza po osnovu denacionalizacije bude u makroekonomski i fiskalno održivim okvirima. Za Srbiju je prelazak odnosa ukupnog javnog duga prema BDP-u preko 50% finansijski teško održiv, što treba imati u vidu prilikom formulisanja zakona o denacionalizaciji. Ako bi javni dug, uključujući i obaveze po osnovu denacionalizacije dostigao 50% BDP-a, to bi imalo za posledicu da se 2-2,5% BDP-a godišnje izdvaja za finansiranje kamata. Ekonomski i društveno je neopravdano da se zbog ispravljanja istorijske nepravde, učinjene pre 60 i više godina, ugrozi ekonomska budućnost sadašnjih generacija, koje u navedenim procesima nisu učestvovala ni kao dobitnici ni kao gubitnici. Preterano zaduživanje države zbog rešavanja pitanja denacionalizacije nije se dogodilo ni u jednoj zemlji u tranziciji, iako je stepen nacionalizacije u njima bio veći, pa nema opravdanja da se to dogodi u Srbiji.

57 Tako, npr., ukoliko bi BDP u periodu 2011-2020. godina rastao po stopi od 4%, umesto po stopama koje su pretpostavljene u osnovnom scenariju, pod ostalim nepromenjenim uslovima to bi za posledicu imalo da odnos javnog duga prema BDP-u sredinom naredne decenije dostigne 42%. Ako bi prihodi od privatizacije iznosili samo 0,2% BDP-a godišnje, pod ostalim nepromenjenim uslovima odnos javnog duga prema BDP-u bi već 2013. godine dostigao 43%. Ukoliko bi se istovremeno dogodilo da prihodi od privatizacije iznose 0,2% BDP-a, a da BDP raste po stopi od 4% godišnje, tada bi javni dug već sredinom naredne decenije dostigao 47% BDP-a.

5.3. REFORMA PORESKOG SISTEMA U FUNKCIJI RASTA I ZAPOŠLJAVANJA

Postoje ubedljiva teorijska objašnjenja i relativno čvrste empirijske potvrde⁵⁸ o uticaju poreskog sistema na odluke pojedinaca o štednji, potrošnji, investicijama, ponudi rada i tražnji za radom i drugo. Osim toga, u otvorenoj privredi poreski sistem je jedan od faktora međunarodne konkurentnosti privrede na tržištu robe i kapitala. Različitim poreskim tretmanom različitih proizvoda i aktivnosti poreski sistem utiče i na promenu relativnih cena, a time i na alokaciju resursa. Poreski sistem takođe utiče i na preraspodelu dohodaka. Sa makroekonomskog aspekta poreski sistem utiče na agregatnu tražnju, i koristi se kao jedan od instrumenata anticiklične politike.

Sa stanovišta nove strategije rasta privrede relevantan je uticaj poreskog sistema na investicije i zapošljavanje, koji se ostvaruje preko uticaja na cenu rada i kapitala. Osim toga poreski sistem utiče na privredu i preko troškova primene poreskih propisa. Troškovi primene poreskih propisa predstavljaju sastavni deo tzv. regulatornog budžeta koji obuhvata troškove koje svojim propisima država nameće građanima i privredi mimo troškova plaćanja poreza.

5.3.1. BILANSNI OKVIR ZA PORESKE REFORME

Zbog visokog strukturnog deficita sa kojim se Srbija suočava, ocenjuje se da svi predlozi održivih poreskih reformi treba da budu prihodno neutralni ili da obezbeđuju dodatne javne prihode. Eventualni dodatni gubitak poreskih prihoda gotovo izvesno bi ugrozio fiskalnu održivost i makroekonomsku stabilnost zemlje. Održivost poreske reforme, koja bi dovela do smanjenja poreskih prihoda u odnosu na BDP, može se oceniti njenim poređenjem sa prihodno neutralnom reformom. Sprovedenje prihodno neutralne poreske reforme, zbog postojanja strukturnog fiskalnog deficita, zahteva smanjenje učešća *konsolidovane* javne potrošnje u BDP-u, u narednih četiri do pet godina, za najmanje 3 procentna poena. Ukoliko se to ne bi dogodilo - javni dug Srbije bi nastavio da se ubzano kreće ka neodrživom nivou.

Da bi se učešće javne potrošnje u BDP-u smanjilo za najmanje 3 procentna poena, a da se pri tome stvori prostor za povećanje javnih investicija i rashoda za kamate, neophodno je da se učešće *tekuće* javne potrošnje u BDP-u u nekoliko narednih godina smanji za 5-6 procentnih poena. Navedeno smanjenje učešća tekuće javne potrošnje u BDP-u zahteva da, u narednih nekoliko godina, izdaci za plate i penzije rastu znatno sporije od realnog

58 Videti npr. Myles, G. D. (2009) „Economic Growth and the Role Taxation Aggregate Data”, OECD Working Papers No. 714. ili Schule (2010) „The Potential Contribution of Fiscal Policy and Growth in New Zealand”, IMF Working Paper No. 2010/128. U radu Myles-a nalazi se iscrpan pregled teorijske i empirijske literature na temu uticaja poreza na privredni rast.

rasta BDP-a. Osim toga, neophodno je da se učešće svih ostalih pozicija u okviru tekuće potrošnje (rashodi za kupovinu robe i usluga, subvencije, budžetske pozajmice i dr.) značajno smanji u odnosu na bruto domaći proizvod.

Ukoliko bi poreske reforme dovele do smanjenja javnih prihoda - održiva fiskalna politika bi zahtevala da se rashodi dodatno smanje za iznos izgubljenih prihoda u odnosu na prihodno neutralnu reformu. Tako, recimo, ako bi se izgubili javni prihodi u iznosu od jednog procentnog poena BDP-a, bilo bi neophodno da se učešće konsolidovane javne potrošnje u BDP-u smanji za preko 4 procentna poena BDP-a, dok bi se tekuća potrošnja smanjila za 6–7% BDP-a. Da bi se to dogodilo neophodno je još oštrije smanjenje komponenti tekuće potrošnje, nego u slučaju prihodno neutralne reforme.

Dodatno smanjenje javne potrošnje, iako na prvi pogled poželjno, moglo bi da smanji obim i kvalitet usluga javnog sektora (slabija infrastruktura, manje kvalitetne i dostupne obrazovne i zdravstvene usluge, smanjenje socijalne sigurnosti, lošiji rad bezbednosnih službi i dr.). Smanjenje obima i kvaliteta usluga javnog sektora moglo bi da ugrozi socijalnu stabilnost, a time i privredni rast. Ukoliko se navedeno smanjenje javne potrošnje ne bi realizovalo (što je verovatnije) rezultat bi bio visok fiskalni deficit i ubrzani rast javnog duga. Visoka zaduženost države negativno bi uticala na kreditni rejting zemlje, nivo stranih investicija i dr., a to bi negativno uticalo na privredni rast.

Rezimirajući prethodno sledi da su u Srbiji u nekoliko narednih godina makroekonomski održive jedino poreske reforme kojima se učešće javnih prihoda u BDP-u ne menja, ili koje dovode do umerenog povećanja državnih prihoda. Poreske reforme koje bi dovele do značajnijeg gubitka poreskih prihoda u odnosu na BDP, imale bi za posledicu smanjenje dostupnosti i kvaliteta javnih usluga ili, što je verovatnije, do povećanja javnog duga ka neodrživom nivou. Mada bi ostvarenje dodatnih prihoda od 0,5-1% BDP-a bilo fiskalno poželjeno, i ne bi uticalo na pogoršanje konkurentnosti privrede Srbije, u nastavku će se razmatrati prihodno neutralna poreska reforma.

5.3.2. OSNOVNI ELEMENTI PORESKIH REFORMI

Prema važećim poreskim propisima u Srbiji je fiskalno opterećenje rada (porezi + doprinosi) relativno visoko, dok je fiskalno opterećenje kapitala među najnižim u Evropi. Takođe, stopa opšteg poreza na potrošnju (PDV) u Srbiji je među nižim ne samo u Evropi nego i u regionu Jugoistočne Evrope. Stvaranje podsticajnih uslova⁵⁹ za rast i zapošljavanje uključilo bi sledeće poreske reforme⁶⁰:

59 Detaljna bilansna analiza mogućeg paketa poreskih reformi u funkciji rasta privrede i zaposlenosti izložena je u neobjavljenom radu Nikole Altiparmakova „Poreski sistem u funkciji zapošljavanja i ekonomskog rasta“

60 Ukupne poreske reforme su šire i one obuhvataju brojne druge mere kao što je reforma oporezivanja imovine, smanjenje akciza na derivate nafte i povećanje akciza na cigarete i dr.

