

Prof. dr Dragan Đurićin*
Mr Iva Vuksanović**

Predlozi za prevazilaženje negativnih posledica ekonomske krize u Srbiji

(Strategija izlaska iz krize bazirana na SWOT analizi)

Rezime

Ovaj rad bazira se na nekoliko ideja. Mogući scenariji su izabrani kao metod predviđanja, SWOT analiza kao dijagnostički koncept, a performansama vučena lista želja, uronjena u realnost, kao okvir za formulisanje strategije izlaska Srbije iz krize.

U okviru velikog broja trendova koji su bili predmet analize, identifikovano je nekoliko za koje smatramo da će u velikoj meri biti izloženi uticaju poslednje globalne ekonomske krize, kao i lokalne krize u kojoj se nalazi privreda Srbije, krize tranzicionizma.

U nameri da izvršimo autopsiju krize, kao i strategijsku analizu tekuće ekonomske situacije u Srbiji, rad je podeljen na pet delova. Prvi deo se odnosi na osnovne strukturne uzroke tekuće krize, predloge adekvatnih mera za suzbijanje njenih razornih efekata, kao i predviđanje verovatnih efekata njihove primene. Drugi deo obuhvata analizu tekućeg stanja u kojem se nalazi ekonomija Srbije. Presentovani su vodeći trendovi, osnovni makroekonomski indikatori i indikatori ranjivosti. Treći deo predlaže nekoliko nužnih i izvodljivih promena kada je reč o preovlađujućoj ekonomskoj paradigmi, naročito kada je reč o odnosu prema riziku. U četvrtom delu prezentovani su vodeći globalni ekonomski trendovi, kao i strukturne promene povezane sa poslednjom krizom. Konačno, u poslednjem delu data je SWOT analiza na bazi koje je moguće definisati strategiju izlaska Srbije iz permanentne krize.

UVOD

Ekonomske krize se najčešće inkubiraju duže vreme. Ulogu okidača može imati određeni fenomen ili događaj, ali su noseći uzroci najčešće bili prisutni godinama unazad. U najvećem broju slučajeva, uzroci se ne uočavaju lako zbog zadovoljstva postojećim stanjem stvari i rigidnih sistema verovanja i predrasuda.

U traženju uzroka poslednje ekonomske krize treba poći od promene dominantnog kulturnog modela u SAD koji je u najvećoj meri uticao na globalizaciju kao poslednji stadijum liberalnog kapitalizma. Povoljni makroekonomski uslovi i globalni rast u periodu 2002–2008. ohrabрили su potragu za prinosom od strane svih ekonomskih agenata, uključujući i individualne investitore. Investiciona manija, umesto tradicionalne štednje, izazvala je potrošački bum koji je bio najuočljiviji kada je reč o balonima na tržištu nekretnina. U novom kulturnom modelu, pojedinci nisu bili motivisani da štede, budući da su cene nekretnina rasle brže u odnosu na hipotekarne kredite. Posledično, štednja je nestala, dok su investicije hipertrofirale, zbog čega je bilo potrebno naći nove izvore finansiranja. Na drugoj strani, finansijska rešenja kao što su NINA (engl. *No Income, No Assets*) krediti omogućila su zainteresovanim kupcima lak pristup sredstvima za finansiranje takvih investicija. Banke (najpre investicione, a zatim, neočekivano, i komercijalne) dale su svoj doprinos ovakvom modelu ponašanja kroz proces sekjuritizacije neosiguranih kredita i kreiranje različi-

tih vrsta egzotičnih finansijskih instrumenata (CDS i CDO, na primer). Visoki rizici, povezani sa uzastopnom sekjuritizacijom koju su obavljali finansijski posrednici, bili su doslovno ignorisani, zahvaljujući novoj filosofiji deregulacije na finansijskim tržištima.

Prethodno pomenuti faktori doveli su do dramatičnog rasta finansijskog leveridža u bankama, u smislu odnosa kapitala banke prema plasiranim sredstvima. Na primer, na početku XX veka, tipična evropska banka imala je odnos aktive i kapitala 4:1. Taj odnos je porastao na 10:1, 1970-ih godina. Prema [4, str. 48], u septembru 2008. godine, leveridž racio kod *Bank of America* iznosio je 73, 7:1. Kako je kapital činio samo 1,4% njene aktive, pad od 3–4% u vrednosti aktive bio je dovoljan za potpunu dekapitalizaciju banke. U poslednjoj krizi, međutim, vrednost aktive pala je za 30–40%.

Iako se kriza najpre ispoljila u SAD kao centru nove globalne ekonomije, i periferne ekonomije su bile značajno pogođene: najpre EU, zatim zemlje u tranziciji i, konačno, BRIC zemlje (Brazil, Rusija, Indija i Kina). Srbija je, takođe, pogođena krizom. Pokazalo se da filosofija koja podržava deregulaciju i emitovanje toksičnih kreditnih instrumenata nije održiva. Ekonomija lišena štednje ne može osigurati finansiranje investicija u već smanjenom ili preseljenom realnom sektoru. Posledično, ovakva ekonomija nema dovoljno poluga da obezbedi sopstvenu održivost.

* Redovni profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu.

** Asistent Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu.

Uzroci nastanka novog kulturnog modela mogu se tražiti i u sekjuritizaciji, neograničenom transferu rizika. Pokazalo se da finansijska tržišta nisu samoregulišuća, da kreditni derivati nisu investicije *per se*, već javno dobro koje mora biti regulisano. Kada negativne tendencije premaše nivo preuzetog rizika, problem se pomera na stranu očekivanja, manifestujući se kroz strah od nesolventnosti i rizik partnera u povezanim transakcijama. Posledice bega ka sigurnosti su zaglavljivanje banaka i prestanak međubankarskog kreditiranja, kao i pad investicija.

Do sada neviđeno uključivanje države jedna je od najzapanjućih karakteristika poslednje krize. Posledično, preduzeća i banke moraju ponovo razmotriti svoje strategije, uvažavajući dve stvari. Prvo, nova konkurentna borba će se odvijati u potpuno novom regulativnom okviru, naročito kada je reč o finansijskom sektoru. Drugo, neophodno je uvažiti rastući značaj javnog sektora kao najvećeg kupca za veliki broj privrednih grana. Poslednje dodatno dobija na značaju, budući da se rast javne potrošnje koristi kao zamena za istiskivanje tražnje iz realnog sektora. Na drugoj strani, rastući budžetski deficit i sve starija populacija u razvijenim zemljama upućuju na novi izazov u budućnosti: pucanje fiskalnih balona.

Od svih trendova koji su prethodno pomenuti, globalizacija je verovatno najranjivija, na prvom mestu finansijska globalizacija. Globalizacija robe i usluga može stati neko vreme budući da je međunarodna trgovina pala zajedno sa tražnjom. Najverovatniji scenario je rastući protekcionizam. Kada je reč o globalizaciji talenata, verovatno je da će se imigracija usporiti kao posledica pritiska populista zabrinutih za gubitak radnih mesta.

Uticaj novog kulturnog modela bio je toliko razoran da čak ni IK tehnologije, kao tehnološka kičma globalnog liberalnog kapitalizma, nisu mogle obezbediti njegovu održivost. Naprotiv, pojačana međuzavisnost unutar sistema povećala je njegovu ranjivost. Globalizacija, zajedno sa dinamičkim razvojem IK tehnologija, uticala je na to da nacionalne ekonomije, tržišta, preduzeća i banke postanu međuzavisne više nego ikada. Referensa [7, str. IX] koristi termin *interlocking fragility*. Ovaj fenomen je glavni uzrok permanentnog diskontinuiteta, čini da stabilnost i predvidivost iščeznu, a rizik i neizvesnost da postanu preovlađujući kontekst poslovanja.

Prihvatanje diskontinuiteta kao činjeničnog stanja može biti oslobađajuće za stratege. Ipak, jedina razumna reakcija na kontinuirane, radikalne i međuzavisne promene je povećanje kapaciteta za reagovanje na neizvesnost. Suština strategija je da poveća ovaj kapacitet. Cilj je otkrivanje i praćenje svih vidljivih okidača neizvesnosti i diskontinuiteta. Budući da se ne može izbeći, namena strategije je da kroz odgovarajuća prilagođavanja diskontinuitet iskoristi. Trenutak kada rastući diskontinuitet čini postojeću strategiju neupotrebljivom označava tačku strategijskog zaokreta. Rečju, potrebna je nova strategija da bi se održivi razvoj iznova dostigao. Nova strategija podrazumeva konkretne akcije, utemeljene na uočenim mogućnostima, kao i vidljivim i pretpostavljenim pretnjama koje slabosti pretvaraju u prepreke na putu ka uspehu.

Dve su osnovne posledice makroekonomskih trendova: privredni ciklusi, koji se manifestuju kroz sukcesivne padove i uspone privredne aktivnosti, i strukturne promene koje se javljaju kao promena preovlađujuće paradigme i biznis modela. U poslednjoj globalnoj ekonomskoj krizi strukturne promene dominiraju nad cikličnim. Prelazak sa industrijske na uslužnu ekonomiju u severnoj hemisferi bila je strukturna promena bez odgovarajućeg socijalnog konteksta. Posledično, kriza je imala radikalni karakter. Naime, poslednja kriza nije samo još jedan prelazak u poslovnom ciklusu, već set radikalnih promena u ekonomskom poretku. Štaviše, sistem prolazi kroz fundamentalnu promenu, promenu paradigme.

