

## TEMA BROJA

# Makroekonomske perspektive i održivost spoljnog duga\*

Stojan Stamenković i Miladin Kovačević

U traženju odgovora na pitanje kakav nas ekonomski razvoj očekuje u narednim godinama i sa kakvim će se izazovima i rizicima suočiti ekonomska politika, može se napraviti više alternativnih razvojnih scenarija. Jedan od tih scenarija prikazan je u okviru „Fiskalne strategije za 2013. godinu sa projekcijama za 2014. i 2015. godinu“ – dokumentu koji je urađen u Ministarstvu finansija i privrede a usvojen na sednici Vlade 28. novembra 2012.

## Mogućnosti za privredni rast do 2015. i održivost spoljne likvidnosti

Ovde smo pokušali da u okviru istog vremenskog horizonta od tri godine, imajući pri tome u vidu i realne ocene materijalnih mogućnosti, sagledamo neke alternativne scenarije sa gledišta:

- privrednog rasta u posmatranom periodu,
- budućeg privrednog rasta,
- socijalne održivosti, i
- eksterne likvidnosti.

Scenario definisan projekcijom makroekonomskih pokazatelja u Fiskalnoj strategiji može se ilustrovati sledećim makroekonomskim pokazateljima:

### Bruto domaći proizvod i njegova upotreba

	Fiskalna strategija				
	2011	2012	2013	2014	2015
BDP, (realne) stope rasta	1,6	-1,0	2,0	3,5	4,0
Iznos u mlrd dinara	3.175	3.294	3.662	3.961	4.297
Ukupna domaća tražnja, stope rasta	3,5	1,1	-0,3	1,9	2,6
Potrošnja	-0,8	1,1	-2,3	1,1	1,6
- Lična potrošnja	-0,6	-0,4	-1,5	1	1,6
- Državna potrošnja	-1,6	6,7	-5,2	1,4	1,6
Fiksne investicije	26,9	-8,7	7,9	6,4	7,1
Neto izvoz robe i usluga – udeo u BDP-u, %	16,6	-19,1	-16,4	-14,6	-13
Neto izvoz robe i usluga – iznos u mlrd evra	-5,2	-5,5	-5,0	-4,8	-4,5

Naša osnovna zapažanja ovde su usmerena na dinamičan privredni rast u 2014. i 2015. godini i na redukciju deficita u razmeni robe i usluga sa inostranstvom (negativni neto izvoz), i to ne samo u pogledu smanjivanja udela u bruto domaćem proizvodu (BDP) nego smanjivanja njegove apsolutne vrednosti (izražene u evrima) do 2015. godine za milijardu evra. Stope promena ukupne domaće tražnje time se redukuju do osetno nižih nivoa od promena BDP-a.<sup>1</sup> Štaviše, u 2013. godini, pri rastu BDP-a za 2%, ukupna domaća tražnja nema prostora za rast (opada za 0,3%). Da bi se stvorio prostor za neophodan rast fiksnih investicija, ukupna potrošnja i u toj godini osetno realno opada – državna za više od 5%, ali i lična potrošnja za značajnih 1,5%. U vezi s ovim, bitne su dve primedbe. Prvo, mislimo da je precenjen rast BDP-a u 2014. i 2015. od 7,6%, kako zbog do sada ostvarene i predvidljive dinamike investicija tako i zbog izgleda u međunarodnom okruženju – ocene privrednog rasta u Evropskoj uniji za 2013. godinu, koja je naša dominantna izvozna destinacija, krajem 2012. korigovane su naniže i bliske su recesiji. Drugo, teško je održiv rast BDP-a uz dalji pad lične potrošnje (u tom okviru našle bi se i zarade) u 2013. i natprosečan rast državne potrošnje već u 2014. Odavde sledi pitanje da li je moguća osetna redukcija vrednosti negativnog neto izvoza bez štete po dinamiku investicija i daljeg razvoja.

Pre nego što izložimo naš scenario, koji smatramo realnim (da li je i preporučljiv – drugo je pitanje), kratko ćemo se osvrnuti na razlike između vrednosti BDP-a u Fiskalnoj strategiji i onih koje smo mi koristili i na posledice precenjene dinamike realnog BDP-a u 2011. godini.