- smanjenje fiskalnog opterećenja rada,
- preraspodelu fiskalnog opterećenja rada u pravcu manjeg opterećenja slabije plaćenih radnika,
- povećanje poreza na dodatu vrednost i
- ukidanje ekonomski neopravdanih olakšica kod poreza na dobit preduzeća i poreza na dohodak građana,
- reforma poreza na imovinu.

Ocenjuje se da je *smanjenje stopa doprinosa za socijalno osiguranje najpogodniji način da se smanji fiskalno opterećenje rada*. Smanjenje fiskalnog opterećenja rada moguće je u principu i preko smanjenja poreza na zarade, kao najvažnijeg dela poreza na dohodak građana. Međutim, stopa poreza na zarade kao i prihodi od poreza na zarade u Srbiji već sada su vrlo niski u odnosu na druge zemlje, tako da bi njihovo dodatno smanjenje učinilo porez na dohodak makroekonomski irelevantnim, mada on predstavlja jedan od stubova poreskog sistema modernih privreda.

Reforma poreza na dohodak građana, čiji je najvažniji element porez na zarade (oko 80% poreza na dohodak naplaćuje se oporezivanjem zarada), predstavlja jednu od najvažnijih poreskih reformi u predstojećim godinama. Sa stanovišta fiskalnog opterećenja rada relevantno je da bi reforma poreza na dohodak građana⁶¹, bez obzira da li se uvodi proporcionalni porez⁶² ili neka jednostavna forma sintetičkog poreza, trebalo da dovede do *manjeg fiskalnog opterećenja slabije plaćenih radnika*.

Kao kompenzacija za izgubljene prihode od doprinosa za socijalno osiguranje *povećala bi se stopa poreza na dodatu vrednost (PDV)*. Povećani prihodi od PDV omogućili bi rast transfera budžeta Republike fondovima za socijalno osiguranje, kako bi se kompenzovao pad njihovih prihoda usled smanjenja stopa doprinosa. Povećanje stope poreza na dodatu vrednost zavisilo bi od gubitaka koji bi nastali usled smanjenja stopa doprinosa za socijalno osiguranje. Tako, na primer, ako bi se doprinosi za socijalno osiguranje smanjili za 20% - to bi generisalo gubitak javnih prihoda od 1,85% BDP-a. Navedeni gubici bi se najvećim delom mogli nadoknaditi povećanjem opšte stope PDV sa 18 na 20%, kao i prebacivanjem neegzistencijalnih proizvoda (kompjuteri, hoteli, novine, ulaznice za kulturu, prirodni gas i veštačko đubrivo) sa redukovane poreske stope od 8% na novu standardnu stopu od 20%.

61 Koncept sveobuhvatne reforme poreza na dohodak građana izložen je u radu Arsić, Ranđelović, Altiparmakov „Mogući pravci reforme poreza na dohodak građana “ u Kvartalnom monitoru broj 17.

62 Manje fiskalno opterećenje slabije plaćenih radnika u okviru proporcionalnog poreza na dohodak građana ostvarilo bi se uvođenjem visokog neoporezivog dela zarada u iznosu od npr. trećine prosečne zarade. U slučaju uvođenja sintetičkog poreza sa dve stope - progresivnost bi se ostvarila kako po osnovu neoporezivog dela zarade, tako i po osnovu progresivnih poreskih stopa.

Važan element poreskih reformi jeste ukidanje ekonomski neopravdanih oslobođanja kod poreza na dobit preduzeća. Zakonska stopa poreza na dobit preduzeća iznosi 10% i jedna je od najnižih u Evropi, dok efektivna poreska stopa iznosi samo 5-6% i verovatno je najniža u Evropi. Kao rezultat takve politike učešće prihoda od poreza na dobit u odnosu na BDP, u Srbiji je izrazito nisko i iznosi samo 1,5% BDP-a. Oporezivanje dobiti u Srbiji verovatno je u zoni u kojoj su koristi od smanjenja poreza (prirast investicija i zaposlenosti) manje od vrednosti izgubljenih poreskih prihoda. Poređenjem prihoda od poreza na dobit⁶³ sa nivoom ukupnih i stranih investicija, u Srbiji i u zemljama Centralne i Jugoistočne Evrope - moglo bi se zaključiti da je poboljšanje konkurentne pozicije zemlje kroz smanjenje poreza skupo i po svoj prilici neefikasno. Brojne slabosti u privrednom sistemu ne mogu se kompenzovati niskim porezima. Stoga se ocenjuje da je pri niskoj stopi poreza na dobit - u Srbiji opravdano ukidanje većine postojećih poreskih oslobođenja, uz zadržavanje postojeće izrazito niske stope poreza na dobit.

Reforma poreza na imovinu predstavlja važan elemenat poreskih reformi koji bi se mogao realizovati nezavisno od ostalih reformi u ovoj oblasti. Najvažniji elementi reformi poreza na imovinu bili bi poboljšanje obuhvata imovine koja je predmet oporezivanja, usklađivanje poreske osnovice sa tržišnom vrednošću imovine, zamena postojećih progresivnih poreskih stopa proporcionalnom poreskom stopom, zamena procentualnih poreskih kredita fiksnim iznosima po članu domaćinstva. Procenjuje se da bi navedene reforme poreza na imovinu kompenzovale gubitke lokalnih zajednica po osnovu ukidanja naknade za korišćenje gradskog građevinskog zemljišta. Generalno, rast bilansnog značaja poreza na imovinu povećao bi finansijsku samostalnost lokalnih zajednica u odnosu na centralnu vlast. Reaktiviranje poreza na poljoprivredno zemljište, osim fiskalnih efekata, moglo bi značajno da doprinese ukрупnjavanju poljoprivrednih poseda, a time i povećanju efikasnosti poljoprivrednog zemljišta.

Pojednostavljenje poreskih propisa i procedura predstavlja važan elemenat poreskih reformi. Komplikovane poreske procedure predstavljaju razlog zbog koga je Srbija relativno skromno plasirana prema karakteristikama poreskog sistema na međunarodnim rang-listama konkurentnosti, iako su poreske stope u Srbiji među najnižim u Evropi. Pojednostavljenje poreskih procedura moglo bi se ostvariti putem tzv. giljotine propisa i ono bi doprinelo smanjenju troškova poslovanja (tzv. regulatorni troškovi) i unapređenju privrednog ambijenta u Srbiji. Pojednostavljenje poreskih propisa smanjilo bi potrebu za „davanjem mišljenja i tumačenja“ od strane nadležnih organa, a bolja organizacija njihovih službi skratila bi rokove za to.

63 Recimo, Hrvatska ima duplo veću poresku stopu u slučaju poreza na dobit i ostvaruje duplo veće prihode od poreza na dobit u odnosu na BDP, a pri tome zbog drugih prednosti ima veće strane investicije po stanovniku od Srbije.

5.3.3. OČEKIVANI EFEKTI PORESKIH REFORMI

Da bi fiskalno rasterećenje rada pozitivno uticalo na privredni rast - neophodno je da se značajan deo fiskalnog rasterećenja zadrži u preduzećima, tj. da se većim delom ne upotrebi za povećanje neto zarada. Kako će se fiskalno rasterećenje rada raspodeliti između zaposlenih i poslodavaca zavisi od stope nezaposlenosti, snage sindikata, ali i ponašanja države koja se pojavljuje u svojstvu regulatora, ali i najvećeg poslodavca. Imajući u vidu visoku stopu nezaposlenosti u Srbiji i relativno slabe sindikate u privatnom sektoru privrede – očekuje se da bi značajan deo fiskalnog rasterećenja ostao na raspolaganju preduzećima.

Raspodela fiskalnog rasterećenja zavisice u velikoj meri i od ponašanja države⁶⁴ koja utiče na određivanje minimalne zarade, a kao poslodavac određuje plate za blizu 600 hiljada zaposlenih. Odgovorna politika Vlade podrazumevala bi da plate u javnom sektoru, koje se finansiraju fiskalnim prihodima (oko 430 hiljada zaposlenih), u narednim godinama rastu znatno sporije od BDP-a, kako bi se njihovo učešće u BDP-u smanjilo na oko 8%. Država bi takođe trebalo da obezbedi da plate u javnim preduzećima (oko 140 hiljada zaposlenih), koje su sada veće od plata u privatnom sektoru privrede, u budućnosti rastu u skladu s produktivnošću, ali i sa kretanjem plata u privatnom sektoru, što podrazumeva da ne zavise od promena poreske politike.

Postavlja se, međutim, pitanje: da li bi efekti fiskalnog rasterećenja bili makroekonomski relevantni, odnosno da li bi značajno uticali na rast privrede i povećanje zaposlenosti? Ukoliko bi fiskalno rasterećenje rada iznosilo oko 2% BDP-a i ako bi se podelilo između radnika i preduzeća u srazmeri 50% prema 50%, tada bi preduzećima na raspolaganju ostalo oko 1% BDP-a (oko 300 miliona evra) za investicije. Povećanje PDV bi se, pre ili kasnije, prebacilo na potrošače tako da bi krajnji rezultat predloženih reformi bilo smanjenje domaće potrošnje i povećanje domaće štednje. Povećanje domaće štednje, koja je u Srbiji već decenijama znatno niža od investicija, predstavlja nužan uslov za dugoročno održiv rast privrede.