Da li je ovaj utisak opravdan? Da bi se dao odgovor, nužno je ispitati trendove koji oblikuju globalnu, kao i srpsku ekonomiju. Najpre se analizira uticaj krize na vodeće svetske trendove, kako bi se otkrio njihov uticaj na alternativne strategije izlaska iz krize.

Srbija nije ni zemlja u tranziciji niti post-tranziciona zemlja. Srbija je zemlja u tranzicionizmu [3]. Postoji veliki broj posledica tranzicije koja predugo traje. Dve najveće su tranziciona recesija (dramatičan pad ekonomske aktivnosti i inflacija) i nizak nivo konkurentnosti. Duga lokalna ekonomska kriza izazvana nezavršenom tranzicijom dovela je do povećane izloženosti Srbije riziku *vis-a-vis* globalne ekonomske krize. Srbija se, naime, nalazi u kombinovanoj krizi, tranzicionoj krizi i globalnoj ekonomskoj krizi, koje pojačavaju jedna drugu. Postoji mnogo indikatora ranjivosti koji objašnjavaju nivo izloženosti srpske ekonomije kombinovanoj krizi. Ovi indikatori predstavljaju ograničenja kada je reč o izvodljivim rešenjima. Svrha ovog rada je da skicira izvodljivu strategiju izlaska iz postojeće situacije.

1. SVET U KRIZI

Poslednja dva veka karakterišu dva velika razvojna talasa: industrijska i informatička era. Područje prelaska između era predstavlja tranziciju koju karakterišu strukturne promene i visok nivo rizika i neizvesnosti. Poslednja ekonomska kriza može biti viđena kao preuranjeni završetak informatičke ere i prelazak u novu eru, eru permanentnog diskontinuiteta.

Poslednja kriza predstavlja završni stadijum u evoluciji finansijskih tržišta u sklopu procesa radikalne deregulacije koja je počela kasnih 1970-ih. Kriza se najpre ispoljila u bankarskom sektoru sa krizom poverenja, koja se završila prestankom međubankarskog kreditiranja i masovnim bankrotima. Odmah zatim, kriza se prenela na tržišta kapitala u vidu pada vrednosti i nelikvidnosti, završivši se radikalnim padom tražnje i profitabilnosti u nefinansijskim sektorima.

Prelazak sa jake na labavu regulaciju finansijskih tržišta, praćen raznim finansijskim inovacijama, stimulisao je rast finansijskih tržišta i prelazak na globalni neoliberalni kapitalizam. Spekulativni baloni na finansijskim tržištima doneli su ogromne prinose različitim ekonomskim agentima, podstičući na taj način razne oblike kognitivne pristrasnosti da prevladaju u većini poslovnih i investicionih odluka. Pozitivno iskustvo u prošlosti, ohrabrujući makroekonomski kontekst i stimulatívni bonus planovi bili su glavni razlozi permanentno rastućeg apetita za rizik. Nerazumno visok apetit za rizik doveo je do eksplozije finansijskog leveridža. Dodatno, došlo je do povećane neravnoteže kada je reč o bogatstvu i moći. Koncentracija bogatstva nekada orijentiše investicije ka bizarnim, umesto produktivnim svrhama. Na primer, u februaru 2010. godine *Sotheby's* je prodao skulpturu jednog italijanskog umetnika za 60 miliona funti.

Svetska ekonomija je dugo počivala na lažnoj premisi da je preovlađujući stav ekonomskih agenata izbegavanje rizika i da pojedinci (potrošači, menadžeri, direktori, vlasnici, bankari i dr.) donose ekonomski racionalne ili *win-win* odluke. Danas smo svi taoci moćne „nevidljive ruke“ tržišta, plaćajući previsoku cenu za greške klasične ekonomske teorije koja tvrdi da su pojedinci uvek u stanju da donesu racionalnu odluku i da su tržišta i regulatorne institucije, u osnovi, zdravi i samoregulišući. Nažalost, iracionalnost je prava nevidljiva ruka koja vodi ljude u procesu donošenja odluka. U socijalnom i tehnološkom kontekstu informatičke ere, ljudi su primarno iracionalni i vođeni nesvesnim kognitivnim pri-

stranostima. To otvara prostor za pojavu moralnog hazarda. Zajedno sa oportunističkim ponašanjem, moralni hazard je tipična devijacija ponašanja u principal-agent kontekstu. Moralni hazard se pojavljuje kada se strana koja nije izložena riziku ponaša drugačije nego što bi se inače ponašala da je u potpunosti izložena riziku [19]. Javlja se zbog toga što pojedinac (ili agent) ne prihvata u potpunosti posledice i odgovornost za svoje postupke i na taj način ima tendenciju da se ponaša manje obzirivo nego što bi se u drugom slučaju ponašao, ostavljajući drugu stranu (principala) da snosi posledice tih akcija. Kada moralni hazard prati ekonomske transakcije imamo igru sa nultom sumom na početku (engl. *zero-sum game*) i igru u kojoj svi gube naposljetku (engl. *lose-lose*). Kada ovakav vid ponašanja prevlada ekonomskim transakcijama, nastaje ekonomija moralnog hazarda.

Jedna od manifestacija preteranog prihvatanja rizika je rast sekjuritizacije kredita. Ključni podsticaj za to bile su provizije koje su dobijali svi učesnici u procesu sekjuritizacije kredita (komercijalne banke, brokeri, investicione banke, kao i rejting agencije koje su ovim hartijama od vrednosti davale pečat sigurnosti). Budući da provizije nisu morale biti vraćene u slučaju pojave gubitka, svako je imao jak podsticaj da maksimira protok kredita kroz sistem, nezavisno od toga da li su bili zdravi ili ne. Prema [2, str. 565], ukupne provizije od sekjuritizacije kredita u periodu 2003–2008. procenjene su na dva trilion USD. Perverzna priroda ovih podsticaja izašla je na videlo naročito pošto su otkriveni gigantski bonusi isplaćeni čak i u kriznoj 2008. godini, u kojoj je preterano preuzimanje rizika prestalo da generiše visoke zarade. Na primer, oko 700 zaposlenih u banci *Merrill Lynch* primilo je preko milijardu dolara u bonusima za fiskalnu 2008. godinu, bez obzira na to što je ova investiciona banka u istoj godini izgubila preko 27 miliona USD.

Finansijska deregulacija donosi sa sobom neizostavno preterano preuzimanje rizika i spekulativne balone koji, naposljetku, uvek vode krizi. Poslednja finansijska kriza bila je toliko ozbiljna da je gurnula svetsku ekonomiju na ivicu depresije. Strah od finansijskog i ekonomskog kolapsa rezultirao je do tada neviđenim državnim merama spasavanja, koje do danas nisu uspele da okončaju krizu.

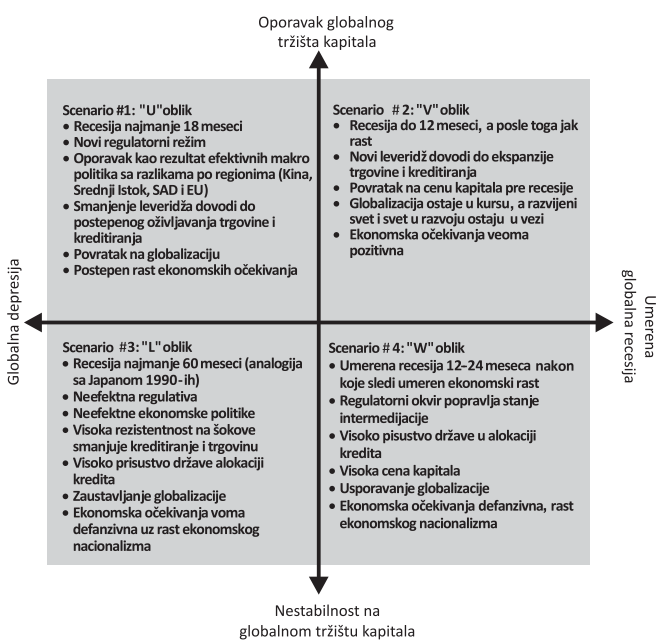
U borbi protiv krize država je najagilniji subjekt, delujući, pre svega, preko centralne banke i ministarstva finansija. U poslednjoj krizi, centralne banke odlučile su uniformno da apsorbuju u najvećoj meri toksičnu aktivu finansijskih posrednika i garantuju sve što se za iste može garantovati. Ove mere praćene su istovremeno smanjenjem kamatnih stopa i kapitalnim injekcijama. Na drugoj strani, ministarstvo finansija lansiralo je fiskalne stimulanse i programe ponovne marketizacije starih kredita i kreditnih derivata. Nova dilema je da li će preduzetnički apetit za rizik biti održan ili čak podstaknut stimulativnim merama države ili smanjen zbog straha od daljeg ekonomskog pada. Kritična reč je ireverzibilnost.