\* Referat na naučnoj konferenciji „Izazovi za ekonomsku politiku Srbije u 2013. godini“, održanoj 15. decembra 2012. u Beogradu, u organizaciji Naučnog društva ekonomista Srbije i Ekonomskog fakulteta

1 Podsetićemo da je vrednost ukupne domaće tražnje jednaka razlici vrednosti BDP-a i neto izvoza, odnosno zbiru vrednosti BDP-a i iznosa deficita robe i usluga. Najopštije, važi relacija:  $BDP = LP + DP + I + nE$ , gde je LP = lična potrošnja, s dvema glavnim komponentama – potrošnjom domaćinstava i potrošnjom finansiranom iz sektora države; DP (državna potrošnja) obuhvata tzv. kolektivnu potrošnju. U našem modelu, pod potrošnjom države podrazumevamo zbir kolektivne potrošnje i izdataka sektora države u okviru izdataka za ličnu potrošnju. I = investicije, sa fiksnim investicijama i investicijama u zalihe kao komponentama; nE je neto izvoz, tj. razlika izvoza i uvoza robe i usluga; kada je negativan, raspoloživa sredstva se uvećavaju iznad vrednosti BDP-a za razliku uvoza i izvoza.

Sada se znaju nominalne vrednosti BDP-a (2.720, odnosno 2.882 mlrd dinara), koje je Republički zavod za statistiku izračunao za 2009. i 2010. godinu. Na njih se nadovezuje naša ocena (nominalnog) BDP-a koji je mogao biti ostvaren u 2011. godini u iznosu od 3.206 mlrd dinara. Ta je vrednost veća od vrednosti s kojom se operiše u Fiskalnoj strategiji (3.175 mlrd dinara) za oko 1%. Ipak, odatle proizlazi da BDP u 2011. nije realno povećan za preko 1%, kako se obično računa, nego je realno opao u toj godini za oko 2%!

Ova ocena realne dinamike BDP-a u 2011. nije bitna s gledišta budućeg razvoja. Međutim, treba napomenuti da (kada ostanemo kod procene o tome da će BDP u 2012. realno opasti za 2% do 2,5%) izlazi da ograničavanje valorizacije plata i penzija na 2% nije imalo restriktivan karakter. Naime, ukupna potrošnja jeste realno opala u 2011. za oko 1% i u 2012. za 1,5% do 2% – ali je dinamika BDP-a bila slabija od dinamike potrošnje.

Rast BDP-a od 2% u 2013. je, i prema našem mišljenju, nesporan – to je izlazak iz ovogodišnje „rupe“ koja je bila produbljena sušom – ali će kumulativni rast u naredne dve godine, po našoj oceni, biti manji od polovine onog u prvom scenariju: oko 3%.

### Bruto domaći proizvod i njegova upotreba

	Scenarij sa stabilnom vrednošću deficita robe i usluga				
	2011	2012	2013	2014	2015
BDP, (realne) stope rasta	-2,0	2,5	2,0	1,0	2,0
Iznos u mlrd dinara	3,206	3.331	3.751	3.972	4.209
Ukupna domaća tražnja, stope rasta	-2,0	-2,6	1,7	0,2	1,5
Potrošnja države	-0,9	-1,7	-0,9	-0,5	0,1
- Potrošnja domaćinstava	-1,6	-3,0	0,0	0,3	1,4
- Potrošnja države	2,2	3,5	-4,2	-3,9	-3,5
Fiksne investicije	9,0	-3,9	9,7	3,8	6,2
Neto izvoz robe i usluga – udeo u BDP-u, %	-17,1	-17,8	-17,0	-16,5	-16,3
Neto izvoz robe i usluga – iznos u mlrd evra	-5,4	-5,3	-5,4	-5,3	-5,3

U strukturi upotrebe BDP-a tokom predstojeće tri godine prednost moraju imati investicije – da bi se inicirao privredni rast u drugom petogodištu tekuće decenije. Saglasni smo sa gledištem iznetim u Fiskalnoj strategiji – tamo fiksne investicije tokom tri godine rastu kumulativno za 23%, kod nas je taj rast 21-22%; u oba slučaja, radi kompenzacije pada u 2012, najveća stopa rasta investicija je u 2013. godini. Na drugoj strani, bilo bi socijalno neodrživo da se zbog toga nastavi pad potrošnje domaćinstava. Nastavljanje pada domaće tražnje zbog toga se u našem osnovnom scenariju izbegava tako što

se vrednost deficita robe i usluga iz 2012, u iznosu od oko 5,3 mlrd evra, zadržava u sve tri naredne godine (2013–2015). Udeo tog deficita u BDP-u i u ovom slučaju se smanjuje, ali znatno sporije nego u Fiskalnoj strategiji – od blizu 18% u 2012. do 16,3% (a ne 13%) u 2015. godini. Ukupna potrošnja opada u naredne dve godine, ali – u tome je poenta – ne i potrošnja domaćinstava. Ona se održava i zatim blago raste na teret opadanja potrošnje države po oko 4% tokom sve tri godine.