Smanjenje fiskalnog opterećenja rada pozitivno bi uticalo na tražnju za radnom snagom, posebno na segment slabije plaćene radne snage, gde je i stopa nezaposlenosti najviša.

64 Mogući pozitivni efekti fiskalnog rasterećenja rada na privredu u okviru poreskih reformi sprovedenih početkom 2007. godine u celini su neutralisani time što su istovremeno sa smanjenjem fiskalnog opterećenja rada značajno povećane neto plate u javnom sektoru. Rast plata u javnom sektoru prenet je preko mehanizma konkurencije i na privatni sektor, usled čega je izostalo smanjenje troškova rada, a time i povećanje tražnje za radom i rast zaposlenosti. Kombinacija navedenih politika nije imala dugoročan pozitivan uticaj na privredu (postojao je samo pozitivan kratkoročni uticaj koji je ostvarivan preko rasta domaće tražnje), ali je uticala na trajno smanjenje poreskih prihoda za oko 1% BDP-a. Takođe, kombinacija permanentnog smanjenja javnih prihoda uz izostanak permanentnog smanjenja javnih rashoda - značajno je doprinela ugrožavanju dugoročne makroekonomske stabilnosti preko rasta strukturnog fiskalnog deficita.

Smanjenje fiskalnog opterećenja rada bio bi pogodan trenutak za pokretanje kampanje za smanjenje rada na crno, kao i za suzbijanje prakse prijavljivanja nižih zarada u odnosu na stvarno isplaćene. Smanjenje fiskalnog opterećenja rada uticalo bi na smanjenje troškova rada, a time i na poboljšanje međunarodne konkurentnosti privrede Srbije. Osim toga, smanjenje fiskalnog opterećenja rada je ekonomski efikasniji način stimulisanja zapošljavanja, od sadašnje prakse odobravanja visokih subvencija za svakog novozaposlenog radnika. Odobravanjem subvencija za zapošljavanje radnika država menja relativne cene čime direktno utiče na alokaciju resursa, što skoro izvesno vodi ka neefikasnoj alokaciji resursa. Uz to, visoke subvencije stvaraju pogodan teren za različite vrste prevara i korupciju.

Povećanje stope poreza na dodatu vrednost doprinelo bi smanjenju jedne od osnovnih neravnoteža u privredi Srbije - visokoj domaćoj tražnji u odnosu na BDP. S obzirom da se PDV naplaćuje pri uvozu, a izvezeni proizvodi su u potpunosti oslobođeni PDV, povećanje stope PDV uticalo bi na povećanje relativne cene uvoznih dobara i dobara koja se prodaju u Srbiju u odnosu na cenu dobara koja se izvoze. Povećanje PDV bi povećalo relativnu cenu potrošnih u odnosu na investiciona dobra, jer se u potrošnom tipu PDV, koji se primenjuje u Srbiji, PDV ne plaća na investiciona dobra.

Rezimirajući prethodno, sledi da bi se predloženom fiskalnom reformom promenile neke od osnovnih relativnih cena u privredi Srbije: povećala bi se relativna cena uvoza u odnosu na izvoz, relativna cena potrošnih u odnosu na investiciona dobra, smanjila bi se relativna cena rada u odnosu na cenu ostalih dobara.

Promene relativnih cena, koje bi se ostvarile poreskom reformom, značajno bi promenile uslove privređivanja u Srbiji. Promene uslova privređivanja su tako dizajnirane da utiču na odluke na mikro nivou, povećavaju isplativost izvoza u odnosu na uvoz, podstiču investicije u odnosu na potrošnju, smanjuju cenu rada i na taj način podstiču zapošljavanje. Naravno, navedene odluke zavise i od brojnih drugih činilaca, od kojih su samo neki određeni ekonomskom politikom. Stoga je neophodno u okviru novog modela rasta i ostale elemente ekonomske politike (politiku kursa, politiku javnih rashoda, politiku plata definisanu opštim kolektivnim ugovorom, investicioni ambijent) promeniti tako da više podstiču izvoz, štednju, investicije i zapošljavanje. Ukoliko ostale politike ne bi podržavale novu strategiju rasta, efekti poreske reforme bi mogli biti neutralisani delovanjem drugih politika u suprotnom smeru. Stoga bi se, u tom slučaju mogao izvesti pogrešan zaključak da poreska politika nema željeni uticaj na makroekonomska kretanja.

5.4. REFORMA NAJVAŽNIJIH SEGMENTA JAVNE POTROŠNJE

Stvaranje povoljnijih uslova za rast privrede podrazumeva značajne promene u strukturi javne potrošnje u okviru datog bilansnog okvira. Osim promene strukture javne po-

trošnje u pravcu rasta učešća javnih investicija neophodna je reforma sektora najvećih potrošača javnih prihoda. U okviru toga ključna je reforma penzijskog sistema za koji se sada izdvaja 12,5% BDP-a, što je dugoročno neodrživo. Reforme obrazovnog sistema i sistema zdravstvene zaštite treba da doprinesu poboljšanju kvaliteta njihovih usluga, što je ključno za rast ljudskog kapitala - jedne od osnovnih determinanti privrednog rasta. U slučaju obrazovanja i zdravstva država se javlja u dvostrukoj ulozi: ona je regulator celog sistema, ali i najveći ponuđač navedenih usluga na tržištu. Stoga, reforme navedenih delatnosti treba da podstiču unapređenje kvaliteta usluga u obrazovanju i zdravstvu ne samo u javnom nego i u privatnom sektoru⁶⁵.

Važan elemenat reformi javnog sektora su reforme pravosudnog sistema i javne uprave. Reforma pravosudnog sistema treba da doprinese efikasnijem obavljanju najstarije funkcije države - uspostavljanju pravnog poretka. Javna uprava predstavlja heterogenu grupu javnih institucija (poreska i carinska uprava, razne inspeksijske službe, agencije, ustanove i dr.) koje se značajno razlikuju po funkcijama, organizaciji i drugo., te stoga zahtevaju različite reforme. Zajednički elementi reformi navedenih delatnosti su usklađivanje načina funkcionisanja sa evropskim standardima, smanjenje korupcije, unapređenje primene informacionih tehnologija i drugo.

U nastavku su dati predlozi reformi nekih od delatnosti koje se obavljaju u državnom sektoru, a koji na različite načine utiču na dugoročni privredni rast: penzijskog sistema, obrazovanja, zdravstva i sistema socijalne zaštite. Pri izradi predloga reformi pojedinih segmenata javne potrošnje korišćeni su rezultati brojnih strategija i studija koje su tokom prethodnih desetak - godina izradile međunarodne finansijske institucije, domaće istraživačke institucije i državni organi, a koje su do sada samo delimično primenjeni.

5.4.1. REFORMA PENZIJSKOG SISTEMA

Da bi se obezbedila dugoročna održivost javnih finansija u Srbiji, neophodno je da se definišu osnovni parametri reforme penzijskog sistema, koji će obezbediti da se javni rashodi za penzije u narednoj deceniji svedu u održive okvire od 10% BDP-a. To prvenstveno zahteva izbor adekvatnog pravila indeksacije penzija koje bi, uprkos očekivanom rastu broja penzionera, obezbedilo da se postepeno smanjuje učešće penzija u BDP-u. Prema radnoj verziji pravila o fiskalnoj odgovornosti prosečne penzije bi u periodu 2011-2012. godine rasle po stopi inflacije uvećanoj za polovinu realnog rasta BDP-a iz prethodne godine. Nakon 2012. godine prosečne penzije bi rasle po stopi rasta inflacije uvećanoj za realni rast BDP-a preko 4% - ovo pravilo bi se primenjivalo sve dok učešće rashoda za penzije u BDP-u ne opadne na oko 10%.

65 Zbog asimetričnosti informacija između korisnika i davalaca usluga, moralnog hazarda i dr., tržišni mehanizmi ne garantuju dostizanje efikasnih rešenja u obrazovanju i zdravstvu.

Pozitivna promena, sa stanovišta finansijske održivosti penzijskog sistema, jeste to što predlog novog zakona o penzijama ne sadrži minimalni odnos prosečnih penzija i prosečnih zarada. Ukoliko bi se u budućnosti, ipak zakonski određivao minimalni odnos prosečnih penzija i prosečnih zarada - neophodno je da se definiše na nivou koji je primere-niji ekonomskim mogućnostima zemlje, recimo na nivou od 50%.