Uprkos očekivanim efektima, nove mere države su trošenja po svom karakteru, što dovodi do značajnog rasta budžetskih deficita (dvocifreni iznosi u mnogim slučajevima). Da bi se finansirali rastući deficiti, dolazi do emisije državnih obveznica. Ukoliko centralna banka apsorbuje najveći deo ovih papira, to, praktično, dovodi do štampanja novca. Monetarna relaksacija (engl. *quantitative easing*) kao politički prihvatljiv termin za novu monetarnu politiku, zajedno sa fiskalnim stimulansima ima veću verovatnoću da dovede do volatilnosti cena državnih hartija od vrednosti i fluktuacije deviznog kursa, nego do trajnog oživljavanja privredne aktivnosti. Čineći to, država teži da iznova napumpa balone na finansijskom tržištu. Na drugoj strani, čini se neprihvatljivim da glavni lek za krizu izazvanu rastom privatnog leveridža bude kreiranje novog javnog

duga. Kupovina državnih papira od strane centralne banke znači monetarnu ekspanziju i podstiče strah od inflacije, vršeći tako pritisak na rast kamatnih stopa. Posledica ovakve politike u krizi je ireverzibilnost.

Pretnja ireverzibilnosti otvara sledeće pitanje: šta je dugoročni efekat preovlađujućeg pristupa rešavanju tekuće krize? Prema [7, str. 73] moguća su četiri scenarija, kao što je prikazano na ilustraciji 1. Prva dva scenarija podrazumevaju ozbiljnu globalnu recesiju. U prvom slučaju (gore levo) recesija traje 18 i više meseci, ali efektivna državna politika, zajedno sa najjačim ekonomijama (SAD i BRIC zemlje), vraća svetsku ekonomiju nazad na predkrizni nivo aktivnosti. Globalna tržišta kredita i kapitala se ponovo otvaraju i oporavljaju. Ovaj scenario se može prikazati pomoću krive oblika latiničnog slova „U“. U drugom scenariju (dole levo), recesija traje duže od 60 meseci, pri čemu se globalna ekonomija nikada ne vraća na predkrizni nivo aktivnosti. Neadekvatne mere ekonomske politike, skupa sa ograničenim kreditnim tokovima i značajnim uključivanjem države u proces lokacije kredita, guraju globalizaciju u suprotan proces uz rastući ekonomski nacionalizam. Ovaj scenario, tzv. produžena deflacija, može se prikazati krivom oblika latiničnog slova „L“.

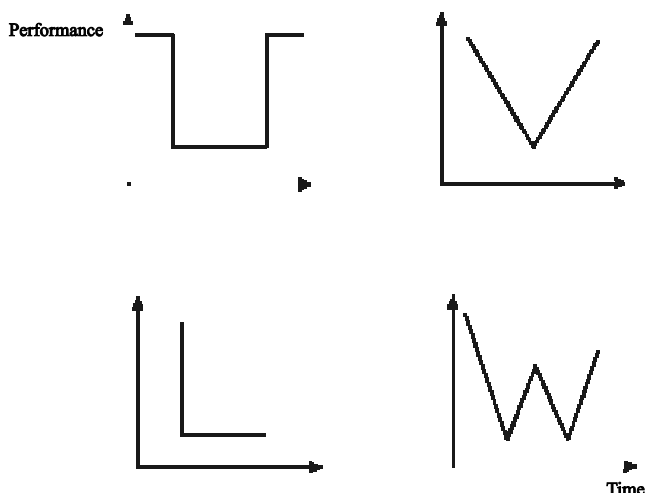
Ilustracija 1: Četiri makroekonomska scenarija



Izvor: Kotler, P., Caslione, J. A. (2009): *Chaotics: The Business of Managing and Marketing in the Age of Turbulence*, str. 73.

Druga dva scenarija podrazumevaju umerenu recesiju. U trećem scenariju (gore desno), recesija se nastavlja od 8 do 16 meseci, praćena snažnim ekonomskim rastom. Pozitivni stimulansi podstiču brzu ekspanziju, dok globalizacija ostaje na svom kursu. Ovaj scenario se može prikazati u obliku latiničnog slova „V“. Poslednji scenario (dole desno) predviđa kratku recesiju (12 do 24 meseca) praćenu sporim ekonomskim oporavkom. Zbog značajne uključenosti države u proces alokacije kredita i naglog rasta cene kapitala, svetska ekonomija raste veoma sporo, prolazeći periodično kroz faze pada aktivnosti zbog ireverzibilnog karaktera novih državnih mera. Ovaj scenario se prikazuje kao „W“ scenario (engl. *double dipped*). Kumulativni efekat prethodnih scenarija na nivo GDP predstavljen je na ilustraciji 2.

Ilustracija 2: Moguća kretanja GDP



Umesto pretpostavke da će se realizovati neki od optimističkih scenarija, signali iz globalnog okruženja sugerišu da je „double-dip“ scenario verovatniji od oporavka. Razlozi za to mogu se tražiti u akcijama koje ne dozvoljavaju obuzdavanje prevelikog apetita za rizik. Najveći deo krivice za to odlazi nosiocima državne politike. Milijarde dolara poreskih obveznika upumpani su u finansijske institucije čije je preterano preuzimanje rizika i dovelo svet na rub kolapsa. Reagujući na krizu akcijama spasavanja, država omogućava početak nove ekspanzije i ponovno napumpavanje izduvanih spekulativnih balona. Ovo neizbežno vodi novoj krizi koja služi kao izgovor za nove akcije spasavanja. Posledično, ireverzibilnost situacije postaje mnogo opasnija od same krize. Umesto da rešava problem moralnog hazarda, država ga institucionalizuje.

2. SRBIJA U KOMBINOVANOJ KRIZI

Poslednje dve decenije Srbija je bila žrtva geopolitičke kataklizme izazvane dekompozicijom zemlje, počevši od raspada bivše Jugoslavije 1990. godine. Geopolitička dimenzija tranzicije u Srbiji odložila je ekonomsku i političku tranziciju u pravcu kapitalizma. Na primer, student druge godine Univerziteta u Beogradu je do sada živeo u pet različitih država: Socijalističkoj Federativnoj Republici Jugoslaviji, Saveznoj Republici Jugoslaviji, Zajednici Srbije i Crne Gore, Republici Srbiji i Srbiji bez Kosova. Geopolitički raspad Jugoslavije praćen je ogromnim transakcionim troškovima. Što se tiče ljudskog kapitala, dva najznačajnija negativna trenda odnose se na priliv izbeglica iz bivših jugoslovenskih republika u Srbiju i odliv mozgova iz Srbije u zemlje severne hemisfere. Posledično, društvena struktura neophodna za dostizanje razvijenih zemalja izgubljena je zauvek – nedovoljno tehnokrata i obilje niskoproduktivnih ljudi.

Sve do 2000. godine, tranzicija u Srbiji se razvijala u vakuumu, praćena ekonomskim sankcijama i bez mogućnosti pristupa stranom kapitalu u procesu privatizacije. Posledice takvog konteksta bile su hiperinflacija i dramatičan pad nivoa GDP i pored napora u pogledu privatizacije korišćenjem internih izvora. Najveći pad se desio 1993. godine, kada je GDP bio na zapanjujućem nivou od 40% pretranzicionog nivoa iz 1989. godine, praćen megainflacijom. Značajnije reforme inicirane su tek nakon promene političkog režima 2000. godine. Ekonomski uslovi su, međutim, bili toliko degradirani da je novi talas reformi imao samo neznatne efekte. Uprkos ubrzanju privatizaciji, institucionalnim promenama i velikom naporu na polju reindustrijalizacije, za razliku

od većine bivših socijalističkih zemalja, Srbija nikada nije dostigla svoj pretranzicioni nivo GDP.

Nakon 2000. godine, preovlađujući model tranzicije u Srbiji bio je „jaka valuta u slaboj privredi“. Glavni cilj ovog modela bio je očuvanje makroekonomske stabilnosti u smislu cena i deviznog kursa. Reindustrijalizacija je stavljena u drugi plan. Kao gorivo za funkcionisanje ovog modela služili su priliv deviza, strane direktne investicije u privatizaciji, *greenfield* i *equity* investicije. Zbog suficita stranih valuta, devizni kurs je realno apresirao najveći deo perioda, čineći da uvoz postane višestruko atraktivniji od izvoza. Sve ovo stimulisalo je pojavu „*quick money*“ u finansijskom sektoru, delujući nepovoljno na reindustrijalizaciju i usmeravajući investicije u sektor usluga, nekretnine i građevinarstvo. Paradoksalno, u istom periodu nivo privatizacionih prihoda nikada nije prevazišao godišnji priliv doznaka etnike (3–4 milijarde EUR godišnje). Kada su FDI iščezle u jeku globalne ekonomske krize, doznake su preostale kao jedini način finansiranja pomenutog modela. Deficit je bio neizbežan (oko 3 milijarde EUR na godišnjem nivou).

Danas, srpska ekonomija deluje raštimoivano i impotentno. Ovakvo stanje predstavlja kumulativni efekat geopolitičke kataklizme i načinjenih grešaka u preovlađujućem modelu tranzicije nakon 2000. godine. Uticaj pomenutih faktora oseća se i dalje zbog odsustva proaktivnih mera neophodnih za hvatanje koraka sa razvijenim svetom i prevladavanja reaktivnih mera namenjenih održanju tekuće makroekonomske stabilnosti. Ključni makroekonomski indikatori predstavljeni na ilustraciji koja sledi potvrđuju prethodnu poentu.

