

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

ОДРЖИВОСТ СПОЉНОГ ДУГА СРБИЈЕ

Београд, 4. јун. 2004.

С а д р ж а ј

Уводна напомена

Резиме

1. Спољни дуг Србије	1
1.1. Кретање спољног дуга Србије у периоду 2000-2003	1
1.2. Релативни положај Србије у односу на друге земље у транзицији.....	3
2. Веза између дефицита текућег рачуна платног биланса и одрживости спољног дуга ...	6
2.1. Значај иностране штедње	6
2.2. Дефицит текућег рачуна платног биланса и одрживост спољног дуга	6
2.3. Структура дефицита текућег рачуна платног биланса и његовог финансирања.....	9
2.4. Пројектовани спољнотрговински дефицит и стабилност постојећег дуга.....	10
3. Моделске пројекције одрживости спољног дуга	13
3.1. Основи емпиријске анализе.....	13
3.2. Резултати моделске пројекције	15
3.2.1. Основни сценарио	15
3.2.2. Сценарио без концесионалних кредита	18
3.2.3. Сценарио са споријим растом	19
3.3. Сводна оцена резултата моделских пројекција.....	22
П р и л о з и	24

Уводна напомена

Циљ ове студије је да, на основу анализе фактора који предодређују способност земље да уредно сервисира преузете обавезе, укаже на неопходне мере макроекономске и структурне политике које утичу на повећање ефикасности употребе ангажованих ресурса.

Када је реч о нивоу националног дохотка по глави становника, Србија је при дну лествице средњеразвијених земаља – према критеријумима Светске банке. Међутим, узимајући у обзир висок удео званичних извора финансирања, Србија је сличнија земљама са ниским дохотком. Код ове групе земаља одрживост спољног дуга, тј. способност земље да уредно сервисира своје текуће и будуће обавезе превасходно зависи од оцене међународних финансијских организација о успешности спровођења макроекономских и институционалних реформи. Дакле, у другом плану је расположење приватних поверилаца, које се, преко тржишта капитала, испољава кроз камате примерене лошем кредитном рејтингу земље.

Чак и релативно висок спољни дуг попут нашег, у дугом року, може бити неометано сервисан, под претпоставком да су а) званични повериоци и донатори спремни да обезбеде “позитиван нето финансијски трансфер” у форми средњорочних и дугорочних кредита под концесионалним условима, б) ако се у међувремену земља оспособи да се по повољним условима финансира на тржишту капитала, односно в) ако су трошкови сервисирања дуга одрживи на краћи и средњи рок. Исто тако је могуће да он изненада постане неодржив уколико се прекине прилив званичних иностраних средстава, односно ако међународне финансијске организације оцене да се не испуњавају критеријуми договорене макроекономске и структурне политике.

Тако су одрживост спољног дуга, макроекономска стабилност и привредни раст међусобно условљени будући да могућности новог задуживања зависе и од тога како повериоци оцењују ефекте коришћења ангажованих финансијских ресурса. Уважавајући значај и сложеност проблематике, као и претходне констатације, поред уобичајених критеријума осетљивости екстерне позиције, концепт одрживости спољног дуга Србије разматран је у контексту претпоставки одрживог раста привреде на средњи и дуги рок.

Резиме

Потреба сагледавања способности Србије да уредно сервисира своје финансијске обавезе према иностранству, без прибегавања репрограму дуга или акумулирању заосталих плаћања, проистиче из чињенице да и после споразума са Париским клубом поверилаца Србија остаје високо задужена земља.

При оцени степена задужености земље, Светска банка користи два критеријума и две граничне вредности. Емпиријске анализе за земље у развоју показале су да земља запада у тешкоће сервисирања када однос садашње вредности дуга према бруто домаћем производу (БДП) прелази 80%, односно када однос вредности дуга према годишњем извозу робе и услуга премашује 220%. Будући да је за сврставање у групу високо задужених земаља довољно да буде испуњен један од наведених критеријума, Србија у 2003. години, с обзиром на критеријум односа садашње вредности дуга према извозу робе и услуга, спада у високо задужене земље. Наиме, стање спољног дуга на дан 31. децембра 2003. године било је за Србију 13.482 милиона америчких долара¹ (видети табеле 1-3), што износи 387% извоза робе и услуга и 71% оцењеног БДП-а за 2003. годину².