Osim navedenih mera, koje imaju najveći uticaj na nivo izdataka za penzije u kratkom i srednjem roku, neophodne su i reforme koje doprinose dugoročnoj održivosti penzijskog sistema. U tom pravcu nužno je postepeno izjednačavanje starosne granice za pensionisanje žena i muškaraca. S obzirom da je razlika u starosnoj granici relativno visoka (sada iznosi pet godina) ocenjuje se da bi ujednačavanje starosne granice trajalo oko 10 godina. Takođe, vrlo je verovatno da će u dugom roku (nakon 2020. godine), zbog očekivanog produženja životnog veka, biti neophodno povećanje starosne granice za muškarce i žene na 66 ili 67. godina.

Drugi pravac reformi javnog penzijskog sistema u Srbiji, bio bi povećanje preraspodela od bogatijih ka siromašnijim pensionerima. Postojanje preraspodele - od bogatijih ka siromašnijim pensionerima - karakteristika je svih javnih penzijskih sistema, a često se navodi i kao jedan od razloga za njihovo postojanje. Štaviše, u svetu postoji tendencija da se intenzitet preraspodele u okviru javnih sistema povećava, što odgovara shvatanju da javni penzijski sistemi treba da obezbede egzistencijalni minimum za stara lica, a da pojedinci koji žele više od toga, treba da tokom života ulažu u razne oblike realne i finansijske imovine (kupovinu nekretnina, ulaganje u privatne penzijske fondove i životno osiguranje, ulaganje u ostale oblike finansijske imovine i dr.).

Intenzitet preraspodele u okviru postojećeg javnog penzijskog sistema u Srbiji sada je niži od proseka zemalja OECD⁶⁶. Stoga je opravdano da se intenzitet preraspodele povećava na taj način što bi se smanjivao raspon između minimalnih i maksimalnih penzija, dok bi se zadržao raspon između najmanjih i najvećih doprinosa. Ova promena treba da bude postepena, zbog toga što postojeći pensioneri u prošlosti nisu imali velike mogućnosti da ulažu u druge oblike realne i finansijske imovine. Štaviše, u dugom periodu budućim pensionerima je slata poruka da će javne penzije biti dovoljne za pristojan život, kao i da će pojedinci koji su imali visoke plate imati i visoke penzije. Stoga bi naglo ujednačavanje penzija moglo da se tretira kao neka vrsta obmane pensionera koji su tokom radnog veka ostvarivali iznadprosečne zarade i kojima su obećavane približno srazmerno visoke penzije.

Međutim, neophodno je da se mlađim zaposlenima šalje jasna poruka o tome da će javne penzije u budućnosti uglavnom obezbeđivati egzistencijalni minimum, a da oni koji

66 Stanić, K. (2008) „Uloga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti merenje i međunarodna poređenja“, Kvartalni monitor br 13.

žele više od toga treba da ulažu u razne oblike realne i finansijske imovine. Stoga je neophodno da se uporedo sa reformom javnog penzijskog sistema, stvaraju povoljni uslovi za razvoj privatnog penzijskog osiguranja, životnog osiguranja i drugih oblika dugoročne štednje građana.

Na osnovu iskustva evropskih zemalja u tranziciji, ali i visokog deficita u javnom penzijskom fondu Srbije, ne postoje opravdani razlozi za uvođenje obaveznog dopunskog privatnog osiguranja (tzv. drugog stuba prema konceptu Svetske banke). Uvođenje *drugog stuba* u aktuelnim uslovima Srbije impliciralo bi ili smanjenje prihoda za *prvi stub* - što bi dodatno povećalo njegov već visoki deficit, ili bi impliciralo uvođenje dodatnih doprinosa za drugi stub, što bi povećalo sadašnje, takođe visoko, fiskalno opterećenje rada.

Međutim, preporučljivo bi bilo da se tokom naredne decenije uvede socijalno penzijsko osiguranje koje bi se finansiralo iz budžeta Srbije (tzv. nulti stub prema novom konceptu Svetske banke). Socijalno penzijsko osiguranje bi obuhvatalo lica starija, recimo od 70. godina koja nemaju druge izvore prihoda, a koja takođe ne raspolažu imovinom većom od određenog cenzusa. Socijalne penzije bi se odredile tako da budu nešto niže od iznosa minimalnih penzija iz javnog penzijskog fonda. Sistem socijalnih penzija bi obuhvatao i poljoprivrednike koji tokom života nisu uplaćivali penzijske doprinose. Socijalne penzije bi mogle da se uvedu kada izdaci za javni penzijski fond opadnu na oko 10% bruto domaćeg proizvoda..

5.4.2. REFORMA SISTEMA ZDRAVSTVENE ZAŠTITE

Javni izdaci za zdravstvenu zaštitu predstavljaju jednu od najbrže rastućih elemenata javnih rashoda tokom prethodnih nekoliko decenija u svetu. Prema empirijskim istraživanjima najveći uticaj na rast javnih (ali i privatnih) izdataka za zdravstvenu zaštitu imali su tehnički progres u medicini i sve veća dostupnost zdravstvene zaštite širokim slojevima stanovništva. Osim toga starenje populacije doprinosi povećanju troškova zdravstvene zaštite u odnosu na BDP, ali je uticaj starenja populacije na rast troškova znatno manji u odnosu na prethodna dva činioca.

Učešće javnih izdataka na zdravstvenu zaštitu u Srbiji, tokom prethodnih godina bilo je relativno stabilno i iznosilo je oko 6% BDP-a. Javni izdaci za zdravstvo u Srbiji prema podacima Svetske zdravstvene organizacije učestvuju sa oko 70% u ukupnim izdacima za zdravstvo u Srbiji. Učešće javnih izdataka za zdravstvo u BDP-u Srbije je nešto veće od proseka zemalja u tranziciji koje su ušle u Evropsku uniju. Na osnovu tehnoloških⁶⁷ i demografskih trendova procenjuje se da će se i u budućnosti povećavati učešće zdrav-

67 Nije isključeno ni da će otkrića u oblasti genetike ili dr. uticati na smanjenje troškova zdravstvenih usluga u budućnosti.

stvenih usluga u BDP-u. Makroekonomski i fiskalni značaj javnog zdravstvenog sistema može se ilustrovati i činjenicom da on zapošljava preko 5% od ukupnog broja zaposlenih u Srbiji, odnosno blizu $\frac{1}{4}$ od ukupnog broja zaposlenih u javnom sektoru.

Rezultati zdravstvene zaštite u određenoj zemlji najčešće se mere na osnovu očekivanog trajanja života⁶⁸ i smrtnosti odojčadi. Prema očekivanom trajanju života Srbija se nalazi blizu proseka susednih zemalja u tranziciji, dok je po smrtnosti odojčadi između proseka zemalja Jugoistočne Evrope i proseka zemalja Centralne Evrope. Tokom poslednje decenije, što je za demografske varijable kratak period, poboljšana su oba pokazatelja zdravstvenog stanja stanovništva Srbije.

S obzirom na to da su javni izdaci za zdravstvenu zaštitu u Srbiji (isto važi i za ukupne izdatke), posmatrani u odnosu na BDP, veći nego u sličnim zemljama u tranziciji, dok su rezultati zdravstvene zaštite na nivou proseka, može se zaključiti da postoji određena troškovna neefikasnost u zdravstvenom sistemu. Stoga je neophodna temeljna reforma zdravstvenog sistema koja bi u srednjem roku rezultirala poboljšanjem rezultata zdravstvene zaštite, uz zadržavanje postojećeg učešća rashoda za zdravstvo u BDP-u.

Prema preporuci Svetske banke⁶⁹ najvažnije uštede u javnom zdravstvenom sistemu Srbije čija bi realizacija bila moguća bez pogoršanja kvaliteta usluga su:

- smanjenje broja postelja u bolnicama,
- smanjenje broja nemedicinskog osoblja u svim segmentima javnog zdravstva,
- smanjenje broja lekara u domovima zdravlja,
- poboljšanje procedura odlučivanja o kupovini nove tehnologije i odobravanju novih lekova na recept.

Pri realizaciji navedenih reformi neophodna je visoka opreznost kako se ne bi ponovile greške iz prošlosti. Tako, na primer, smanjenje broja zaposlenih u zdravstvu 2006. godine zasnivalo se na dobrovoljnom odlasku zaposlenih uz relativno visoke otpremnine. Rezultat je bio da su zdravstveni sistem napustili neki od najpotrebnijih medicinskih kadrova, i prešli u privatni sektor, dok je nemedicinsko osoblje, gde postoje viškovi ostalo u javnom zdravstvenom sistemu. Usled odlaska neophodnog medicinskog osoblja Ministarstvo zdravlja je nakon dve godine pokrenulo proces zapošljavanja novih lekara. Pri racionalizaciji broja zaposlenih neophodno je uvažiti postojanje značajne neravnomernosti u produktivnosti zdravstvenih ustanova. Povezano s tim, u više od polovine

68 Očekivano trajanje života zavisi i od drugih činilaca, a ne samo od kvaliteta zdravstvene zaštite, npr. od stila života (zaštita od zaraznih bolesti, raširenost alkoholizma, načina ishrane, klime i dr.). Smrtnost odojčadi, pod razumnim pretpostavkom, da su živorođena deca u svim populacijama podjednako zdrava - više zavisi od kvaliteta zdravstvene zaštite.