**Dinamika investicija, potrošnje i spoljnotrgovinskog deficita određuje platnobilansne projekcije.** Ta potreba za rastom investicija i zaustavljanjem pada potrošnje domaćinstava pri niskom privrednom rastu, s jedne strane, i potreba za ograničavanjem spoljnotrgovinskog deficita zbog očuvanja stabilnosti eksterne likvidnosti, s druge strane, definišu pristup platnobilansnim projekcijama u našem scenariju. U okviru takve politike, ukupna potrošnja će, kako je već navedeno, opadati u 2013. i 2014, jer u BDP-u nema prostora za njen rast, ograničene su mogućnosti da se taj prostor stvara većim deficitom robe i usluga.

Za 2012. godinu procenili smo da bi vrednost izvoza robe i usluga mogla izneti oko 11,9 mlrd evra, vrednost uvoza 17,2 mlrd evra, tako da bi deficit robe i usluga (negativni neto izvoz) kao komponenta formiranja sredstava upotrebe izneo 5,3 mlrd evra. Računajući sa prosečnim kursom evra u celoj godini od 112 dinara (na kraju godine: 114 dinara<sup>2</sup>), dolazimo do učešća neto izvoza u BDP-u od -17,8% (za upotrebu je, dakle, raspoloživo 117,8% BDP-a).

**U platnom bilansu tekući deficit u periodu 2013–2015. iznosi oko 11 mlrd evra (3,7 mlrd prosečno godišnje) – to je za 1,7 mlrd više nego u Fiskalnoj strategiji.** Pretpostavlja se da kurs evra prema dinaru raste po istoj stopi po kojoj rastu potrošačke cene, a očekivana inflacija se spušta, od 12% u ovoj godini, na 6% u 2013. i do 4% u 2015. godini. Situacija u finansijskom delu bilansa postaje, u ovim uslovima, problem.

U finansijski račun u platnom bilansu uvedena je pretpostavka da će javno zaduživanje u evrima u godinama 2013–2015. biti jednako vrednosti predviđenog budžetskog deficita uvećanog za iznos refinansiranja dospelih glavnica, što iznosi 3,8 mlrd evra.

Uvedena je i procena da se u privatnom zaduživanju u prve dve godine ne bi dostizali prilivi veći od tri četvrtine dospelih glavnica – a to znači u tri godine oko 6,5 mlrd evra – imajući u vidu prihvatljivu pretpostavku da bi neto rezultat zaduživanja i razduživanja bio negativan do jedne trećine dospeća. Dva su tome razloga. Prvi je ponašanje banaka, koje, u uslovima nove evropske regulative, ne mogu uvećavati plasmane (problemi rizika nenaplativosti kredita u zemljama Jugoistočne Evrope, problemi obezbeđivanja dodatnog kapitala u zemljama u kojima su matice tih banaka itd.). Drugi razlog je taj što se stopa servisiranja duga (odnos pla-

2 Stvarna vrednost evra 31. decembra 2012. iznela je 113,72 dinara.

čanja glavnica i kamata prema prilivu od izvoza robe i usluga) u 2013. godini penje na 40%, u 2014. na 41%. Čak i kada se prilivu od izvoza doda priliv od doznaka, ta stopa ostaje u zoni od oko 35%<sup>3</sup> – dakle, daleko iznad one stope (25%) koja se prihvata kao stopa koja u perspektivi ne ugrožava stabilnost u međunarodnim plaćanjima.

### Platni bilans

	Scenario sa stabilnom vrednošću deficita robe i usluga				
	2011	2012	2013	2014	2015
BDP, stope rasta vrednosti u €	12,2	-5,5	6,3	0,7	1,7
Iznos, u milionima €	31.472	29.742	31.611	31.821	32.353
Saldo tekućeg računa platnog bilansa	-2.963,7	-3.342,8	-3.711,8	-3.692	-3.780,3
- Saldo robe i usluga	-5.351,4	-5.281,4	-5.373,9	-5.250,5	-5.273,5
Neto priliv dugoročnih i srednjoročnih kredita	740,1	497,3	-101,8	-1.293,2	-514,1
- Dugoročni krediti - priliv	4.028,3	3.800	3.974,2	3.082,3	3.306,5
- Dugoročni krediti - plaćanje	3.288,3	3.302,7	4076	4.375,5	3.820,5
Saldo ostalih kreditnih transakcija	-504,7	1.022	449,9	403,5	513
SDI - neto	1.826,9	181	1.580,5	1.750,2	1.941,2
Ostalo	2.744,2	1.849,3	998,9	-336,7	607,9
Kapitalni i finansijski račun	4.571,1	2.030,3	2.579,4	1.413,5	2.549
Greške i propusti (ili nedostajući kapital)	448,5	169,1	-31,8	-21,5	81,3
Promene deviznih rezervi NBS	2.055,9	-1.143,5	-1.164,2	-2.300	-1.150