Када се имају у виду наведене чињенице, то јест ризик да због нивоа задужености и постојећег обима спољнотрговинског дефицита земље – у случају смањења или прекида прилива капитала – дође до неликвидности и немогућности сервисирања текућих обавеза, проблем одрживости сервисирања спољног дуга је од прворазредног значаја.

Питање одрживости сервисирања спољног дуга је сложено питање и захтева комплексан аналитички приступ. Тренутни однос дуга према БДП-у важан је показатељ који упућује на неопходност да се потражи одговор на питање *одрживости*, али није пресудан за сам одговор. Прво, тај одговор зависи од утицаја низа чинилаца у оквиру текуће економске и развојне политике. Као пресудни се показују – а) темпо реалног раста БДП-а, б) брзина повећања извоза и смањење удела дефицита текућих трансакција

¹ У овом оквиру, краткорочни дуг је износио 1.056 милиона долара, од чега је 1.014 милиона добило карактер средњорочног дуга и отплаћује се у четири једнаке рате почев од 2008. до 2011. године. Паритет на дан 31. 12. 2003. био је: 1 евро = 1,25 долара. Треба имати у виду да је повећање вредности дуга изражено у доларима (са 10,8 милијарди у 2000. на 13,5 милијарди долара на крају 2003) највећим делом одраз међувалутних промена (пада долара). Изражено у еврима, вредност дуга је износила 11,6 и 11,4 милијарди евра, респективно. У вредност тренутног дуга укључен је и очекивани додатни отпис од Париског клуба од 15%.

² Када се искључи нерегулисани дуг Косова и Метохије, остаје да су извоз робе и услуга и БДП (такође без Косова и Метохије) оптерећени дугом са 350% и 64%, респективно.

платног биланса у БДП-у, в) повећање удела инвестиција у БДП-у, односно брзина раста инвестиција и темпо промене структуре употребе БДП-а у корист инвестиција као и директних страних инвестиција, г) спорији раст укупне потрошње и у томе још спорији раст јавне потрошње од раста БДП-а, и на крају д) социјална издржљивост тих промена. У структурном моделу којим смо тражили одговор на главно питање – питање одрживости сервисирања спољног дуга – уводе се различите циљне (економско-политичке) варијабле којима се дефинишу те промене и њихов утицај на показатеље одрживости сервисирања спољног дуга. При том, те варијабле нису међусобно независне – будући привредни раст и раст извоза зависе од испуњења инвестиционог циља и могућности финансирања дефицита у текућим трансакцијама платног биланса, као и од структуре увоза и спољнотрговинског дефицита итд. Друга пресудна компонента одрживости сервисирања спољног дуга приказује се у платном билансу – а) висина и однос страних директних инвестиција (СДИ) и кредита, те б) структура тих кредита у погледу почека, рокова отплате и камата.

У тражењу конкретних одговора на питања која се постављају у вези са одрживошћу спољног дуга тестирана су три сценарија за период до 2010. године.

Стабилан просечни привредни раст од око 5% годишње, раст извоза и реални раст инвестиција од око 15% годишње те финансирање дефицита биланса текућих трансакција (са јасно опадајућим уделом тог дефицита и дефицита у размени робе и услуга³ у БДП-у) у платном билансу, претежно путем СДИ и кредита под концесионалним условима (са великим периодом почека, дугим роковима отплате и ниском каматом) – основне су претпоставке одрживости сервисирања спољног дуга⁴ и избегавања кризе екстерне ликвидности, посебно у критичном периоду од 2007. до 2009. године. Комерцијални кредити морају остати у границама до 10% укупних инвестиција.

За остваривање тих претпоставки неопходни су и одговарајући политички услови – они треба да омогуће стабилно функционисање економског система, брз наставак приватизације и ефикасну макроекономску политику, која ће обезбедити ценовну стабилност у оквирима једноцифрене инфлације, и фискално прилагођавање са смањивањем фискалног оптерећења и буџетског дефицита. У условима када се смањује трговински дефицит, стопа раста потрошње неизбежно мора да буде нижа од стопе раста

³ Дефицит робе и услуга представља додатна средства за расподелу у билансу БДП-а, и у 2003. години је износио 23,5% БДП-а; до 2010. тај удео треба да се смањи на мање од 13%.