69 Svetska banka (2009), „Kako sa manje uraditi više“,

domova zdravlja iskorišćenost kapaciteta⁷⁰ manja je od dve trećine, što naravno ne isključuje mogućnost da su neki domovi zdravlja preopterećeni. Neravnomerna iskorišćenost kapaciteta u domovima zdravlja delimično je posledica činjenice da su oni građeni pre nekoliko decenija kada je teritorijalni raspored stanovništva bio znatno drugačiji od sadašnjeg.

Povećanju efikasnosti zdravstvenih ustanova prema preporuci Svetske banke mogla bi da doprinese i promena načina finansiranja javnog zdravstvenog sistema u Srbiji. Sadašnji zdravstveni sistem u Srbiji se finansira na troškovnom principu, tj. zdravstvene ustanove dobijaju sredstva od Fonda zdravstvenog osiguranja u zavisnosti od broja i strukture zaposlenih, troškova lekova, troškova komunalnih usluga, broja postelja i drugo. Zbog toga zdravstvene ustanove imaju podsticaj da maksimalno povećaju broj zaposlenih, potrošnju lekova, broj postelja i drugo.

Svetska banka predlaže da se postojeći troškovni model finansiranja zdravstva na primarnom i sekundaranom nivou zdravstvene zaštite zameni finansiranjem po korisniku. Primenom ovog modela domovi zdravlja koji imaju veći broj pacijenata dobijali bi veća sredstva. Ovakav sistem bi vršio pritisak na domove zdravlja i lokalnu samoupravu, u čiju nadležnost se prenose domovi zdravlja, da sami rešavaju problem viška zaposlenih, umesto da se centralizovano procenjuje u kom domu postoje viškovi i koliko oni iznose. Ovakav sistem bi podsticao i druge vrste ušteda u domovima zdravlja.

U slučaju viših nivoa zdravstvene zaštite Svetska banka predlaže finansiranje po sistemu dijagnostički srodnih grupa. Prema ovom sistemu određena zdravstvena usluga (npr. neka operacija) plaćala bi se po prosečnim troškovima te usluge u zdravstvenom sistemu Srbije. Ovakav sistem bi vršio pritisak na one zdravstvene ustanove koje imaju iznadprosečne troškove lečenja određene bolesti da smanje navedene troškove. Ipak, neophodna je opreznost prilikom primene ovog sistema finansiranja kako ne bi došlo do „naduvavanja“ obima usluga ili pada njihovog kvaliteta.

Uštede u sistemu zdravstvene zaštite koje bi se ostvarile primenom prethodno navedenih mera iskoristile bi se za kupovinu moderne medicinske opreme, poboljšanje stručne osposobljenosti medicinskog osoblja, rekonstrukciju zdravstvenih ustanova i drugo. U dugom roku opravdan je cilj da kvalitet zdravstvenih usluga u Srbiji i rezultati zdravstvene zaštite konvergiraju ka nivou u razvijenim evropskim zemljama. Međutim, međunarodna poređenja pokazuju da se isti kvalitet zdravstvenih usluga može postići uz bitno različit nivo rashoda na zdravstvenu zaštitu u odnosu na BDP. Primera radi, SAD imaju vrlo visoke troškove zdravstvene zaštite po stanovniku, dok su rezultati zdravstvene zaštite ispod proseka razvijenih zemalja. Zbog velikog učešća izdataka za zdravstvenu zaštitu

70 Svetska banka (2009).

u ukupnim javnim rashodima neophodno je kontinuirano praćenje efikasnosti javnog zdravstvenog sistema u Srbiji, kako bi se određeni nivo usluga dobijao uz što manje troškove.

5.4.3. REFORMA OBRAZOVNOG SISTEMA

Jedan od najvažnijih činilaca od koga zavisi dugoročni rast privrede jeste rast ljudskog kapitala, koji se uglavnom meri na osnovu znanja i veština koje poseduju zaposleni. Obučenosn radne snage kao i njena sposobnost da usvaja najnovija znanja i veštine, ključno zavisi od obrazovnog sistema zemlje. Osim toga obrazovni sistem je i ključna determinanta naučno tehnoloških inovacija - kvalitetniji obrazovni sistem implicira veći stepen inovacija.

Efikasnost obrazovnog sistema određene zemlje može se oceniti poređenjem njegovih rezultata sa troškovima. Rezultati obrazovanja u određenoj zemlji mere se obuhvatnošću stanovništva određenim nivoom obrazovanja kao i kvalitetom obrazovanja. Kada je u pitanju obuhvat stanovništva obrazovanjem razlikuje se obuhvat tekućih generacija i obuhvat ukupnog stanovništva osnovnim, srednjoškolskim i univerzitetskim obrazovanjem. Obuhvat tekućih generacija odražava aktuelne performanse obrazovnog sistema, dok obuhvat ukupnog stanovništva odražava performanse obrazovnog sistema u toku poslednjih nekoliko decenija. Kvalitet obrazovanja može se meriti na različite načine, kao što su standardizovani nacionalni ili međunarodni testovi (npr. PISA testovi) ili na osnovu broja objavljenih naučnih radova, patenata i drugo.

Troškovi obrazovanja uključuju javne rashode na svim nivoima države, kao i privatne rashode na obrazovanje. O javnim rashodima na obrazovanje postoje relativno pouzdani podaci, dok je privatne rashode relativno teško proceniti.

Obrazovanost *ukupne* populacije u Srbiji, merena procentom stanovništva koje je završilo osnovnu, srednju ili visoku školu pri evropskom je dnu. Nizak nivo obrazovanja posledica je decenijskog niskog obuhvata ukupnog stanovništva, i naročito određenih društvenih grupa (starije seosko stanovništvo, žensko stanovništvo, određene socijalne grupe - Romi i dr.). Međutim, kada je u pitanju obuhvatnost tekućih generacija mladih obrazovanjem rezultati se značajno razlikuju za različite nivoe obrazovanja. Obuhvatnost osnovnim obrazovanjem je u Srbiji vrlo visoka i nalazi se na nivou razvijenih evropskih zemalja. Međutim, obuhvatnost srednjim obrazovanjem u Srbiji je znatno niža nego u razvijenim evropskim zemljama. Razlike u obuhvatnosti srednjim obrazovanjem u Srbiji i razvijenim zemljama su posledica činjenice da je u Srbiji za sada obavezno samo osnovno obrazovanje, dok je u mnogim evropskim zemljama obavezno i srednje obrazovanje. U Srbiji ne postoje pouzdani statistički podaci o tome koji procenat tekućih generacija

završava više škole i fakultete, ali se na osnovu nekih istraživanja može zaključiti da je taj procenat manji od evropskog proseka.

Procene kvaliteta obrazovanja u osnovnim školama u Srbiji - uglavnom se zasnivaju na rezultatima standardizovanih testova koje je razvio OECD, tj. na osnovu PISA testova. Prema rezultatima navedenih testova, kojima se na principu uzorka proverava znanje učenika, Srbija se nalazi znatno ispod proseka ne samo zemalja OECD-a, nego i većine zemalja Centralne i Istočne Evrope, uključujući i bivše jugoslovenske Republike Sloveniju i Hrvatsku. Procene izvedene na osnovu metodologije OECD-a pokazuju da su 15-godišnjim učenicima iz Srbije potrebne dve godine dodatnog obrazovanja da bi dostigli nivo obrazovanja svojih vršnjaka u zemljama OECD-a.

Prema podacima Svetske banke učešće izdataka za obrazovanje u Srbiji u BDP-u je nešto ispod 5%, što je na nivou proseka Regiona. Nizak kvalitet osnovnog obrazovanja uz prosečne troškove ukazuje na to da je postojeći obrazovni sistem u Srbiji neefikasan. Uz to obuhvatnost tekućih generacija srednjim i univerzitetskim obrazovanjem u Srbiji je niska. Stoga je neophodna reforma obrazovnog sistema čiji bi cilj bio povećanje obuhvatnosti tekućih generacija obrazovanjem i povećanje kvaliteta obrazovanja uz zadržavanje javnih izdataka za obrazovanje⁷¹ na oko 5% BDP-a.