Ilustracija 3: Ključni makroekonomski indikatori

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.
EKONOMSKA AKTIVNOST						
BDP, mlrd. €	19,07	20,36	23,52	29,54	34,26	31,51 ¹
BDP pc, €	2.556	2.736	3.173	4.002	4.661	4.304
BDP realni rast u %	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-3,5 ²
INFLACIJA						
Potrošačke cene, kraj perioda	-	-	-	11,0	8,6	6,6
Troškovi života, prosek perioda	11,4	16,2	11,7	7,0	13,5	8,6
SPOLJNOTRGOVINSKA RAZMENA						
Izvoz robe, mlrd. €	2,83	3,61	5,10	6,43	7,43	5,96
Uvoz robe, mlrd. €	8,62	8,43	10,46	13,51	15,49	11,16
Deficit robne razmene, mlrd. €	-5,79	-4,83	-5,36	-7,07	-8,06	-5,19
Izvoz / BDP	0,14	0,17	0,21	0,21	0,21	0,19
Uvoz / BDP	0,45	0,41	0,44	0,45	0,45	0,35
ZAPOSLENOST I ZARADE						
Stopa nezaposlenosti, %	19,5	21,8	21,6	18,8	14,4	17,4 ³
Neto zarada (prosek perioda), RSD	14.108	17.443	21.707	27.759	32.746	31.733
LIKVIDNOST SPOLJNOTRGOVINSKIH TRANSAKCIJA						
Deficit tekućih transakcija, mlrd. €	-2,69	-2,05	-3,09	4,784	-6,09	-1,71
Deficit tekućih transakcija, % BDP	-14,1	-10,1	-13,1	-16,2	-17,8	-5,42
SDI (net), mlrd. €	0,78	1,24	3,49	1,82	1,81	1,11
SDI p.c.	104	167	459	217	261	150
MONETARNI INDIKATORI						
Devizne rezerve NBS, mlrd. €	3,12	4,93	9,02	9,66	8,19	10,60
Vrednost EUR u odnosu na RSD (RSD/€)	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89
Štednja stanovništva, mlrd. €	1,46	2,27	3,41	5,03	4,89	6,13
Štednja / BDP, %	7	11	14	17	14	19
INDIKATORI SPOLJNOG DUGA						
Spoljni dug, mlrd. €	10,35	13,06	14,88	17,79	21,66	22,79
Spoljni dug / BDP	0,54	0,64	0,63	0,61	0,64	0,72
Javni dug / BDP	53,3	50,2	36,2	29,4	25,6	31,3
Konsolidovani bilans države, mlrd. €	-	202,8	-400	-565,4	-742,6	-1.314

¹ Ministarstvo finansija RS, procena.

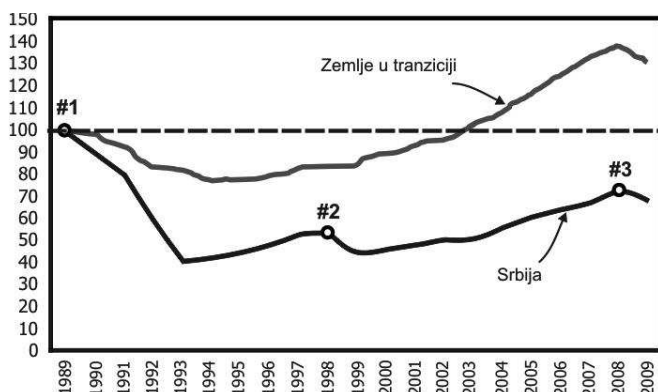
² Januar–septembar 2009. u odnosu na januar–septembar 2008. za 2008. procena RZS.

³ Anкета o radnoj snazi – oktobar 2009.

Na kraju 2009. godine, GDP Srbije bio je na 69% pretranzicionog nivoa iz 1989. [10]. Kao posledica perversnog oblika tranzicione krive (koja portretiše kretanje GDP), treći sukcesivni pad aktivnosti uzrokovan globalnom ekonomskom krizom otpočeo je kada je dostignuto tek 73% pretranzicionog GDP. Tranzicione zemlje uspele su da dostignu taj nivo 8–13 godina po otpočinjanju tranzicije. Razlog za to je tranziciona recesija koja predstavlja logičnu posledicu svake radikalne političke i ekonomske reforme. Kada ekonomija dostigne pretranzicioni nivo GDP, tranzicija je završena i počinje proces dostizanja razvijenih kapitalističkih zemalja. Posledično, tipična tranziciona kriva ima oblik slova „J“. U slučaju Srbije, tranziciona kriva je dvostruka „J“ kriva koja nikada ne dostiže svoj pretranzicioni nivo. Globalna ekonomska kriza koja je počela 2008. godine pokrenula je treći ciklus „J“ krive, gurajući Srbiju ka trećoj tački strateškog zaokreta, kao što je prikazano na ilustraciji 4.

Nakon osmogodišnjeg perioda kontinuiranog rasta (CAGR=4,5%), stopa rasta realnog GDP u 2009. iznosila je -3,5%. Iako je inflacija relativno pod kontrolom (ispod dvocifrenog nivoa), zahvaljujući merama monetarne politike, nizak nivo ekonomske aktivnosti kontinuirano produbljuje neravnotežu između agregatne ponude i tražnje, formirajući na taj način jak inflatorni pritisak. Visoka stopa nezaposlenosti predstavlja drugu stranu istog novčića. Naime, u istom periodu stopa nezaposlenosti gravitira oko 20%. Na kraju, nasuprot trendu apresijacije u prethodnom periodu (2000–2007), u protekle dve godine lokalna valuta depresirala je za 17,36%.

Ilustracija 4: Realni GDP (1989=100), Tranzicione zemlje i Srbija



Izvor: Transition report 2009, str. 217.

Bolje razumevanje loših performansi srpske ekonomije može se dobiti uvidom u osnovne indikatore ranjivosti (videti Ilustraciju 5). Prvo, uočava se zabrinjavajući nivo zaduženosti zemlje. U 2009. godini racio spoljni dug/GDP iznosio je 72% (80% predstavlja tolerantan nivo), ali je racio spoljni dug/izvoz bio na nivou od 295%, što je neprihvatljivo (maksimalni prihvatljivi nivo je 220%). Drugo, kreditni rejting zemlje je na ivici investicionog ranga. Treće, operativni rizik je ekstremno visok kao direktna posledica ogromnog tranzicionog deficita (31%). Naime, dve decenije nakon otpočinjanja tranzicije, srpska privreda našla se na samo 69% pretranzicionog nivoa iz 1989. Dalje, endemska stagflacija uzrokuje jako nepovoljan nivo A. Okun indeksa nekomfortnosti privrede (nezaposlenost + inflacija), koji je dostigao nivo od 0,23 (=17,4% + 6,0%) u 2009. godini (tolerantan nivo je 0,10). Nivo izvoza nije dovoljan da bi se održala spoljna likvidnost zemlje. U 2008. godini izvoz je predstavljao samo 21,7% GDP. U 2009. godini situacija se dodatno pogoršala i nivo se spustio na 18,9%. U perspektivnim zemljama slične veličine, uobičajeno učešće izvoza je 50–80% GDP. Depresijacija valute bila je logična posledica. Četvrto, populacioni rizik je ogroman. Stopa rasta stanovništva je -3‰ za period 1992–2008, a prosečna starost se približava nivou od 42

godine. I pored verovanja da je u pitanju deflatorni faktor, radna snaga u Srbiji je, zapravo, inflatorni faktor. Kumulativni efekat prethodno pomenutih faktora je vrlo nizak nivo konkurentnosti. Prema poslednjem izveštaju Svetskog ekonomskog foruma, Srbija se nalazi na 93. mestu od 133 analizirane zemlje. Konkurentnost je u visokoj korelaciji sa nivoom korupcije, permisivnošću lokalnog ambijenta za strane investitore i nivoom ekonomskih sloboda.