Odavde sledi da bi **ukupan priliv dugoročnih i srednjoročnih kredita 2013–2015 izneo 10 mlrd evra** (ili koju stotinu miliona evra preko toga). Na drugoj strani, **za plaćanje dospeva 12,3 mlrd evra glavnice. Dakle, očekuje nas negativni neto priliv dugoročnih i srednjoročnih kredita od oko 2 mlrd evra.**

Uvedena je pretpostavka da će neto priliv stranih direktnih investicija za tri godine izneti 5,2 do 5,3 mlrd evra (1.750 miliona evra prosečno godišnje) i da će se

3 Najavljeni izvoz Fijata, ukoliko bude ostvaren, koriguje ove stope naniže, ali su one i dalje visoko iznad prihvatljive stope od 25%, odnosno – rizik po eksternu likvidnost i dalje je prisutan. Pri tome se ne sme smetnuti s uma uvozni sadržaj te proizvodnje, zbog kog je povećanje izvoza praćeno i odgovarajućim povećanjem uvoza.

na drugim pozicijama (trgovinski krediti, koncesije i sl.) ostvariti priliv u skladu sa privrednom aktivnošću, što znači ukupno 2–2,5 mlrd evra.

**To znači da za uravnoteženje ukupnog platnog bilansa u te tri godine nedostaje 5,5 mlrd evra.** Ako bi se sav taj kapital koji nedostaje alimentirao iz deviznih rezervi, one bi se svele na iznos između 6 i 6,5 mlrd evra, što približno pokriva vrednost uvoza robe i usluga od oko 3,5 meseci.<sup>4</sup>

Prema tome, ovaj scenario jeste moguć, jeste prihvatljiv, jer investicijama stvara pretpostavke za privredni rast u drugoj polovini tekuće decenije, ne obarajući dalje potrošnju domaćinstava, ali – rizičan je sa gledišta stabilne eksterne likvidnosti.

## Šta su alternative?

**Jedna alternativa je politika očuvanja deviznih rezervi na približno nivou koji se do kraja 2015. ne bi spustio osetnije ispod 10 mlrd evra,** uz dinamiku BDP-a kao u osnovnom scenariju. U 2015. godini devizne rezerve bi pokrivala šestomesečni uvoz robe i usluga. U ovom scenariju redukuje se apsolutna vrednost deficita robe i usluga (neto izvoza) sa 5,3 mlrd evra u 2012. na 3,9 mlrd evra u 2015. godini. Ako se računa da bi se ova redukcija trgovinskog deficita izvela na teret uvoza – ona odgovara redukciji predviđenoj u Fiskalnoj strategiji, s tim što ovde, zbog sporijeg rasta BDP-a, isti udeli ovog deficita u BDP-u daju manje iznose. Stoga je ovde deficit robe i usluga u 2015. manji za 1,4 mlrd evra nego u 2012, dok to smanjenje u Fiskalnoj strategiji iznosi oko 1 mlrd evra i locirano je na smanjenje uvoza „zbog uticaja fiskalne konsolidacije“. Ali, ne može se ceo efekat fiskalne konsolidacije preneti na smanjenje uvoza potrošne robe – predviđeni rast investicija biće praćen povećanjem uvoza. I rast izvoza u 2013, oslonjen u naredne dve godine pretežno na ekspanziju izvoza automobila i naftnih derivata, zahteva povećani uvoz sirove nafte i delova za ugrađivanje u automobile<sup>5</sup>.

Sa dinamikom BDP-a iz našeg osnovnog scenarija, očuvanje deviznih rezervi ima za posledicu smanjenje

4 Uz dve napomene. Prvo, visok porast deviznih rezervi u 2011. godini sadrži i priliv portfolio investicija od približno 1,5 mlrd evra, koji ne predstavlja akcijski kapital, već priliv od dužničkih hartija od vrednosti. U našim projekcijama za naredne godine prilivi od državnih papira računaju se kao dugoročni krediti sa *grace* periodom na rok na koji su izdati ti papiri, zbog kalkulisanja kamate. Drugo, u 2011. smo se prvi put susreli sa povećanjem stoka obavezne devizne rezerve na samom kraju godine (za preko 500 miliona evra), zbog toga što su banke usaglašavale strukturu svojih računa se Bazelskim kriterijumima, da bi ta sredstva odmah na početku naredne godine bila povučena i plasirana na račune kod matičnih banaka. Isti fenomen se dogodio i na kraju 2012, pa stok deviznih rezervi NBS od 10,9 mlrd evra sadrži i 334 miliona evra po ovom osnovu koja će biti brzo povučena. Do kraja 2015. godine taj će se iznos „virtuelnih“ deviznih rezervi smanjivati uporedo sa smanjivanjem plasmana banaka.