U okviru reforme obrazovanja izvršila bi se realokacija troškova. Veći broj istraživanja sprovedenih tokom poslednjih desetak godina ukazuje na to da je mreža osnovnih škola i u manjoj meri srednjih škola preglomazna. Značajno smanjenje prirodnog priraštaja učinio je postojeću mrežu škola u celini preglomaznom. Broj učenika⁷² u osnovnim školama je u periodu od 1990. do 2007. godine opao za 23,4%, dok je broj odeljenja opao za 6,1%. Osim toga postojeća školska mreža formirana je tokom prethodnih decenija u skladu sa tadašnjim teritorijalnim rasporedom stanovništva. Proces migracija je dodatno povećao nesklad između teritorijalnog rasporeda učenika i školske mreže. U mnogim seoskim područjima, ali i u manje razvijenim gradskim sredinama broj učenika je drastično opao, dok je broj škola i nastavnika zadržan na prethodnom nivou. Posebno nepovoljna okolnost jeste to da smanjenje veličine odeljenja i smanjenje broja učenika po nastavniku nije dovelo do povećanja kvaliteta obrazovanja.

Iskustvo nekih zemalja pokazuje da je prelaz sa sadašnjeg troškovnog načina finansiranja škola na finansiranje po učeniku pogodan način da se izvrši racionalizacija školske mreže. Republika bi svakoj opštini odobravala sredstva za plate zaposlenih koja bi bila srazmerna broju učenika u toj opštini. Na taj način bi opštine bile motivisane da same racionaliziraju

71 Javni izdaci za obrazovanje su u periodu 2006-2008. godine dostigli oko 5% BDP-a, ali su u periodu 2009-2010 godine verovatno opali usled zamrzavanja plata, koje čine veliki deo troškova u obrazovanju (oko 80%).

72 Svetska banka (2009).

zuju školsku mrežu ili da same finansiraju suvišnu školsku mrežu ukoliko to žele i mogu.

Uštede koje bi se ostvarile racionalizacijom mreža osnovnih i u manjoj meri srednjih škola - upotrebile bi se za unapređenje kvaliteta obrazovanja. Unapređenje kvaliteta obrazovanja obuhvatalo bi različite mere počev od kontinuiranog usavršavanja nastavnika, do poboljšanja opremljenosti škola. Osim toga, neophodno je razmotriti mogućnost uvođenja standardizovanih nacionalnih testova kojima bi se ocenjivalo znanje učenika u svim osnovnim školama u Srbiji. Rezultati testova bi se objavljivali i pratilo bi se iz godine u godinu da li se rezultati u nekim školama poboljšavaju, ostaju nepromenjeni ili pogoršavaju. U zavisnosti od promena rezultata uveo bi se sistem nagrada i kazni za škole i nastavnike. Nagrade bi se mogle realizovati putem dodatne novčane stimulacije, dok bi se kazne satojale u obavezi „loših“ škola i nastavnika da drže dopunske časove učenicima, za koje se ne bi izdvajala sredstva iz budžeta države. U slučaju dugotrajno loših rezultata nekih škola ili nekih nastavnika postojala bi mogućnost smene školske uprave i zamene nekvalitenog nastavnog osoblja.

Iskustvo drugih zemalja pokazuje da su za unapređenje upravljanja školama neophodna specifična znanja koja često ne poseduju direktori birani iz redova nastavničkog osoblja. Stoga bi kao jedan od uslova za obavljanje direktorske funkcije mogao da bude i završetak specijalističke ili posle diplomanske škole koja bi školovala menadžere za upravljanje školama⁷³.

U skladu sa tendencijama u razvijenim i brzorastućim zemljama u razvoju - i u Srbiji bi bilo neophodno da se u narednoj deceniji uvede obavezno srednje obrazovanje. Tek nakon završetka srednjeg obrazovanja učenik je stekao znanja i veštine koja su neophodne za uključivanje na tržište rada. S obzirom na višak nastavnog osoblja i prostora u postojećem sistemu srednjih škola, uvođenje obaveznog srednjeg obrazovanja verovatno ne bi značajno povećalo troškove obrazovnog sistema. Ipak, neophodno je da se pre uvođenja obaveznog srednjoškolskog obrazovanja uradi detaljna studija o njegovim finansijskim implikacijama. Uvođenje obaveznog srednjeg obrazovanja bi doprinelo podizanju opšteg nivoa obrazovanja radne snage u Srbiji.

Obrazovni profili koji se školuju u postojećoj mreži srednjih škola velikim delom su u neskladu sa zahtevima tržišta. Promene privredne strukture Srbije u toku poslednje dve decenije znatno su veće od promena u obrazovnim profilima učenika koji završavaju srednje škole. Stoga je neophodno razviti efikasne mehanizme koji bi podsticali srednje škole da obrazuju učenike u skladu sa potrebama tržišta.

73 Slična ideja bi se mogla primeniti i za direktore zdravstvenih ustanova, gde bi se osim medicinskog obrazovanja, od direktora zdravstvenih ustanova zahtevalo da poseduju i određena menadžerska znanja.

Važan segment reformi obrazovanja je i unapređenje kvaliteta univerzitetskog obrazovanja, kako javnog tako i privatnog. U slučaju javnog obrazovanja neophodno je da država poveća izdvajanja po studentu kako bi se unapredio kvalitet obrazovanja. Dodatna državna sredstva unapredila bi opremljenost fakulteta, smanjila broj studenata po nastavniku, poboljšala kvalitet nastavnika. Veće plate bi usmerile nastavnike da se više posvete fundamentalnim i primenjenim istraživanjima, umesto da relativno niske plate dopunjuju radom na rutinskim konsultantskim i sličnim poslovima. Unapređenju kvaliteta nastavnika doprineo bi i program sistematskog slanja najboljih studenata na doktorske studije na najpoznatije svetske univerzitete. Država bi za njih obezbeđivala stipendije, dok bi oni zauzvrat imali obavezu da se nakon završenih doktorskih studija vrate u Srbiju, gde bi bili angažovani za rad na državnim univerzitetima.

Državna intervencija u privatnom sektoru univerzitetskog obrazovanja opravdana je zbog značajnog prisustva asimetričnosti informacija između korisnika usluga (studenta i njihovih roditelja) i privatnih univerzitetskih ustanova. Učenici koji upisuju privatne univerzitete i njihovi roditelji koji finansiraju studiranje, imaju relativno malo informacija o kvalitetu obrazovanja koje im određena institucije pruža, kao i mogućnostima zapošljavanja nakon njenog završetka. Stoga je neophodno da se postojeći sistem akreditacije učini rigoroznijim kako bi se sprečila inflacija nedovoljno kvalitetnih diplomaca, za čijim uslugama ne postoji tražnja. Neophodno je da država i u slučaju privatnih fakulteta javnosti učini dostupnim podatke o mogućnostima zapošljavanja studenata nakon završetka navedenih fakulteta. Takođe, neophodno je da se unapred definiše politika zapošljavanja u javnom sektoru diplomaca koji su završili privatne fakultete. Posebno je važno da se ispituju posledice sadašnje prakse da se srednjoškolci, zaposleni u državnoj upravi, nakon završetka privatnih fakulteta niskog kvaliteta postavljaju na rukovodeća mesta u državnoj administraciji.

5.4.4. REFORMA SISTEMA SOCIJALNE ZAŠTITE

Prema zvaničnim podacima rashodi za socijalnu zaštitu u Srbiji su znatno niži od većine drugih zemalja u tranziciji. Ukupni rashodi za socijalnu zaštitu u Srbiji iznose ispod 2% BDP-a, dok se ovi rashodi u zemljama Centralne Evrope tipično nalaze u intervalu od 3-4% BDP-a. Ipak stvarni izdaci za socijalnu zaštitu u Srbiji su verovatno nešto veći ako bi u njih uključili razne oblike državne pomoći preduzećima, koji de fakto imaju karakter socijalne pomoći. Takođe, država Srbija još uvek određene socijalne funkcije, na različite načine prevaljuje na preduzeća, pa siromašni slojevi stanovništva dobijaju popuste pri plaćanju komunalnih usluga i drugo. Slični popusti siromašnim slojevima stanovništva odobravaju se i u slučaju plaćanja usluga dečjih vrtića i drugo. Ipak, korekcija rashoda za socijalnu zaštitu uključivanjem navedenih indirektnih subvencija ne bi verovatno promenila opštu ocenu da Srbija izdvaja manje za socijalnu zaštitu u odnosu na zemlje iz okruženja.

Druga nepovoljna okolnost u sistemu socijalne zaštite jeste to što je relativno mali deo programa socijalne pomoći neposredno usmeren na rešavanje problema siromaštva. Jer, u okviru brojnih programa socijalne zaštite, koji postoje u Srbiji, samo dva programa (materijalno obezbeđenje porodice i dečji dodatak), na koje se troši oko jedna četvrtina ukupnih sredstava uslovljena su imovinskim stanjem korisnika. Ostali programi socijalne pomoći kao što su: naknada za trudničko i porodiljsko odsustvo, boračka zaštita i dr., nisu uslovljeni materijalnim stanjem korisnika. Štaviše, neki programi socijalne zaštite imaju izrazito regresivan karakter. Tako npr. nadoknada za vreme porodiljskog odsustva jednaka je stvarnoj zaradi korisnice pre početka korišćenja odsustva, uz maksimalnu granicu od pet prosečnih zarada. Prema tome, žene koje su pre porodiljskog odsustva imale veću zaradu imaju i pravo na veću naknadu u periodu korišćenja odsustva - što je izrazito regresivno.

