



**INTERNATIONAL MONETARY FUND**  
**OFFICE OF THE RESIDENT REPRESENTATIVE IN SERBIA**  
KRALJA PETRA 12  
11000 BELGRADE, SERBIA

**Борд директора ММФ-а закључио консултације на основу члана IV са Републиком Србијом**

Јавно саопштење Бр. 06/120  
20. октобар, 2006. године

18. октобра 2006. године, Борд директора Међународног монетарног фонда закључио је консултације на основу члана IV са Републиком Србијом, након престанка постојања бивше Државне заједнице Србија и Црна Гора у јуну ове године.<sup>i</sup>

**Опис стања**

Србија је, након две деценије стагнације и пада економских активности крајем прошлог века, последњих година остварила значајан напредак. Производња у Србији повећана је од 2000. године за 40 процената, а раст БДП-а достигао је 6,8 процената у 2005. години. То је резултат напретка на пољу макроекономске стабилизације, реструктурирања банкарског сектора и приватизације. Такође, око 60 одсто запослених у Србији у небуџетском и непољопривредном сектору данас је у приватном сектору - скоро два пута више него пет година раније.

Ипак, наслеђе претходне политике још делује на економске перформансе. Запосленост је у паду - упркос осетном расту БДП -а, инфлација је на кратко смањена испод 15 процената, а инвестиције у основна средства стагнирају испод 20 одсто БДП-а, што је знатно испод нивоа у упоредним земљама у транзицији. Одражавајући низак ниво националне штедње, дефицит текућих плаћања остао је на двоцифреном нивоу, што је резултирало повећањем спољног дуга на 65 одсто БДП-а закључно са августом ове године, упркос отпису дугова Париском и Лондонском клубу. Видљиви губици у нефинансијском сектору – углавном као резултат слабог управљања и меких буџетских ограничења код друштвених и државних предузећа – су основ спољних дефицита Србије, што ограничава инвестиције и раст запослености.

Снажни одговор фискалне политике је поништен високим приливом капитала. Приватизациони приходи као резултат страних директних инвестиција и директно корпоративно позајмљивање су били удружени са финансирањем банака од стране њихових матица, како би исте искористиле високе банкарске марже. Ово је, уз процес ремонетизације, утицало на експлозију кредита, доприносећи екстерној неравнотежи. Као резултат тога, дефицит текућих трансакција се мало променио током последње

четири године упркос фискалној консолидацији од 5½ процентних поена БДП-а, макро-пруденцијалним мерама и интервенцијама на девизном тржишту како би се спречила апресијација.

Режим девизног курса од 2002. године балансирао је циљеве на интерном и екстерном плану, не успевајући да осигура реализацију иједног. Народна банка Србије је почетком 2006. године најавила транзицију ка флексибилном девизном курсу и значајно ојачала динар. НБС је крајем августа усвојила нови монетарни оквир користећи двонедељну репо каматну стопу као главни инструмент монетарне политике да би остварила циљану стопу базне инфлације (7-9 процената у 2006, и 4-8 процената у 2007. години). Нови оквир предвиђа евентуалну транзицију ка потпуном таргетирању инфлације. У том смислу, НБС се повлачи из интервенција на девизном тржишту.

Редукција интервенција на девизном тржишту повезана са снажним приливима капитала довела је до номиналне апресијације динара у 2006. години. Јак динар, у комбинацији са повољним кретањима цена нафте и успоравање раста административних цена, помогли су смањењу укупне инфлације на 11.6 процената и базне инфлације на 10 процената у септембру, на годишњем нивоу.