⁴ Овај појам, са гледишта платног биланса, укључује и исплате старе девизне штедње, које нису обухваћене показатељима ликвидности, али су обухваћене, као негативна ставка, у капиталном делу платног биланса и тиме утичу на висину новог задуживања ради покривања дефицита у текућим трансакцијама платног биланса.

БДП-а. Мора се створити амбијент који ће стимулирати инвестирање из домаће и иностране штедне и подизање инвестиција до краја ове деценије на најмање 25% БДП-а⁵. Потпуна економска сарадња са иностранством и повољан третман у међународним финансијским организацијама су такође један од императива. У случају повољног развоја догађаја, могао би се остварити и један више оптимистички сценарио – са убрзањем раста БДП током друге половине деценије, на пример, на 6%-8%, уз подизање максималног удела СДИ на око приближно трећину укупних инвестиција (мађарски пример). То би створило простор и за брже подизање продуктивности (емпиријска анализа успешних земаља у транзицији показала је непосредну везу између раста продуктивности и раста извоза) и за бржи раст потрошње, односно стандарда. Један кључни услов за такав развој је да се убрзано створе готово идеалне политичке прилике.

За очување екстерне ликвидности се као доње границе показују привредни раст (реални раст БДП-а) од 3% и раст доларске вредности извоза од 13% годишње. Анализирани параметри могу се унеколико мењати под утицајем политике девизног курса и међувалутних односа, али је њихов очекивани ефекат маргиналан у односу на оне који су овде наглашени. Овај сценарио са минималном стопом раста би у пракси било тешко спровести, јер и одржавање тог раста захтева такву динамику инвестиција која не оставља никакав простор за раст потрошње и стандарда. А то значи да је то социјално неодржив сценарио, који би изазвао погоршање услова за инвестирање. Он би прерастао у сценарио (условно би се могао назвати *песимистичким*) у коме би се, након две или три године, стопа привредног раста даље редуковала и у коме би се створио финансијски јаз у економским односима са иностранством реда величине од најмање пола милијарде долара годишње, који није могуће финансирати – уредно сервисирање иностраног дуга у критичном периоду, сасвим извесно, не би се могло одржати. Да потрошња не би реално опадала (задржавање на “нултој” стопи реалног раста) – опадале би инвестиције и њихов удео у БДП-у, и то би условљавало рецесију⁶.

Због тога је од кључног значаја да сви носиоци економске политике имају у виду чињеницу да је време одлучујући фактор у избегавању дубоке и дуготрајне економске кризе. Претпоставке за одржив привредни раст (а тиме и за одрживост сервисирања спољног дуга), заснован на структурним променама, највећим делом се морају обезбедити већ током 2004. године.

⁵ Чешка, Естонија, Мађарска, па чак и Албанија, у 2001-2002. имале су удео инвестиција у БДП-у изнад 25%.

⁶ Овакав сценарио у Србији (у оквиру СФРЈ) већ је виђен током 1980-их, али на далеко вишем апсолутном нивоу друштвеног производа. Инвестиције су, уз негативну ефикасност, опадале реално по 6% годишње. Друштвени производ по глави становника је у периоду 1979-1989. стагнирао (просечна стопа раста: 0%).