Ilustracija 5: Indikatori ranjivosti, 2009. godina

ZADUŽENOST		
Spoljni dug / GDP	NBS*/ Ministarstvo finansija	72% (max 80%)
Spoljni dug / Izvoz ¹	NBS/ Ministarstvo finansija	295% (max 220%)
KEDITNI REJTING		
Agencije za kreditni rejting	S&P Fitch	BB-/Stable/B BB- outlook
OPERATIVNI RIZIK		
Tranzicioni deficit	EBRD, Transitional Report	31%
Okun indeks	RZS */ NBS	0,23
Izvoz ² / GDP	RZS**/ Ministarstvo finansija	18,91%
Depresijacija valute Nominalna	NBS	7,6%
DEMOGRAFSKI RIZIK		
Godišnja stopa rasta CAGR (1992–2008)	RZS	-3‰
Prosečna starost	RZS	42 godine
KONKURENTNOST		
Globalni indeks konkurentnosti (GCI)	Svetski ekonomski forum (WEF)	93 (od 133)
Indeks percepcije korupcije (CPI)	Transparency International	83 (od 179)
Lakoća obavljanja posla	IFC/WB	88 (od 183)
Indeks ekonomskih sloboda (IEF)	Heritage Foundation	104 (od 179)

¹ – Izvoz dobara i usluga

² – Izvoz dobara

NBS* – Narodna banka Srbije

RZS* * – Republički zavod za statistiku

Na početku globalne ekonomske krize bilo je jasno da je struktura srpske privrede slučaj „tri sektora, tri priče“. Performanse finansijskog sektora daleko nadmašuju performanse ostala dva sektora: nefinansijskog i javnog sektora. Najjači stub finansijskog sektora su banke, što znači da je finansijski sektor u Srbiji, zapravo, bankocentričan. Suprotno, tržište kapitala je plitko i u povlačenju. Kapitalna adekvatnost banaka je blizu 20%, što je mnogo bolje u poređenju sa najvećim brojem posttranzicionih zemalja [15]. Nivo profitabilnosti je na zavidnom nivou, ne samo u poređenju sa drugim sektorima, već i u poređenju sa bankama EU. Najveći deo profitabilnosti dolazi od operacija sa centralnom bankom i ministarstvom finansija. Dalje, učešće kreditiranja privrede se smanjuje u korist sektora stanovištva. Poverenje u bankarski sistem raste uprkos krizi koja je u toku. Za godinu dana, u 2009. godini, stopa štednje porasla je sa 14% na 19% GDP. Na drugoj strani, iako je najveći deo kredita denominiran u eurima, i dalje postoji kreditni rizik. Naime, valutni rizik u slučaju depresijacije valute transformiše se u rizik defoltiranja debitora. Referentna kamatna stopa je isuviše visoka u poređenju sa evropskim zemljama, što je, u najvećoj meri, posledica visokog rizika

zemlje. Ponovo, problem dolazi iz javnog i realnog sektora. Posledično, bankarski portfolio i zarada nisu održivi zbog slabosti inherentnih javnom i realnom sektoru.

U realnom sektoru, situacija tek počinje da se usložnjava zbog pada tražnje u sektoru razmenljivih proizvoda, kao i u cikličnim granama nerazmenljivih proizvoda. Mrežne tehnologije, kao što su energetika i telekomunikacije, kao i selektivni delovi poljoprivrede i prehrambena industrija još uživaju komparativne prednosti.

U javnom sektoru, međutim, operativna neefikasnost je razlog za zabrinutost. Sa tzv. partijskom svojinom, kao ultimativnim modelom upravljanja javnim preduzećima, efikasnost plaća cenu. Predstavnici političkih partija koji upravljaju javnim preduzećima ne slede samo principe ekonomske efikasnosti, već i odgovarajuće partijske interese, što vodi suboptimalnim odlukama. Najbolji primer za to su Železnice Srbije. Bumerang efekat takvih okolnosti očituje se u padu motivacije. Drugim rečima, zaposleni ne veruju menadžerima, menadžeri ne veruju direktorima (predstavnicima političkih partija), direktori ne veruju vlasnicima (državi), a strani investitori nikome. Ovo je tipična igra sa negativnim ishodom (engl. *lose-lose*). U javnom sektoru, naročito kada je reč o energetici i telekomunikacijama, uloga nezavisnih, neizvršnih direktora je od presudnog značaja za punu implementaciju etičkog i efikasnog korporativnog upravljanja.

Da zaključimo, srpska ekonomija je ostala ekonomija moralnog hazarda tokom celokupnog perioda tranzicije. U poređenju sa starim i novim (posttranzicionim) kapitalističkim zemljama, ona ima potpuno drugačije manifestacije. Najpre, endemska inflacija regularno pogoduje dužničkoj dobiti. Drugo, kao posledica investicione kratkovidosti i brokerskog i rentijerskog mentaliteta novih kapitalista, investicije su redovno parkirane u kratkoročno orijentisane sektore bez dugoročne perspektive. Većina investitora stremi brzom novcu (repo papiri, na primer) ili mekim investicijama (nekretnine, građevina, na primer), dok *green-field* investicije ostaju i dalje na netolerantno niskom nivou. Treće, partijska svojina u javnom sektoru vodi neefikasnom i neetičkom upravljanju. Učešće javnog sektora u GDP je preko 40%, što znači da efikasno i etičko korporativno upravljanje nije samo vruća, već i nezaobilazna tema. Konačno, iza deklarativnih izjava koje slave novi dug stoji dužničko breme koje će biti preneseno na buduće generacije bez vidljivog načina otplate.

3. PROMENA PARADIGME

Diskontinuiteti nisu nova stvar. Oni su se uvek pojavljivali u obliku prirodnih katastrofa, ratova, velikih otkrića, genijalnih inovacija i sl. Diskontinuitet uvek dovodi do promena koje, od samog početka, predstavljaju jedinu konstantnu stvar. Ono što je novo poslednjih decenija jeste promena u brzini i dubini efekata promena na globalnom nivou. Globalizacija, pojačana novim kulturnim modelom i razvojem IK tehnologija, omogućila je da se promene šire neverovatnom brzinom, ostavljajući posledice na bilo koju zemlju ili poslovni entitet. Kada promene počnu nositi sa sobom povećani nivo rizika i neizvesnosti, diskontinuitet postaje nova realnost. Dve su osnovne posledice diskontinuiteta: rastuća ranjivost (više izvora rizika), koja zahteva nove instrumente hedžinga, i povećani broj mogućnosti koje je potrebno iskoristiti.

Rizik se najčešće deli na dve široke kategorije: sistemski i nesistemski rizik. Sistemskom riziku su izloženi svi učesnici u jednom ekonomskom sistemu ili na odgovarajućem tržištu kapitala. Pojedinačni učesnici ovaj rizik moraju tretirati kao rizik sistema na čije smanjivanje svojim aktivnostima praktično ne mogu uticati. Sistemski rizik je posledica međuzavisnosti pojedinih subjekata ekonomskog sistema (ili tržišta kapitala) i označava verovatnoću da će finansijski problemi ili bankrot jednog ekonomskog subjekta izazvati kaskadni efekat finansijskih problema i bankrotstava

drugih ekonomskih subjekata i, u krajnjem slučaju, slom celokupnog ekonomskog sistema (ili tržišta kapitala). Nesistemski rizik je karakterističan za pojedinačne subjekte ekonomskog sistema (ili tržišta kapitala) i proizilazi iz pozicije preduzeća, biznis modela, strategije, kvaliteta upravljanja, karakteristika proizvoda/usluga, portfolija humanih i fizičkih resursa, itd. Jasno je da pojedinačni učesnici mogu podizati i smanjivati nivo nesistemskog rizika sopstvenim aktivnostima. Ono što je zanemareno u procesu regulisanja rizika u periodu pre krize je porast stepena korelacije između faktora rizika kao posledica procesa globalizacije i deregulacije finansijskih tržišta, što utiče na njihovo međusobno pojačavanje u interakciji, čineći tako da ranjivost usled međuzavisnosti delova sistema postane još opasnija.

Poslednja kriza pokazala je da postojeći mehanizmi regulacije ne obezbeđuju dovoljnu transparentnost rizika i sprečavanje pojedinaca lišenih etičkih normi u njegovoj zloupotrebi. Na drugoj strani, *laissez-faire* kredo procesa deregulacije datira još od učenja A. Smith. On je verovao da stremljenje individualnim interesima vodi opštem dobru, zahvaljujući delovanju nevidljive ruke tržišta. Liberalizacija finansijskih tržišta je omogućila eksploziju finansijskog leveridža, propuštajući vrlo važnu stvar neophodnu za održivost takvog sistema – transparentnost rizika. Sasvim suprotno, deregulacija je omogućila prikrivanje rizika u finansijskim izveštajima subjekata finansijskog tržišta. Posledice takvog sistema se danas dobro osećaju. Pitanje koje se postavlja jeste da li je poslednja kriza samo manifestacija ili okidač za izlazak na videlo još dubljih grešaka sistema.

Jedno gledište može biti da je diskontinuitet koji se dešava trenutno signal neadekvatnosti modela liberalnog kapitalizma, kada je reč daljem globalnom ekonomskom razvoju. Ukoliko diskontinuitet signalizira dalju neefikasnost postojećeg modela, a novo rešenje ne postoji, svet se možda približava eri permanentnog diskontinuiteta.

Nezavisno od toga da li je nova era na pomolu ili ne, turbulentni kontekst zahteva promenu paradigme. Konceptualno, stvari ostaju iste. Makroekonomska stabilnost ostaje važan cilj, ali su strukturne reforme sada u radaru. Posledično, fokus se pomera sa makroekonomske stabilnosti na dinamički menadžment. To podrazumeva da državne investicije, kao i investicije u realnom sektoru, budu podržane novim regulativnim okvirom. Novi regulativni okvir u finansijskom sektoru treba da bude koncipiran na način da minimizira mogućnost pojave moralnog hazarda i maksimira mogućnosti za stvaranje vrednosti.

4. VODEĆI TRENDVI U KRIZI

Globalizacija stoji iza liberalizacije tokova robe i usluga i tokova kapitala. Podrazumeva proces smanjenja ekonomskog nacionalizma (engl. *home bias*). Pored brzog razvoja i integracije zemalja Centralne i Istočne Evrope, kao i postepenog snaženja azijskih zemalja, globalizacija je u velikoj meri pojačana novim regulativnim okvirom, formiranjem WTO i finansijskom (dez)intermedijacijom, pre svega.