Међутим, гледајући унапред, предвиђена фискална експанзија ће подстаћи домаћу тражњу и искомпликовати смањење инфлације. Недавно усвојени ребаланс буџета омогућава повећање расхода за 4 процента БДП-а у односу на оригинални буџет, финансираним високим приватизационим приходима и приходима од лиценце. Ово повећање се састоји од повећања текуће потрошње и расхода у оквиру Националног инвестиционог плана који омогућава потрошњу у износу од 1.7 милијарди евра (7½ процената БДП-а) у периоду 2006-07. Ако се план изврши у целости, то ће утицати да дефицит опште владе у 2006. години износи и до 1.4 процената БДП-а (0.3 процената БДП-а према проценама Владе уз оптимистичне приходе и рачуноводствене стандарде – који третирају лиценцу као буџетске приходе – што подразумева суфицит од 0.6 процената БДП-а у републичком буџету). Међутим, овај дефицит опште владе, према дефиницији чланова мисије, упоредив је са суфицитом од 2.7 процената БДП-а који је договорен у оквиру Споразума о продуженом финансирању са ММФ-ом. Ипак, ограничења у погледу капацитета спровођења вероватно ће спречити пуно извршење ових планова. Власти нису још завршиле план буџета за 2007. годину.

### **Оцена Борда директора**

Борд директора похвалио је српске власти због снажног економског раста у претходним годинама који је резултат макроекономске стабилизације и структурних реформи. Међутим, Борд директора је лоше оценио велике макроекономске неравнотеже – укључујући спољни дефицит и дуг, инфлацију и присутну незапосленост, са пратећим последицама, као и то да раширена финансијска евроизација указује на велику изложеност девизном ризику. У том светлу, они

наглашавају потребу за даљим напорима на страни политика, снажно упозоравајући на то да предложено слабљење фискалне политике носи са собом ризик обнављања макроекономске нестабилности.

Борд директора је приметио да је, када је у питању консолидована општа влада, значајни суфицит је и даље потребан. Иако јавни дуг има силазну путању, фискални суфицит је потребан како би се обуздале спољне неравнотеже и слабости, подржала дезинфлација, и – у очекивању поновног јачања напора када су у питању структурне реформе – стварања базе за одржив средњорочни раст. У том контексту, критичне јавне инвестиције би требало да буду финансиране уштедама, повећањем уштеда од ефикасније јавне потрошње, пре него фискалном релаксацијом. Директори су такође упозорили на опасност од ослањања на једнократне приходе од приватизације у финансирању текуће потрошње, као сто су плате. Признајући изазов оваквог приступа у контексту текућих избора, Директори су становишта да би недавно одобрена фискална експанзија, уколико би била примењена у потпуности, изложила ризику тешко остварену добробит од макроекономске стабилизације. Такође су приметили да би то било неконзистентно са кључним одредбама договора о праћењу, након завршетка програма у фебруару. По њима, промена сидра фискалне политике са екстерне на фискалну одрживост била би одговарајућа само када се структурне реформе – укључујући реструктурирање предузећа и успоравање кредита – рефлектују у ојачавању биланса текућег рачуна.

Директори Фонда сматрају да су преостали економски дебаланси последица структурних слабости предузећа, који настављају да исцрпљују домаћу штедњу. У том светлу, убрзање реструктурирања и завршетак приватизације друштвених и државних предузећа су главни одговори на дисбалансе и пратеће слабе тачке/рањивости. Стога ће деинвестирање преосталог портфолија друштвених предузећа захтевати брзо и конзистентно иницирање стечајних поступака у случају неуспеха тендера и аукција ових предузећа. Када је реч о запослености, Борд директора је препоручио повећање флексибилности институција на тржишту рада, укључујући и ревизију Закона о раду. Такође је препоручено побољшање пословне климе, укључујући већу ефикасност судских процеса.

Борд директора је приметио да снажан прилив капитала представља додатни изазов, кроз подстицање брзог кредитног раста и погоршање текућег рачуна. У том контексту, и с обзиром на високе рације ненаплативих потраживања, подржали су нови Закон о банкама, који је ускладио правни оквир са Базелским принципима. Али даље мере на јачању банкарске супервизије су неопходне, укључујући и оне које се односе девизни ризик „нехецованих“ дужника. Осим тога, додатне мере за ојачавање конкуренције у банкарском сектору би могле, осигурањем ефикасних маржи, да охрабре банке на већу усредсређеност на макроекономске и индиректне кредитне ризике и, на тај начин, помогну обуздавање раста кредита. У том контексту, охрабрили су надлежне власти да размотре поновно отпочињање издавања гринфилд лиценци банкама.