Relativno skromna sredstva koja su u Srbiji direktno namenjena siromašnim, prema različitim empirijskim istraživanjima, dobro su targetirana, tj. najveći procenat onih koji koriste navedene programe pomoći pripadaju najsiromašnijim socijalnim grupama. Međutim, navedena sredstva su nedovoljna, stoga je u okviru reformi programa socijalne zaštite neophodno povećati učešće sredstava koja su direktno namenjena rešavanju problema siromaštva, kao što su materijalno obezbeđenje porodice i dečji dodaci. Da bi ova sredstva došla do onih kojima su potrebna (prema istraživanjima Svetske banke) - neophodno je otkloniti administrativne barijere poput zahteva za prijavom mesta boravka, ličnim dokumentima i drugo, sa kojima se suočavaju naročito Romi i raseljena lica i izbeglice. Među siromašnim licima koja imaju pravo na socijalnu pomoć postoji značajan procenat onih koji su nepismeni (Romi, staračka domaćinstva i dr.) i koji nisu upoznati sa programima socijalne pomoći. Stoga je neophodno da službe socijalne pomoći aktivno pomažu takvim licima u ostvarivanju prava na socijalnu zaštitu.

Reforma socijalne zaštite u Srbiji zahteva i da se socijalne funkcije u potpunosti izmeste iz preduzeća, odnosno da se pod formom subvencija, podsticajnih kredita i dr. ne odobravaju plate koje suštinski imaju karakter socijalne pomoći. Čini se da je opravdano da se smanji regresivnost u isplati naknade za porodiljsko odsustvo na taj način što bi se maksimalna naknada ograničila npr. na dve ili tri prosečne zarade umesto na pet, što je sada slučaj. Takođe, moguće su i određene uštede time što bi se period korišćenja porodiljske naknade skratio ili što bi naknada opadala sa protekom vremena - npr. naknada bi bila veća tokom prvih šest meseci nego nakon toga.

5.5. REFORMA JAVNIH PREDUZEĆA

Javna preduzeća (republička, lokalna i pokrajinska) predstavljaju značajan deo privrede Srbije. Ona zapošljavaju preko 140 hiljada radnika što je nešto preko 7% od registrova-

ne zaposlenosti. S obzirom da mnoga od javnih preduzeća posluju u kapitalno intenzivnim delatnostima, njihov značaj sa stanovišta društvenog bogatsva koje angažuju je još veći. Mada su tokom prethodne decenije sprovedene značajne reforme⁷⁴ u javnim preduzećima - pred njima se još uvek nalaze krupni reformski izazovi, kao što su: nastavak restrukturiranja, definisanje strategije privatizacije i liberalizacija delatnosti u kojima posluju javna preduzeća.

5.5.1. NASTAVAK RESTRUKTURIRANJA JAVNIH PREDUZEĆA

Bez obzira na to da li će i kada javna preduzeća biti privatizovana, neophodan je nastavak restrukturiranja da bi se unapredila njihova efikasnost. Sadržaj restrukturiranja razlikuje se od jednog do drugog preduzeća, ali je u većini preduzeća neophodno dodatno smanjenje viškova zaposlenih mada su ti viškovi sada znatno manji nego pre 10 godina. U slučaju nekih javnih preduzeća (proizvodnja električne energije, neka komunalna preduzeća i dr.) neophodne su dodatne korekcije cena kako bi se sprečilo formiranje gubitaka po osnovu tekućeg poslovanja, ali i obezbedila sredstva za kapitalno održavanje i nove investicije.

Važan element restrukturiranja javnih preduzeća jeste unapređenje upravljanja javnim preduzećima od strane Republike, lokalnih zajednica i pokrajina. Unapređenje upravljanja javnim preduzećima treba da doprinese povećanju njihove efikasnosti, putem smanjenja nepotrebnog rasipanja resursa, povećanja obima i poboljšanja kvaliteta usluga, modernizaciju tehnologije, dugoročno smanjenje cene usluga i drugo.

Povećanje efikasnosti javnih preduzeća ima veliki značaj za ukupnu privredu i građane, zbog velike vrednosti usluga koje ona isporučuju, kao i zbog velikog dela društvenog bogatsva koje se nalazi pod njihovom kontrolom. Dodatni razlog za unapređenje upravljanja javnim preduzećima su i predstojeći veliki investicioni radovi koji će se izvoditi preko javnih preduzeća (Putevi Srbije, Koridor X, Železnice Srbije, Elektroprivreda i dr.), a koji će se uglavnom finansirati stranim kreditima, za koje će država dati garancije, kao i prihodima od privatizacije. S obzirom na to da se očekuje vraćanje većeg dela nevedenih kredita iz budžeta Republike i lokalnih zajednica, od suštinske važnosti je da se obezbedi efikasno izvođenje navedenih krupnih investicionih radova o čemu je već bilo reči u delu koji se odnosi na javne investicije.

Unapređenje upravljanja javnim preduzećima zahteva promenu procedure izbora glavnih menadžera, kroz primenu obavezujuće institucije javnog konkursa. Pri tome je od

74 Neke od značajnijih reformi su izdvajanje i privatizacije sporednih delatnosti, smanjivanje viškova zaposlenih u osnovnim delatnostima, otklanjanje značajnog dela dispariteta cena, tehnološka modernizacija, revitalizacija opreme i infrastrukture i dr.

suštinske važnosti da se konkursnom procedurom dođe do sposobnih i moralnih menadžera, a ne da oni predstavljaju samo fingiranu proceduru za postavljanje stranačkih aktivista. Druga važna poluga za unapređenje upravljanja javnim preduzećima jeste puno reaktiviranje uloge Upravnog i Nadzornog odbora koji bi zastupali interese vlasnika - države, odnosno u krajnjoj instanci interese građana. U tom smislu neophodno je da se u upravne odbore biraju kompetentni stručnjaci koji su spremni da se u punoj meri angažuju na donošenju ključnih strateških odluka u preduzećima, i koji bi za to bili adekvatno nagrađeni. Članovi upravnog odbora bi zajedno sa menadžerima polagali račune Vladi, a ne resornom ministarstvu, za poslovanje javnog preduzeća u čijem upravljanju učestvuju. Na sličan način je neophodno reaktivirati i ulogu Nadzornog odbora u javnim preduzećima, sa ciljem da se obzbedi kontinuirano praćenje zakonitosti rada javnih preduzeća.

Unapređenje upravljanja javnim preduzećima podrazumeva jačanje odgovornosti resornih ministarstava, kao i ministarstva finansija pri usvajanju i kontroli primene strateških dokumenata i godišnjih planova. Važan element provere zakonitosti i profesionalnosti rada javnih preduzeća može se ostvariti jačanjem kapaciteta postojećih državnih institucija kao što je Budžetska inspekcija, Državna revizorska institucija i Uprava za javne nabavke. Konačno, u slučaju realizacije projekta velike vrednosti (izgradnja autoputeva, rekonstrukcija železnica i dr.) opravdano je da država angažuje preduzeća koja su specijalizovana za nadzor takvih projekata, kako bi se sprečilo ugrožavanje interesa države, usled mogućeg dosluha između javnog preduzeća naručioca posla i preduzeća izvođača radova. Unapređenje upravljanja javnim preduzećima trebalo bi da doprinese smanjenju korupcije, koja u različitim formama postoji u njima.

Važan element restrukturiranja javnih preduzeća jeste i njihova reorganizacija kako bi se pripremio teren za liberalizaciju delatnosti u kojima rade ta preduzeća, ili za njihovu delimičnu privatizaciju. Prethodno podrazumeva, na primer, razdvajanje Železnica Srbije u dva ili više preduzeća od kojih bi se jedno bavilo izgradnjom i održavanjem infrastrukture, drugo uslugom prevoza, treće održavanjem saobraćajnih sredstva i slično. Na sličan način neophodno je jasno definisati vlasničke i preispitati ugovorne odnose između države, Pošte i Telekom Srbije, pre privatizacije Telekoma Srbija. To podrazumeva brojne aktivnosti kao što su prenos vlasništva nad Telekomom Srbije sa Pošte na državu, razgraničenje imovine između Pošte i Telekoma, preispitivanje uslova zakupa imovine, razgraničenje imovinskih odnosa između države i Telekoma - pitanje vlasništva nad infrastrukturom koje je od ključne važnosti za buduću liberalizaciju fiksne telefonije.