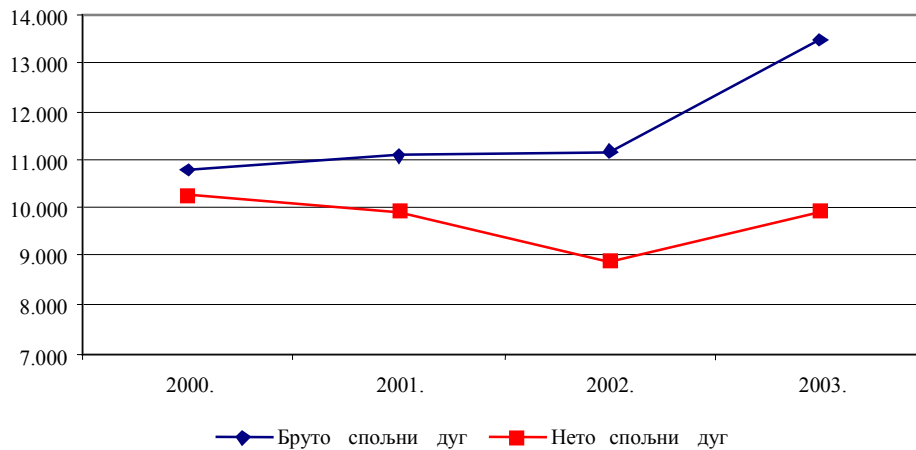
1. Спољни дуг Србије

1.1. Кретање спољног дуга Србије у периоду 2000-2003

Стање бруто спољног дуга Србије на дан 31. децембра 2003. године било је 13.482 милиона долара (видети табеле 1-3 у Прилогу). У посматраном периоду он бележи пораст, док нето спољни дуг (укупан спољни дуг умањен за бруто девизне резерве) у 2001. и 2002. години бележи пад, који је резултат бржег пораста девизних резерви од раста укупног спољног дуга. У 2003. и нето спољни дуг бележи раст.

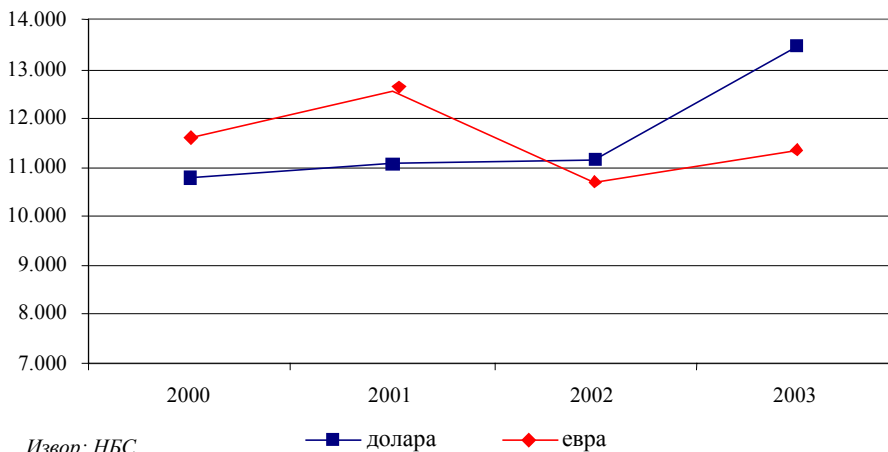
Раст спољног дуга исказаног у доларима резултат је и интервалутарних промена. Наиме, исказан у еврима бруто спољни дуг у посматраном периоду је смањен са 11.615 милиона евра на крају 2000. на 11.037 милиона евра крајем марта 2004. године.

Бруто и нето спољни дуг Србије
(у милионима долара)



Извор: НБС.

Бруто спољни дуг
(у милионима долара)



Извор: НБС

Ако посматрамо однос нето спољног дуга и БДП-а, уочићемо да он константно опада у свим обухваћеним годинама и то захваљујући расту БДП израженог у УСД по просечној тренд-стопи од 28,4% и спољног дуга од -1,4% годишње. У 2004. години се, према пројекцијама, очекује даљи пад учешћа спољног дуга у БДП-у (изражено у доларима).

Бруто и нето спољни дуг и БДП Србије

Година	Спољни дуг, % БДП		БДП
	Бруто	Нето	милиона долара
2000.	132,0	125,6	8.174
2001.	103,9	92,9	10.661
2002.	78,2	62,2	14.282
2003.	71,0	52,3	18.984
2004.	65,7	44,8	21.365

Извор: НБС

Светска банка при оцени степена задужености, користећи два критеријума и две граничне вредности, земље групише према следећем обрасцу⁷:

	Високо задужена	Средње задужена	Мање задужена	Србија 2003. године
Дуг/БДП	$x > 80\%$	$48\% < x \leq 80\%$	$x \leq 48\%$	71%
Дуг/Извоз	$y > 220\%$	$132\% < y \leq 220\%$	$y \leq 132\%$	387%

Извор: Светска банка (IBRD), прорачун ЦИ НБС за Србију.