5 Nezvanično – oko 60% vrednosti Fijata iz Kragujevca predstavlja uvozni sadržaj.

ukupne domaće tražnje 2013. i 2014. godine za 3%, pri rastu BDP-a za 3%. To znači:

- ili bi se redukovao obim investicija i time ugrozio privredni rast i u drugoj polovini tekuće decenije,
- ili bi nužno opadala lična potrošnja. Je li to socijalno održivo i da li je moguće ostvariti makar i minimalan privredni rast uz pad zarada u privredi?

Isti efekti, samo nešto manjeg intenziteta, javili bi se i u slučaju nešto višeg rasta BDP-a.

Ovde se otvara, međutim, pitanje povratne sprege deprecijacije dinara kao uslova za smanjenje uvoza i pojačane inflacije. Među faktorima inflacije može se naći i prikriivanje realnog pada primanja stanovništva. U vezi s tim valja napomenuti da od početka 2013. godine slede povećanja regulisanih cena, ali i nekih cena kojima se može kompenzovati efekat smanjene prodaje (na primer, meso, koje je pred kraj 2012. pojeftinilo usled pojeftinjenja stoke za klanje zbog njene povećane ponude izazvane smanjenom ponudom stočne hrane posle suše); to će usloviti ponovni rast potrošačkih cena nakon zastoja njihovog rasta u poslednja dva meseca 2012. Ukupan rast cena u 2013. trebalo bi da bude bitno sporiji nego u 2012, ali se moraju smanjivati distorzije cena – radikalno se mora menjati agrarna politika i ambijent agrarne proizvodnje – i u kratkoročnom (politika podsticaja) i u dugoročnom smislu: uklapanje u širi tržišni ambijent i konkurentnost (regulacija – robne rezerve, robne rezerve, skladištenje, integracija...).

**Druga alternativa je da se nedostajući kapital od preko 4,5 mlrd evra obezbedi skoro udvostručenim neto prilivom stranih direktnih investicija<sup>6</sup>.** To bi bio najbolji scenario, ali on zahteva da taj neto priliv SDI tokom tri godine bude između 9 i 10 mlrd evra, odnosno preko 3 mlrd evra prosečno godišnje, da bi se sačuvao nivo deviznih rezervi koji bi pokrивao najmanje šestomesečni uvoz robe i usluga. Takav priliv investicija nije moguć, ali treba imati u vidu da svaki iznos neto priliva nad onim predviđenim u osnovnom scenariju za isti iznos smanjuje pad deviznih rezervi.

**Treća, opasna alternativa jeste da se kapital koji nedostaje obezbedi dodatnim zaduživanjem države.** To bi moglo stabilizovati eksternu likvidnost odlaganjem njenog sloma za koju godinu, ali se taj slom ne bi mogao izbeći, a bio bi težak.

**Celovite reforme se, dakle, ne smeju odlagati.** Ono što bi se moralo brzo učiniti – sa gledišta ubrzanja strukturnih promena, očuvanja eksterne likvidnosti i solventnosti, ali i sa gledišta dugoročne fiskalne konsolidacije – jeste pojednostavljenje svih uslova za nove investitore, podrška (i materijalna) države za što bržu izgradnju infrastrukture i, na drugoj strani, emancipacija dela izdataka za penzije od budžeta. To nije moguće bez kompleksne strategije reformi u javnom sektoru i

sistemsom ambijentu, što podrazumeva celovitost, koordinaciju i povezanost elemenata.