Борд директора је поздравио нову монетарну политику као важан корак у правцу евентуалног потпуног таргетирања инфлације. У том контексту, поздравили су намеру власти да смање интервенције на девизном тржишту, у складу са циљем повећања флексибилности девизног тржишта. Нови режим би подржао дезинфлацију, која би, заузврат, подстакла економски раст. Борд директора ја нагласио значај подршке фискалне политике за кредибилност новог режима, као и да би у случају њеног изостанка, циљеви дезинфлације могли бити угрожени.

С обзиром на значајне спољне дебалансе и слабости Србије, Борд директора је одобрио наставак праћења по завршетку програма за још једну годину, упркос ранијој отплати која је смањила дуг према Фонду на испод 100 процената квоте.

Србија: Изабрани економски и финансијски показатељи, 2003-06 1/

	2003	2004	2005	2006
			Процена	Прој.
	(Промена у процентима)			
Реални сектор				
Реални БДП	2.4	9.3	6.8	6.0
Малопродајне цене (крај периода)	7.6	13.7	17.7	10.0
Базне малопродајне цене (крај периода)	6.2	11.0	14.5	7.6
	(У процентима БДП-а)			
Финансије опште владе				
Приходи	43.5	45.2	45.0	44.6
Расходи	46.7	45.3	44.2	45.2
Укупни биланс (кеш)	-3.2	0.0	0.8	-0.5
Бруто дуг	79.9	68.9	60.9	50.2
Од чега: Деноминирани у иностраној валути (у процентима укупног дуга)	87.7	85.7	87.9	86.9
	(дванаестомесечна промена, у процентима)			

Монетарни сектор (крај периода)				
Новац (М1)	10.9	8.0	30.9	20.4
Монетарни агрегат М2 2/	27.5	30.3	43.5	32.8
Кредити невладином сектору	25.1	47.9	57.0	44.2

(У процентима)

Каматне стопе (пондерисани просек, на крају периода)

Записи НБС / Репо стопа	10.6	16.3	19.2	...
Стопа на депозите	2.7	3.7	3.7	...

(У процентима БДП, уколико није назначено другачије)

Платни биланс

Биланс текућег рачуна, пре донација	-11.8	-14.8	-11.2	-13.5
Биланс Базног текућег рачуна 3/	...	-13.0	-12.8	-13.5
Извоз робе (ф.о.б.)	16.6	18.2	20.6	21.4
Увоз робе (ц.и.ф.)	39.7	48.5	43.9	45.2
Биланс текућег рачуна, после донација	-9.3	-12.6	-9.8	-12.8
Спољни дуг	71.4	62.8	64.4	67.9
Бруто официјелне резерве (у милијардама САД долара)	3.6	4.2	5.8	9.7
(У месецима очекиваног увоза)	3.6	4.2	4.8	7.3
Девизни курс (динар/евро, просек за период)	65.1	72.6	82.9	...
Реални ефективни девизни курс (просечна промена, у процентима)	5.4	-3.5	-2.6	...

---

Извор: српске власти; и процене и пројекције ММФ-а.

1/ Без Косова (са изузетком спољњег дуга).

2/ Без старе девизне штедње.

3/ Кориговано за висок раст увоза на крају 2004. године пред увођење ПДВ-а у јануару 2005. године.

---

---

<sup>i</sup> У оквиру члана ИВ Статута ММФ, обично једном годишње ММФ води билатералне разговоре са својим члановима. Мисија ММФ-а посећује земљу, сакупља информације о економији и финансијама, и дискутује са представницима власти о економским кретањима и политикама те земље. По повратку у седиште ММФ-а, чланови мисије припремају извештај, који је основа за дискусију вођену од стране Борда директора. Као резултат дискусије, генерални директор, као председавајући Борда директора, сумира гледишта извршних директора, а такав сумарни извештај се шаље властима земље чланице.