Danas mnogi zastupaju stav da će završetak poslednje krize označiti kraj globalizovanog sveta kakav poznajemo. Postepeni zaokret ka protekcionizmu koji znači antiglobalizaciju već je evidentan. Svetska trgovina je već pala za 10% u 2009. godini nakon uvođenja novih carina, kvota i drugih birokratskih ograničenja. Dalje, neki smatraju da će novi i unapređeni globalni sporazum kada je reč o regulaciji finansijskog sistema odložiti i sputati neophodne reforme. Odgovor se možda može tražiti na području nacionalne regulacije, što znači zaokret ka ponovnoj fragmentaciji finansijskih tržišta.

Između velikog broja trendova koji su se ispoljili u poslednjoj krizi, identifikovali smo sledeće za koje smatramo da će imati najvećeg uticaja na budući ekonomski razvoj: pad u nivou FDI, fluktuacije cena sirovina

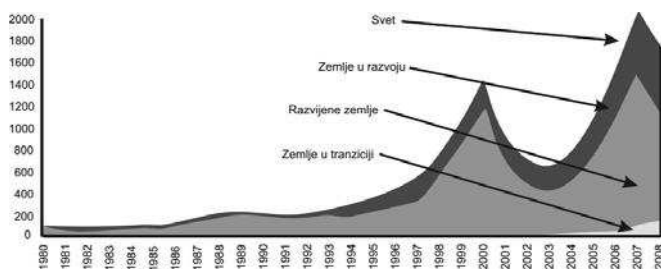
i rastuća uloga nezavisnih državnih fondova (engl. *sovereign wealth funds*).

Poslednja globalna kriza uticala je na značajan pad stranih direktnih investicija (FDI) na globalnom nivou. Nakon dostignutog maksimuma u 2007. godini, aktivnost stranih direktnih investitora pala je za 14% u 2008. godini. Dva su osnovna razloga za to. Prvo, interni izvori finansiranja u preduzećima iščezli su pod uticajem drastičnog pada tražnje, dok su eksterni izvori postali nedostupni usled smanjenja aktivnosti kreditiranja i rasta cene zaduživanja. Drugo, na spremnost za investiranje uticala je i ozbiljna recesija kojom je bio pogođen veliki broj zemalja, naročito razvijenih, kao i preovlađujući „strah od straha“. Posledično, sva tri tipa FDI (tržišno orijentisane, resursno orijentisane i ka efikasnosti orijentisane) ispoljila su pad, doduše, u različitim razmerama.

Statistički podaci ukazuju na to da su u kriznoj 2008. godini najviše bile pogođene razvijene zemlje (videti Ilustraciju 6). Na drugoj strani, zemlje u razvoju i tranzicione zemlje u istoj godini zabeležile su rast učešća na 44% (37% i 7% respektivno) u ukupnoj vrednosti FDI na svetskom nivou. Za zemlje u razvoju, priliv FDI je opao na kraju 2008. godine, nakon što se kriza osetila na nivou izvoza i ceni javnog duga i duga u korporativnom sektoru. U isto vreme, zemlje sa najvećim prilivom FDI bile su SAD, Francuska, Kina, Velika Britanija i Rusija, dok su zemlje sa najvećim odlivom FDI bile SAD, Francuska, Nemačka, Japan i Velika Britanija, tim redosledom.

Ilustracija 6:

Prilivi FDI po grupama zemalja, 1980–2008. u milijardama USD



Izvor: World investment Report 2009, str. 4.

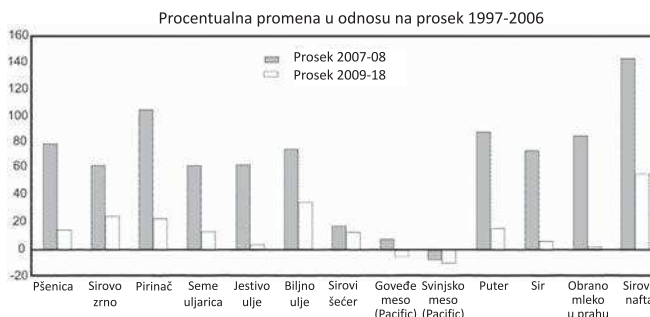
Iako se desio pad na globalnom nivou, i pored činjenice da ih kriza nije zaobišla, u bivšim socijalističkim zemljama (SEE i CIS) došlo je do rasta nivoa FDI za 26%. Tri godine uzastopno, tri zemlje sa najvećim neto prilivom FDI bile su Rusija, Kazahstan i Ukrajina, na koje je odlazilo oko 84% investicija u toj regiji. Ipak, krajem 2008. godine, došlo je do usporavanja, čak i smanjenja nivoa FDI u nekim zemljama, dok je u 2009. godini došlo do značajnijeg pada (46% u odnosu na prvi kvartal 2008). Po nekim predviđanjima, do kraja 2010. godine se očekuje samo blagi oporavak, dok bi novi zamah FDI na svetskom nivou trebalo da se očekuje tek u 2011. [11].

Poslednjih godina prisutan je trend rasta ulaganja u poljoprivredni sektor na globalnom nivou. U periodu 2005–2007, ulaganja su dostigla maksimalnu visinu od preko 3 milijarde USD, ali i dalje ne čineći više od 1% ukupnih FDI na svetskom nivou. Ovakav trend koincidira sa izraženim trendom rasta cena prehrambenih proizvoda koje su u 2008. godini dostigle rekordnu visinu. Postoji više razloga za to. Prvo, rastuća populacija u zemljama sa visokim stopama rasta dovela je do povećanja tražnje na globalnom nivou. Drugo, investitori sa viškom likvidnih sredstava pothranjivali su spekulativne balone na tržištu ovih proizvoda. Treće, prelazak sa jestivih na nejestive proizvode (bio-goriva, na primer) doveo je do pada u nivou svetske ponude hrane. Konačno, rastući strah

od sigurnosti hrane i nekoliko uzastopnih suša uticale su na pad izvoza nekoliko najvećih izvoznika hrane.

Nakon što je dostigao svoj maksimum u 2008. godini, indeks cena prehrambenih proizvoda konstantno je opadao kao posledica svetske ekonomske krize (iako je bilo nekoliko iznenađenih i značajnih porasta cena određenih proizvoda u poslednjih nekoliko meseci), pri čemu se i dalje nalazi na nivou višem od onog iz trećeg kvartala 2007. U perspektivi se očekuje stabilan rast cena, zahvaljujući stabilnoj tražnji. Tržišna očekivanja u pogledu kretanja prosečnih cena prikazana su na ilustraciji 7.

Ilustracija 7: Procena kretanja prosečnih cena proizvoda u periodu 2009–2018. u odnosu na prosek iz 2007–2008.

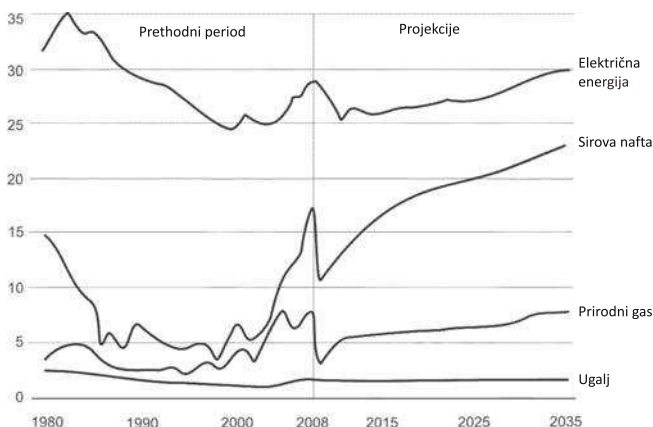


Izvor: OECD-FAO (2010): OECD-FAO Agricultural Outlook 2009, str. 14.

U 2009. godini, svetska tražnja za energijom pala je po prvi put nakon 1981. godine. Investicije u energetskom sektoru su takođe pale. Projekcije, ipak, govore o tome da proizvodnja sirove nafte u zemljama koje nisu članice OPEC neće rasti istom brzinom kao tražnja u istim zemljama [12]. Najveći proizvođači biće koncentrisani na Bliskom Istoku, gde se nalazi oko 2/3 svetskih zaliha nafte.

U budućnosti se može očekivati da će najveći deo potrošnje goriva odlaziti na prirodni gas, gde se očekuje stabilan rast tražnje. Projekcije upućuju na to da će se do 2025. potrošnja povećati za 60%. Od 2010. godine očekuje se da će se, nakon pada usled krize, tražnja za električnom energijom povratiti na raniji nivo. Na strani ponude, verovatno je da će neto proizvodnja struje biti na 77% višem nivou. Očekuje se da će cena svih energenata rasti svake godine kao posledica spororastuće ponude i brzorastuće tražnje na svetskom tržištu. Procenjene cene nafte, prirodnog gasa, uglja i električne energije za period do 2035. godine dati su na ilustraciji 8.

Ilustracija 8: Projektovane cene energenata



Izvor: www.eia.doe.gov/oiaf/forecasting.html

Da zaključimo, preovlađujući trend, kada je reč o FDI, negativan je. Ukupne investicije su u padu, iako FDI u ekstraktivne grane (resursno orijentisane FDI), kao i energetski sektor (tržišno i ka efikasnosti orijentisane FDI) beleže rastući trend u globalnoj strukturi FDI, u apsolutnom i u relativnom smislu. Izuzev cene uglja, cene fosilnih goriva, naročito sirove nafte, rašće po stabilnim stopama.