## Karakteristike budžeta za 2013. i Fiskalne strategije do 2015.

Tokom poslednjeg kvartala 2012. godine došlo je do izmena u poreskoj politici, koje će se u najvećoj meri osetiti tokom 2013. godine. Zakonom o budžetu predviđeno je radikalno sužavanje budžetskog deficita, i to sa 203,6 mlrd dinara, koliko iznosi deficit predviđen za 2012. (6,1% od strane autora procenjenog BDP-a u 2012), na 121,9 mlrd dinara tokom 2013. (3,2% od strane autora projektovanog BDP-a za 2013). Imajući u vidu sveopšte stanje u javnim finansijama i problem narastajućeg javnog duga, *ubrzana konsolidacija* budžeta je, po oceni autora, neophodna. Naime, u MAT-u broj 212 (juni 2012), u temi broja pod naslovom „Šta da se radi?“ naglašeno je da mogući program izlaska iz krize i sprečavanja potencijalnog bankrota javnih finansija mora sadržati četiri stubna elementa. Jedan je bio, kako je nazvan, *ubrzana konsolidacija*; i ona je podrazumevala upravo kratkoročne mere koje su donete prilikom rebalansa budžeta u poslednjem kvartalu 2012. kako bi se zaustavila spirala ekspanzivne neravnoteže u javnim finansijama. (Drugi je bio imperativ sklapanja aranžmana sa Međunarodnim monetarnim fondom koji bi u krajnjem rezultirao klasičnim *stand by* aranžmanom i reprogramom i/ili otpisom dela spoljnog duga; treći je povezan i celovit program dugoročnih i srednjoročnih reformi javnog sektora i sistemskog ambijenta, a četvrti je bio finansijski program za podršku infrastrukturnim i izvoznim projektima.) Pitanje, unekoliko doktrinarno, koje se od samog izbijanja svetske finansijske krize nameće, naročito povodom oštih mera štednje nametnutih zemljama evro zone koje imaju izražen problem suverenog duga (pre svega, Grčka i Italija), a i u raspravama o politikama izlaska iz krize suverenog duga ili recesione spirale krize tražnje, artikuliše se na razne načine kao pitanje karaktera mera u fiskalnoj ili monetarnoj sferi u smislu procikličnosti ili kontracikličnosti. U monetarnoj sferi govori se i o tzv. zamci likvidnosti (*liquidity trap*). U pojednostavljenoj interpretaciji, reč je o dinamizmu konsolidacije koji na dugi rok donosi stabilizaciju i izlazak iz krize ukoliko u kratkom roku ne sruši ekonomiju i zaposlenost. Paradigma je da se u krizi (recesiji) deluje kontraciklično, tj. troši se više, a kad se izađe iz krize, potrošnja se seče i fiskalnim i monetarnim merama u skladu sa imperativom stabilnosti i strukturnih reformi. U zemljama finansijske krize koja nije dominantno kriza suverenog duga pribegava se monetarnim polugama, tj. različitim merama monetarne relaksacije (*quantitative easing* i dr.) uz manja ili veća fiskalna prilagođavanja, dok je u zemljama dominantne krize suverenog duga odgovor fiskalne vlasti najznačajniji, ali ne bez nadvijenog Damoklovog mača

<sup>6</sup> Ovde se mogu uključiti i portfolio investicije, ali ne onaj njihov deo u platnom bilansu koji predstavlja plasiranje državnih dužničkih hartija od vrednosti na dugi rok radi pokrivanja fiskalnog deficita.

urušavanja i ekonomske aktivnosti i socijalnih mehanizama društva. Reforme ostaju imperativ, no kao da još nema pravog odgovora na pitanje kako očuvati određenu stabilnost društva do trenutka preokreta u lošim trendovima.

Ipak, u krajnjoj liniji, sve se svodi na pitanje preraspodele tereta krize i reformi. U optici fiskalne konsolidacije može se gurati jedan liberalni fiskalni koncept koji se u doba finansijske ekspanzije po raznim osnovama, a izvorno najviše po osnovu multiplikacije u sferi komercijalnih finansijskih prihoda, hranio fiskalnim prihodima na osnovu standardno dominantnog fiskalnog sistema oslonjenog na indirektnu porezu u dva pravca: pravac potrošnje i pravac oporezivanja faktora proizvodnje, a pre svega rada kao najrobusnijeg faktora proizvodnje. Ta dva pravca fiskalizacije u prisustvu ekspanzivnih monetarnih agregata ostavljaju dovoljno prostora i za ekspanziju zapošljavanja i socijalnih benefita, ali na račun akumulacije rizika za izbijanje finansijske krize u budućnosti, koja je i nastupila, kalendarski posmatrano, sredinom 2008. godine. U krizi, međutim, koja se sada javlja i kao „W“, tj. kao ponovljeni talas recesije i finansijske krize, pitanje reformi sa kondenzovanim efektima u fiskalnoj sferi isporučuje pitanje koje više nije samo finansijsko ili makroekonomsko, jer se tiče fiskalnog opterećenja siromašnih, radno intenzivnog biznisa, rentnog kapitala i bogatih, odnosno njihovih prava, imovine i prihoda. Druga strana medalje jeste propulzija zapošljavanja i očuvanje socijalnih funkcija. Standardni doktrinarni aspekti ističu značaj „srednje klase“ i njene motivisanosti. Jasno je, međutim, da se to pitanje, mada zasad potisnuto i neosvetljeno u ekonomskim politikama i zvaničnim dokumentima, pomalja sa svom težinom (političkom i društvenom) i kod nas.

Nije namera ovog rada da se posveti dalekosežnim i strateškim pitanjima reformi i fiskalnih efekata (konsolidacije), zapošljavanja i socijalnog ambijenta, tim pre što su autori tim temama posvetili mnogo prostora u sukcesivnim izdanjima *MAT*-a godinama unazad, već samo da ukaže na kratkoročne i dugoročne aspekte fiskalne konsolidacije povodom budžetskog plana u uslovima izrazite imperativnosti prekida zaduživanja u što kraćem roku, kao i na nužnost karaktera procikličnosti budžetskog plana za 2013. godinu, što je, u krajnjem, zaključna paradigma razmatranja alternativnih scenarija makroekonomskog razvoja do 2015. iznetog u prethodnom delu ovog rada. Radikalna konsolidacija u 2013. (ukoliko bude realizovana) svakako podrazumeva negativan doprinos kretanju BDP-a, jer, i pored određenih mišljenja da je fiskalni multiplikator malo značajan, nalazi MMF-a<sup>7</sup> pokazuju da je tipičan rezultat da fiskalna konsolidacija za 1 procentni poen BDP-a redukuje BDP za ½ procenta u toku dve godine i povećava nezaposlenost za oko 0,3 procentna poena.