5.5.2. PRIVATIZACIJA JAVNIH PREDUZEĆA I LIBERALIZACIJE INFRASTRUKTURNIH I KOMUNALNIH DELATNOSTI

Privatizacija javnih preduzeća i liberalizacije delatnosti u kojima javna preduzeća posluju predstavlja jednu od najvažnijih oblasti privrednih reformi u nekoliko narednih godina u Srbiji. Privatizacija javnih preduzeća tesno je povezana sa liberalizacijom infrastrukturnih i komunalnih delatnosti u kojima većina ovih preduzeća posluje. Po pravilu liberalizacija infrastrukturnih i komunalnih delatnosti treba da prethodi privatizaciji preduzeća koja u njima posluju. Međutim, liberalizacija infrastrukturnih i komunalnih delatnosti, izuzev prirodnih monopola, poželjna je čak i u slučaju ako država ne namerava da privatizuje javno preuzeće koje posluje u navedenim delatnostima.

Do sada je u oblasti privatizacije javnih preduzeća ostvaren relativno skroman napredak, koji se uglavnom svodi na privatizaciju Naftne industrije Srbije. Trenutno je aktuelna privatizacija Telekoma Srbije, dok su najavljene privatizacije JAT-a i Galenike odložene za bolja vremena⁷⁵. Čini se da u prethodnoj deceniji nije postojala strategija privatizacije javnih preduzeća, nego da su odluke donošene *ad hoc*, u zavisnosti od potreba za finansiranjem budžeta ili namere Vlade da ostvari stratešku saradnju sa zemljama iz kojih potiču investitori i drugo.

U slučaju liberalizacije delatnosti u kojima posluju javna preduzeća, najveći napredak je ostvaren u oblasti mobilne telefonije. Takođe, primena sporazuma o otvorenom nebu i davanjem dozvola *low cost* avio kompanijama ostvaren je značajan napredak u liberalizaciji oblasti vazdušnog saobraćaja, dok je liberalizacija poštanskih usluga takođe značajno napredovala. Liberalizacija ostalih infrastrukturnih i komunalnih delatnosti u kojim posluju javna preduzeća je tek u začetku (fiksna telefonija, proizvodnja električne energije) ili još nije ni počela (železnički saobraćaj). U nekim delatnostima kao što je distribucija gasa uprkos zakonskoj liberalizaciji, broj privatnih operatera je skroman, a postupak odobravanja dozvole je netransparentan.

Dalji napredak u liberalizaciji infrastrukturnih i komunalnih delatnosti zahteva unapređenje rada regulatornih tela. Efikasno funkcionisanje regulatornih tela je neophodan uslov kako se državni monopol ne bi zamenio privatnim. S obzirom na to da se očekuje skora privatizacija Telekoma Srbije, neophodno je da se pre privatizacije obezbedi pristup telekomunikacionoj mreži, pod fer uslovima svim budućim operatorima. Na osnovu iskustava drugih zemlja naročito je važno da se pre privatizacije reši pitanje vlasništva nad telekomunikacionom kanalizacijom u gradovima. U prethodnim godinama najveći napredak u funkcionisanju regulatornih tela ostvarila je Agencija za telekomunikacije,

75 Pre početka krize propuštena je prilika za privatizaciju JP „Podzemna eksploatacija uglja“. Cena koju građani plaćaju u obliku subvencija, izostanak navedne privatizacije iznosi oko 20 miliona evra godišnje.

dok je nezavisnost ostalih regulatornih tela (Agencija za energetiku, Agencija za železnice) znatno manja. Pun razvoj kapaciteta Agencija pokreće pitanje dalje opravdanosti postojanja resornih ministarstava usled dupliranja nadležnosti. Razvoj agencija će omogućiti ukidanje nekih ministarstava ili spajanje većeg broja ministarstava u jedinstveno ministarstvo.

Ključna pitanja na koja treba da odgovori strategija privatizacije javnih preduzeća jesu: koja preduzeća privatizovati, *kada i kako?* Načelan odgovor na pitanje koja preduzeća privatizovati jeste da predmet privatizacije treba da budu preduzeća koja ne obavljaju delatnost koja ima karakter prirodnog monopola. U slučaju ako samo deo delatnosti preduzeća ima karakter prirodnog monopola, onda je preporučljivo formiranje različitih preduzeća, pri čemu bi se odvojili delovi koji mogu da posluju u uslovima konkurencije i oni koji imaju karakter prirodnog monopola. Naravno, iz prethodnog ne sledi nužno da država treba da privatizuje sva preduzeća koja posluju u uslovima konkurencije u nekim slučajevima moguće je da država ostane vlasnik preduzeća, ali je tada neophodno da se izvrši liberalizacija delatnosti (primeri za to su proizvodnja električne energije, železnički prevoz). Iskustvo Telekoma Srbije, ali i rezultati empirijskih istraživanja u svetu ukazuju na to da se poslovanje javnih preduzeća poboljšava ukoliko su izložena konkurenciji.

Na osnovu prethodnih kriterijuma sledi da je prilično nesporno da bi trebalo privatizovati preduzeća čiju je privatizaciju najavila republička Vlada (Telekom Srbija, JAT, Galenika). Takođe, ne postoje ekonomski, a čini se ni drugi argumenti, protiv privatizacije JP Podzemna eksploatacija uglja ili lokalnih preduzeća koja se bave distribucijom gasa, medijskim uslugama, i slično. Na drugoj strani, izvesno je da prenos struje, železnička infrastruktura, Pošta, Putevi Srbije, vodovodna i kanalizaciona mreža ne bi trebalo da budu privatizovani, jer se radi o tipičnim prirodnim monopolima.

Za većinu drugih javnih preduzeća (Elektroprivreda Srbije, Železnički prevoz) postoje argumenti *za* i *protiv* privatizacije. U slučaju proizvodnje električne energije moguća je i delimična privatizacija, tj. moguće je privatizovati jednu ili nekoliko termoelektrana ili hidroelektrana, a da preostale ostanu u državnom vlasništvu. Međutim, u slučaju proizvodnje struje i železničkog prevoza čini se da je važnije da se izvrši liberalizacija delatnosti, nego privatizacija javnih preduzeća koja u njima posluju. Pri tome je važno da postoji efektivna liberalizacija, što bi u slučaju elektroprivrede značilo da postoji više vlasnički nezavisnih proizvođača struje⁷⁶.

76 Argument po kome, zbog niskih cena struje, ne postoji interes privatnih investitora za gradnju termoelektrana i hidroelektrana u Srbiji prilično je neubedljiv, s obzirom na to da projektovanje i izgradnja navedenih objekata traje pet i više godina, a u tom roku cena struje u Srbiji će konvergirati ka cenama u okruženju.

Imajući u vidu nizak kapacitet državne uprave i raširenu korupciju - ocenjuje se da je u slučaju Srbije bolje rešenje da se daju dozvole za formiranje samostalnih privatnih preduzeća koja bi se bavila proizvodnjom struje nego da se ide na zajednička ulaganja javnog i privatnog preduzeća. U slučaju javnog preduzeća Aerodrom Beograd ocenjuje se da je bolje rešenje da ono ostane u državnom vlasništvu, ali da se iz preduzeća izdvoje sve sporedne delatnosti. Takođe, u slučaju realizacije delatnosti, kao što je izgradnja kargo centra, pogodnije je da se ona prepusti privatnom sektoru.

U slučaju lokalnih javnih preduzeća, koja se bave komunalnim delatnostima, radi se o heterogenim delatnostima od kojih neka imaju karakter prirodnog monopola (vodovod, kanalizacija), dok je u drugim oblastima (odnošenje smeća, medijske usluge, štamparije i dr.) moguća konkurencija.

Rezimirajući prethodno - sledi da privatizaciji javnih preduzeća treba da prethode liberalizacija infrastrukturnih i komunalnih delatnosti, kao i rešavanje imovinskih i drugih odnosa sa državom ili drugim javnim preduzećima. Takođe, ocenjuje se da privatizacija javnih preduzeća nije urgentna, pa stoga u većini slučajeva proceduru prodaje treba odložiti za period nakon okončanja svetske ekonomske krize. Ako se pak pokrene privatizacija nekog javnog preduzeća tokom ekonomske krize, kao što je to slučaj sa Telekomom Srbija, tad je neophodno da se unapred u tenderskoj dokumentaciji odredi minimalna cena koja će odgovarati normalnim, a ne kriznim vremenima.

Takođe, ocenjuje se da u slučaju javnih preduzeća treba striktno primenjivati konkurent-ske procedure privatizacije, uz prethodnu temeljnu pripremu privatizacione dokumentacije. Dobro pripremljena privatizaciona dokumentacija, uključujući i ugovor, u slučaju javnih preduzeća od izuzetne je važnosti, s obzirom na značaj delatnosti koje obavljaju, kao i na vrednost resursa koje koriste.