Konačno, trend koji upućuje na nedvosmisleno jačanje azijskih zemalja je drastičan rast u broju i volumenu nezavisnih državnih fondova od 2000. godine. Nezavisni fondovi u državnom vlasništvu sačinjeni su prvenstveno od akcija, obveznica, plemenitih metala i drugih finansijskih instrumenata. Ovim fondovima može upravljati centralna banka ili mogu, jednostavno, predstavljati državnu štednju investiranu u različite instrumente. Rastuća snaga nezavisnih državnih fondova indicira buduću redistribuciju moći i bogatstva od SAD i EU prema Kini, Rusiji i Bliskom Istoku. Vredno je pomenuti da četiri najveća fonda (Kina, Singapur, Abu Dabi i Kuvajt) vrede preko 4 trilion USD. Za Srbiju, fondovi od najvećeg značaja mogli bi biti fondovi Rusije, Kine i Norveške.

5. STRATEGIJA IZLASKA SRBIJE IZ KRIZE BAZIRANA NA SWOT ANALIZI

Na bazi prethodne dijagnoze skicirana je SWOT matrica za Srbiju (videti ilustraciju 9). SWOT je akronim od engleskih reči *strengths* - snage, *weaknesses* - slabosti, *opportunities* - šanse i *threats* - opasnosti. U pitanju je alat koji služi za analizu pozicije određenog entiteta (nacionalna ekonomija, preduzeća, banke i sl.) *vis-à-vis* njegovog okruženja. SWOT matrica se sastoji od četiri kvadranta, dva za interne (snage i slabosti) i dva za eksterne faktore (šanse i opasnosti). Snage se odnose na sve aktivnosti, sposobnosti i resurse (materijalne i nematerijalne) u kojima analizirani entitet uživa komparativne prednosti u odnosu na entitete sa kojima se poredi. Slabosti su ograničenja u vidu nedostataka, loših performansi i nesposobnosti koje entitet koji je u pitanju čine inferiornim u odnosu na bazu poređenja. Šanse predstavljaju atraktivnu arenu različitih mogućnosti koje, ukoliko budu iskorišćene, obezbeđuju entitetu koji je u pitanju bolje performanse i/ili komparativnu prednost u odnosu na entitete sa kojima se poredi. Konačno, opasnosti su izazovi koji proizlaze iz nepovoljnih trendova u okruženju ili radikalnih promena koje izazivaju rast rizika i neizvesnosti, koji u odsustvu adekvatne reakcije i/ili prilagođavanja mogu dovesti do pogoršanja performansi, stagnacije i gubitka osvojene pozicije u odnosu na entitete sa kojima se poredi.

U analizi koja sledi svaki faktor dobija odgovarajući ponder značajnosti korišćenjem oznaka + do +++, za pozitivne, i - do --- za negativne faktore. Izbor između mnoštva eksternih faktora zavisi od stepena ambicioznosti u postavljanju ciljeva (od antiimportnih do eksportnih ciljeva)

Ilustracija 9: SWOT matrica za Srbiju

SNAGE	ŠANSE
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Javni sektor ++ ▪ Bankarski sektor ++ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Energetski sektor +++ ▪ Poljoprivreda i prerada hrane ++ ▪ Infrastruktura ++
SLABOSTI	OPASNOSTI
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geopolitička pozicija --- ▪ Humani kapital -- ▪ Deficit (budžetski i tekućih plaćanja) -- 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pad FDI --- ▪ Fluktuacija cena sirovina --

Svaka strategija predstavlja performansama vučenu listu želja. Struktura novih diskontinuiteta se može sagledati iz prezentovane SWOT matrice. Suština je kako formulisati strategiju izlaska iz permanentne krize, uronjenu u realnost, u cilju korišćenja novih diskontinuiteta.

U periodu krize u definisanju performansama vučene liste želje logično je početi od slabosti. Identifikovane slabosti u SWOT matrici su: geopolitička pozicija, deficit humanog kapitala, kao i budžetski deficit i deficit tekućih plaćanja. Kada je reč o geopolitičkoj poziciji, u današnjem povezanom svetu važnije je sa kim si u vezi, nego ko si. Tekuća geopolitička pozicija Srbije, koja bi se mogla okarakterisati kao „odsustvo pozicije“, može se promeniti u momentu kada započne proces integracija u EU. Zbog toga, izgradnja konceptualne infrastrukture (zakona i institucija) mora imati „nultu toleranciju“ u pogledu kompatibilnosti sa odgovarajućim regulatornim okvirom i konkretnim rešenjima u EU. Razlog za to je eliminisanje regulatornog rizika.

Biti pro-EU orijentisan ne znači biti antiruski orijentisan. Ovo je naročito važno kada se radi o specijalnim projektima u energetskom sektoru i pomenutim nezavisnim državnim fondovima. Za Srbiju, balansiranje između dva pola (EU i Rusija) znači dobijanje na obe strane, poboljšavajući tako geopolitičku poziciju zemlje i otvarajući prostor za rast. Znamo da klatno nikada ne staje u sredini, ali je za Srbiju od presudnog značaja da pronađe i održi svoju poziciju između te dve krajnje tačke.

Druga slabost se odnosi na deficit humanog kapitala. Budući da se iz Srbije u protekle dve decenije desio značajan odliv mozgova, nužno je uspostaviti veze sa stručnjacima u dijaspori u cilju korišćenja njihove pozicije i *know-how*. Takođe, bitno je obezbediti programe usavršavanja za univerzitetske profesore, posebno u velikoj nauci i inženjerstvu, kao i za visokorangirane istraživače sa naučnih instituta. Umesto velikih univerziteta i naučnih instituta sa oportunistički orijentisanim profesorima i istraživačima i skromnom radnom snagom, Srbiji trebaju kredibilni profesori na malim univerzitetima i izobilje radne snage. Na kraju, ali ne na kraju i po značaju, jako je važno sprečiti dalju proliferaciju privatnih univerziteta niskog kvaliteta, naročito u oblasti društvenih nauka, da bi se sprečila erozija u ponudi kvalitetne radne snage i masovna proliferacija ispodprosečnih diplomaca.

Treća slabost se odnosi na održavanje spoljne likvidnosti. Nivo duga i deficit na računu tekućih plaćanja su na neprihvatljivo visokom nivou. Održivi razvoj u budućnosti zavisice od toga da li će država naći načina da sa neophodnom odgovornošću odgovori na etički problem između generacija u kojem generacija nesposobna da disciplinuje sebe i napravi neophodne reforme živi na račun budućnosti one druge. Rečju, praksa plaćanja za greške načinjene u prošlosti kroz dodatno zaduživanje mora biti okončana. Najbolji lek za to je energizovanje realnog sektora.

Druga grupa faktora uključuje pretnje. Postoje najmanje dve značajne pretnje: pad FDI i nestabilnost cena sirovina. Ključni razlog pogoršanja performansi srpske privrede nakon otpočinjanja globalne krize je radikalni pad nivoa FDI. Ovaj trend se ne odnosi samo na zemlje u tranziciji i razvoju, već i na razvijene zemlje. Ne postoji mnogo toga što Srbija može učiniti pre nego što oporavak na globalnom nivou ne počne. U međuvremenu, konceptualna infrastruktura mora biti razvijena do nivoa koji garantuje interes od strane stranih investitora kada oporavak započne. Na bazi analize vodećih svetskih ekonomskih trendova u krizi, konstatovana je očekivana volatilnost cena sirovina. Zbog njihovog nezamenjivog karaktera, rast cena ovih proizvoda biće inflatorni faktor.

Kada se radi o snagama, Srbija mora iskoristiti činjenicu da su najperspektivniji i najvitalniji sektori i dalje u rukama države. Od

značaja mogu biti iskustvo države u vođenju preduzeća u ovim sektorima, kao i posedovanje odgovarajućih resursa (materijalnih i nematerijalnih). Bankarski sektor je jedan od najjačih stubova srpske ekonomije. Prilično je vitalan zahvaljujući stabilnom i rastućem poverenju u finansijski sistem, kao i značajnom prilivu doznaka iz inostranstva. Sektor je stabilan zahvaljujući konzervativnoj regulaciji i relativno visokoj stopi obaveznih rezervi. Smanjenje stope obaveznih rezervi, međutim, ostavlja dovoljno prostora ne samo za snižavanje kamatnih stopa, već i za oslobađanje dovoljne količine sredstava za investicije u projekte vezane za različita prioritetna područja u formi mikrokredita (energetski sektor i određeni delovi poljoprivrede, pre svega).