Već je rečeno da će se efekti fiskalnih mera na kraju 2012. u punoj meri ispoljiti u 2013, kao što potvrđuje sam budžetski plan. Pod znakom je pitanja realizam ili ostvarljivost fiskalnog plana kao celine, ali je to ovde od manjeg značaja.<sup>8</sup> Nesporno je da se doprinos ovih mera konsolidaciji završava u 2013. te da se dalja konsolidacija ne može oslanjati na ove mere niti na postojeće poreske instrumente.

Dolazi se na raskršće gde postoje dva javno zastupana koncepta, odnosno pravca dalje konsolidacije. Jedan je isključivo restriktivni, tj. zagovara se dalje kresanje rashoda, i taj pravac vodi, pre svega, ka prilagođavanju izdataka penzijskog i invalidskog sistema putem restrikcija prava i, neuporedivo brže i više, putem prilagođavanja penzija delimičnim usklađivanjem sa inflacijom (tzv. indeksacijom), tj. realnim smanjivanjem u kratkom periodu od tri godine do nivoa koji će svakako oboriti prosečne realne penzije ispod 40% prosečne plate. Taj koncept, koji je implicitno i eksplicitno zacrtan u Fiskalnoj strategiji i koji se naziva reformom, nije reforma postojećeg sistema, već samo prilagođavanje unutar postojećeg sistema uz velike rizike svaljivanja celokupnog tereta na penzionere, zaposlene i privredu koja zapošljava ozbiljniju radnu snagu u proizvodnji i uslugama.

Drugi koncept, koji je u različitim aspektima tokom proteklih četiri-pet godina razrađivan i promovisan u izdanjima *MAT*-a, polazi od složene i povezane reforme javnog sektora u kojoj fiskalna konsolidacija rezultira iz celokupne reforme, a posebno iz kreiranja autentičnog lokalnog fiskalnog instrumenta tzv. gradske rente (čime se težište fiskalnog zahvatanja pomera ka imovini i pravima) i emancipacije Fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje (Fond PIO) od budžeta posredstvom njegove kapitalizacije (transformacije u ograničeno investicioni fond) na bazi udela u vlasništvu u zemljišnim fondovima i korporativnoj vlasničkoj strukturi javnih preduzeća.

Kako je u Zakonu navedeno, fiskalna konsolidacija u 2013. godini u celini se zasniva na: 1) poreskoj reformi, 2) ograničenom rastu plata zaposlenih u javnom sektoru i penzija i 3) uštedama putem sprovođenja reformi i povećanja efikasnosti javnog sektora.

1) Ukupni prihodi budžeta su za 2013. planirani na nivou od 956,4 mlrd dinara. Na prihodnoj strani budžeta najveći efekat će svakako imati povećanje stope PDV-a sa 18% na 20%. Prema Predlogu zakona, u 2013.

<sup>8</sup> U ovom delu saglasni smo sa mišljenjem Fiskalnog saveta da je „... primetan nedostatak jasnog plana koji bi precizirao koje se tačno funkcije i programi države ukidaju, ili značajno smanjuju, i zašto“. Fiskalni savet takođe procenjuje da će izdvajanja za subvencionisane kredite za likvidnost, subvencije za podršku direktnih stranih investicija, a verovatno i subvencije u poljoprivredi biti veća za ukupno 5 do 10 mlrd dinara. Procena Fiskalnog saveta je i da će i rashodi za nabavku robe i usluga u 2013, kao i subvencije, premašiti plan za 5 do 10 mlrd dinara, odnosno da će rashodi ukupno premašiti plan za 25 mlrd dinara, računajući i potcenjene izdatke za kamate za oko 5 mlrd dinara, što konsolidovani deficit diže na oko 4,3% BDP-a. Problem docnji na lokalnom nivou, koji uočava i Fiskalni savet, može, po njihovom, a i po našem mišljenju, podići deficit u narednoj godini na oko 5% BDP-a.

<sup>7</sup> *World Economic Outlook, October 2010, Chapter 3: „Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation“*

godini planirano je da ukupni prihodi od PDV-a budu viši za 56,9 mlrd d inara, odnosno za 15,3% nominalno. Druga najveća stavka prihodne strane budžeta, prihodi od akciza, planirani su na nivou od 224,8 mlrd dinara, što predstavlja povećanje od 17% u odnosu na iznos procenjen u 2012. godini. Uz povećanje stope PDV-a do kog je došlo oktobra 2012. godine, početkom 2013. najavljeno je povećanje poreza na dobit preduzeća, i to sa 10% na 15%, tako da se po ovom osnovu očekuje povećanje od nominalno 46,7% na godišnjem nivou.

2) Na rashodnoj strani budžeta za 2013. godinu osnovna mera fiskalne konsolidacije jeste indeksacija plata i penzija tako da indeksacija u aprilu iznosi 2%, dok se u oktobru plate i penzije indeksiraju sa stopom inflacije u periodu april–septembar (u skladu sa fiskalnim pravilom). Tako je planirano da tokom 2013. izdaci za zaposlene u javnom sektoru nominalno porastu tek za 6,8% a transferi Fondu PIO za samo 2,8% nominalno. S druge strane, planirana je pomoć penzionerima sa najnižim penzijama, ispod 15.000 dinara, u cilju očuvanja životnog standarda.

Na osnovu gore rečenog jasno je da donete mere (na prihodnoj i na rashodnoj strani budžeta) najvećim delom nisu reformske – u smislu dublje i sveobuhvatnije reforme javnog sektora i fiskalnog sistema. Naime, najveće povećanje prihoda leži u povećavanju poreskih stopa, i naša je ocena da su ovo, iako nužne mere, samo mere za prvi korak fiskalne konsolidacije. Poreska „reforma“ koja suštinski ne menja poreski sistem, već samo ide u smeru povećanja poreskih stopa ima svoje limite. Sve i da postoji još dodatnog prostora za povećavanje ovih stopa, koji možda još nije postignut, ipak je taj prostor ograničen i ima svoj „plafon“, odnosno iznos nakon kog bi dodatna pooštrevanja dovela do kontraefekata. Dakle, nije moguće održivo sprovoditi ovakvu reformu, već, naprotiv, cilj bi trebalo da bude usmeren upravo ka relaksaciji poreskog sistema, koji bi bio atraktivan za investitore. Iako se u Zakonu potencira da poreska reforma ne ide u smeru opterećenja faktora proizvodnje, već u smeru opterećenja potrošnje, smatramo da ipak nije održivo ni sav teret reforme prevaliti na stanovništvo, koje je pritisnuto restrikcijama i indeksacijama na

rashodnoj strani budžeta. Kao što je već rečeno, sagleđanom fiskalnom konsolidacijom (u duhu Fiskalne strategije i prema projekcijama do 2015) naročito je pogođena populacija penzionera, jer je težište konsolidacije u daljoj budućnosti na prilagođavanju plata i, naročito, penzija. Kada je reč o faktorima proizvodnje, oni su ionako preopterećeni, pre svega porezima i doprinosima na zarade, i taj teret predstavlja ozbiljnu kočnicu zapošljavanju. Njihovo rasterećenje nije moguće bez adekvatne kompenzacije na drugoj strani, bilo u novom poreskom instrumentu bilo na rashodnoj strani. Ostao je i problem što je autentični prihod centralnog budžeta – porez na zarade, većim delom ostavljen kao lokalni prihod, dok autentičnog lokalnog fiskalnog instrumenta, kao što je gradska renta, nema.

Važan aspekt je i socijalna prihvatljivost situacije kada bi restrikcije na rashodnoj strani budžeta u kombinaciji sa izmenama poreskog sistema mogle da ugroze životni standard stanovništva. Kao što povećanje poreskih stopa ima svoj plafon, tako i ograničavanje plata i penzija ima svoj „pod“, odnosno minimalnu granicu ispod koje bi ove kategorije bile socijalno neodržive. U kombinaciji sa malim prostorom za javne investicije, ubrzana konsolidacija bez kompenzacije u jačem fiskalnom zahvatanju imovine i ukupnih prihoda i dobiti te relaksacije servisiranja duga (mogućeg reprograma) nosi prorecesioni impuls, što ugrožava održivost dostignute konsolidacije.

Urađena je i fiskalna projekcija za 2013. godinu, u sklopu modela makroekonomskih projekcija i testiranja održivosti duga, što je ovde već opisano u maniru mogućih scenarija. Projekcija je uzela u obzir sve mere na prihodnoj strani, računajući i prilagođavanje plata i penzija. Kako se ne razlikujemo bitno u osnovnim makroekonomskim parametrima (stope rasta BDP-a, inflacija, tražnja, spoljnotrgovinska razmena...), to je diskrepanca na rashodnoj strani ponajviše implicirana ekspanzijom izdataka za robu i usluge i subvencije indeksiranjem prema kretanju tražnje, odnosno BDP-a. Projekcija ukazuje na prenapregnutost fiskalnog plana za 2013, koja bi se relaksirala tek na nivou deficita oko 5% BDP-a.