Konačno, identifikovano je nekoliko šansi: energetika, poljoprivreda i prerada hrane, te razvoj fizičke infrastrukture. Konstantan rast tražnje za strujom predstavlja najveću šansu. Postoji mnoštvo prilika za investiranje u povećanje kapaciteta, energetsku optimizaciju, kao i izgradnju novih kapaciteta. Zelena energija je takođe mogućnost, kao i međunarodna obaveza. Sa rastom cena, investicije na ovom polju postaće sve unosnije. Povećanje proizvodnje struje pomaže ne samo u ostvarivanju antiimportnih ciljeva, već i u ostvarivanju eksportnih ciljeva. Izvoz struje nosi određene prednosti, budući da troškovi marketinga ne postoje. Zbog visokog nivoa zaduženosti, projekti zajedničkog ulaganja sa strateškim partnerima po principu 50:50 vlasništva trebalo bi da budu glavni model finansiranja. Isti vid finansiranja bi trebalo primeniti i u drugom strateškom sektoru, telekomunikacijama. Telekom Srbija predstavlja „porodično srebro“ srpske ekonomije.

Što se tiče poljoprivrede i prerade hrane, najveće šanse proizilaze iz stabilne tražnje, kako domaće, tako i međunarodne. Normalno, postojeće iskustvo i raspoloživi resursi moraju biti stavljeni u najbolju upotrebu. Međutim, imajući u vidu rastući protekcionizam u ovoj grani, antiimportni ciljevi biće od najvećeg prioriteta. Strategija rasta koja se bazira na vertikalnoj integraciji, od bazičnih poljoprivrednih proizvoda, prema prehrambenoj industriji, obezbeđuje proširivanje lanca vrednosti. To je verovatno izvodljiva alternativa za pobijanje izvoznih ciljeva.

Razvoj infrastrukture je uvek privlačno područje za zemlje u recesiji. Zahvaljujući visokom stepenu kapitalne, resursne i radne intenzivnosti, razvoj infrastrukture ima jak investicioni multiplikator. Dalje, neophodno je činiti sve u vezi sa pitanjem zatvaranja tranzicionog gega. Prethodno je neophodno kako bi Srbija kapitalizovala poziciju rentu (koridori 7 i 10). Ova vrsta projekata ne bi trebalo da bude finansirana ni iz kredita komercijalnih banaka, niti iz kredita multilateralnih finansijskih organizacija, već, prvenstveno, putem BOT (engl. *Building Operating Transferring*) aranžmana.

Glavni problem srpske ekonomije je netolerantno nizak nivo ekonomske aktivnosti. Tokom globalne ekonomske krize taj nivo bi mogao postati još nepovoljniji. U cilju zatvaranja gega, prirodno je da država investira u sektore koji su pod njenom kontrolom. Srećna okolnost je da su to sektori sa stabilnom tražnjom i visokim investicionim multiplikatorom. Energizovanje reindustrijalizacije kroz državne investicije otvoriće vrata privatnim investicijama, kako u realnom, tako i u finansijskom sektoru.

Suština strategije izlaska Srbije iz krize nije samo izlazak iz preduge tranzicije. Ona predstavlja algoritam za ostvarivanje ultimativnih ciljeva zemlje: pretvaranje Srbije u atraktivno mesto za investiranje, dobro mesto za rad i, naposljetku, ugodno mesto za život.

ZAKLJUČAK

Nakon blage recesije početkom ovog veka, globalni liberalni kapitalizam je pretrpeo drugu sukcesivnu krizu za manje od jedne decenije. Kriza 2008. je, međutim, bila strukturnog karaktera, izazvana pucanjem spekulativnih balona na tržištima nekretnina i kreditnih derivata. U 2009. godini, ekonomije u severnoj hemisferi oporavljaju se sporo, uz pretnju ponovne recesije. Težište ekonomske aktivnosti pomerilo se ka BRIC zemljama, koje promovišu modele razvoja koji ne počivaju na spekulativnim balonima.

Poslednja globalna ekonomska kriza nije samo blaga recesija. U pitanju je slom modela prosperiteta pothranjivanog spekulativnim balonima koji može iz korena izmeniti preovlađujuću ekonomsku paradigmu i međunarodni ekonomski poredak. Lek za krizu je zamena nevidljive ruke tržišta vidljivom rukom države. Labava regulacija finansijskog sistema u prošlosti je svakako podstakla pojavu raznih kognitivnih pristrasnosti. Ovo je uticalo na pokretanje čitavog lanca kriza. Posledično, danas živimo u mešavini kriza: finansijskoj, ekonomskoj, društvenoj, moralnoj i političkoj krizi. Sve ove krize imaju jednu zajedničku osobinu: odsustvo liderstva, što objašnjava zašto mere ekonomske politike u krizi imaju ireverzibilne efekte. Umesto demokratskog kompromisa, svedoci smo kontinuiranog lobiranja za sebične interese.

Zbog ireverzibilnog karaktera mera ekonomske politike, postoji pritisak od strane resursima bogatih zemalja, kao što su Rusija i Kina, da se rezervne valute zamene specijalnim pravima vučenja IMF-a (drugim rečima, zlatom). U tom slučaju, nafta, gas i metali, na primer, bili bi vrednovani u SPV, što bi delovalo ne samo kao inflatorni pritisak, već i kao tektonski poremećaj u međunarodnom finansijskom poretku.

Nijedna zemlja ne može izbeći efekte globalne ekonomske krize, uključujući i Srbiju. Pad tražnje i aktivnosti kreditiranja u 2009. godini gurnuli su srpsku ekonomiju prema trećoj tački strategijskog zaokreta u poslednje dve decenije. Zbog impotentne i raštimovane privrede, radi se o još jednom negativnom trendu. Naime, sve dok se svetska ekonomija oporavlja sporo pod pretnjom nove recesije i bez značajnijeg priliva FDI, srpska ekonomija će kliziti ka dubokoj recesiji. Bez značajnijeg priliva stranog kapitala, srpska ekonomija neće ući u fazu oporavka. Štaviše, kolebanje na tržištima sirovina stvorice novi pritisak ka inflaciji.

Investicije u realni sektor i fizičku infrastrukturu su dve poluge strategije izlaska Srbije iz permanentne krize. Ove investicije imaju multiplikativni efekat u pogledu stimulisanja agregatne tražnje i eliminisanja tranzicionog deficita. Važno je ne zaboraviti da je razvoj konceptualne infrastrukture kritičan za privlačenje stranih investitora iz različitih grana. Ovo nije pitanje raspoloživosti kapitala. Razvoj konceptualne infrastrukture je pitanje znanja i kredibilitnosti vladajuće koalicije. Kako su FDI dramatično pale u periodu recesije, model jake valute u slaboj privredi postao je neodrživ. Zloupotreba pomenutog modela se ne može nastaviti. Posledično, kriza zahteva novi monetarni model koji ne respektuje samo stabilnost cena i domaće valute, već vodi zatvaranju gega ekonomske aktivnosti.

LITERATURA

1. Bernstein, P. (2009): „The moral hazard economy“, *Harvard Business Review*, Jul–Aug, 101–103.
2. Crotty, J. (2009): „Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’“, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, 563–580.
3. Đuričin, D. (2008): „Serbia: from transition to transitionism and back“, *Ekonomika preduzeća*, Sept–Oct, 155–170.
4. Ferguson, N. (2009): „The descent of finance“, *Harvard Business Review*, Jul–Aug, 44–55.
5. Hull, J. (2007): *Risk Management and Financial Institutions*, Pearson Prentice Hall, New Jersey.
6. IMF (2010): *World Economic Outlook*, January 2010.
7. Kotler, P., Caslione, J. A. (2009): *Chaotics: The Business of Managing and Marketing in the Age of Turbulence*, Amacom, New York.
8. Kaplan, R. et al. (2009): “Managing risk in the new world”, *Harvard Business Review*, October, 69–75.
9. OECD-FAO (2010): *OECD-FAO Agricultural Outlook 2009*, December 2009.
10. Transition Report (2009): *Business in Transition*, EBRD, London.
11. UNCTAD (2009): *World Investment Report 2009*, United Nations, New York.
12. US National Intelligence Council (2008): *Global Trends 2025 – A Transformed World*, November 2008, Washington.
13. World Economic Forum (2009): *The Global Competitiveness Report 2009–2010*, Geneva.
14. <http://www.eia.doe.gov/oiaf/forecasting.html>
15. <http://www.commerzbank.com>
16. <http://www.mfin.sr.gov.rs>
17. <http://www.nbs.rs>
18. <http://www.statserb.sr.gov.rs>
19. <http://www.wikipedia.org>

Summary

This paper is based on several ideas; possible scenarios have been chosen as a forecasting method, SWOT analysis has been chosen as a diagnostic concept, and the list of wishes driven by performances and plunged into the reality has been selected as a strategic framework of Serbian way out from the crisis.

Within a number of trends being subject to analysis, a few of them have been indentified which we consider will be largely exposed to the impact of the latest crisis, as well as the local Serbian economic crisis – the crisis of transitionism.

Aiming to make an autopsy of the crisis, as well as a strategic analysis of the current economic situation in Serbia, we have divided this paper into five parts. The first part refers to basic structural causes of the current crisis, proposing adequate measures for mitigating its devastating effects and forecasting the probable effects of their application. The second part encompasses an analysis of the current situation of Serbian economy. The leading trends, basic macro-economic indicators and vulnerability indicators have been presented. The third part suggests a few necessary and feasible changes in terms of predominant economic paradigm, especially regarding the attitude to risk. The fourth part presents the leading global economic trends, as well as structural changes related to the latest crisis. In the end, the last part provides a SWOT analysis based on which it is possible to define the strategy for solving a permanent economic crisis in Serbia.