Емпиријске анализе за земље у развоју показале су да земља може да западне у тешкоће сервисирања када коефицијент садашње вредности дуга према БДП-у прелази 80%, односно када коефицијент садашње вредности дуга према извозу робе и услуга премашује 220%. За сврставање у групу високо задужених земаља довољно је испунити један од наведених критеријума. Србија у 2003. години, према критеријумима Светске банке, има карактеристике високо задужене земље по основу односа садашње вредности дуга према извозу робе и услуга.

У овој, као и у протеклој деценији, код већине земаља у развоју (изузев Аргентине) озбиљне потешкоће са сервисирањем дуга биле су последица поремећаја у ликвидности текућег рачуна платног биланса.

Спремност државе да уредно измирује обавезе може постати проблем чак и када је она солвентна, јер у одређеним ситуацијама није политички опортуно да се остварена домаћа производња користи за сервисирање дугова. На повериоце, међутим, не утиче

⁷ У стручној литератури постоје многи критеријуми задужености, критеријуми ММФ-а су још строжи (у односу на Светску банку).

само оцена текуће економске ситуације већ и њихов утисак о томе да ли ће влада наставити да измирује текуће обавезе и у случају неког егзогеног шока.

У даљем тексту наводимо и практичне критеријуме помоћу којих међународне институције и инвеститори доносе оцену о одрживости екстерне позиције одабраних земаља и Србије.

Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004. процена
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ у процентима				
Девизне Резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	2,2	3,5	4,1	4,2
Девизне резерве/краткорочни дуг	97,9	212,3	336,2	326,1
Девизне резерве/БДП	9,4	15,2	18,7	16,6
Отплата дуга/БДП	1,0	1,6	2,2	4,0
Отплата дуга/извоз робе и услуга	4,1	7,7	12,1	19,3
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ у процентима				
Дуг/БДП	103,9	78,2	71,0	65,7
Дуг/извоз робе и услуга	429,5	383,2	387,0	317,0
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ у процентима				
Девизне резерве/М1	116,6	135,9	191,5	162,6
Девизне резерве/примарни новац	132,4	184,3	291,2	244,8
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ у процентима				
(Извоз+Увоз)/БДП	67,2	63,7	60,7	62,4
МЕМОРАНДУМ у милионима долара				
БДП	10.661	14.282	18.984	21.624
Спољни дуг	11.076	11.162	13.482	14.200
Сервисирање спољног дуга	107	223	423	865
Девизне резерве НБС	1.170	2.280	3.550	3.600
Биланс текућих трансакција (после донација)	-230	-1.434	-1.928	-1.810

Извор: Народна банка Србије..

Методолошка објашњења:

Девиз. резерв./увоз робе и услуга (у месецима) - однос просечних месечних девизних резерви и просечног месечног увоза робе и услуга.

Девизне резерве/краткор. дуг (у %) - однос стања девизних резерви НБС и стања краткорочног дуга крајем године.

Девизне резерве/БДП (у %) - годишњи просек девизних резерви НБС у односу на БДП.

Отплата дуга/БДП (у %) - однос годишње отплате дуга и БДП-а.

Отплата дуга/извоз (у %) - однос отплате дуга и извоза робе и услуга.

Дуг/БДП (у %) - однос стања дуга на крају године и БДП-а.

Дуг/извоз (у %) - однос стања дуга на крају године и годишње вредности извоза робе и услуга.

Девизне резерве/М1 (у %) - однос стања девизних резерви и новчане масе на крају године.

Девизне резерве/прим. новац (у %) - однос стања девизних резерви и примарног новца на крају године.

1.2. Релативни положај Србије у односу на друге земље у транзицији

Учешће девизних резерви Србије у краткорочном дугу земље је доста високо, што је један од основних показатеља да земљи непосредно не прети криза међународне ликвидности.

Покривеност вредности увоза робе и услуга износом националних девизних резерви у Србији за 2003. годину била је на нешто вишем нивоу од четворомесечне вредности увоза, што је релативно ниже у односу на друге посматране земље у

транзицији, изузев Мађарске, где тај показатељ износи 2,8 месеци вредности увоза. Тај ниво покривености је виши од минималног, равног тромесечном увозу, који се према критеријумима међународне заједнице сматра неопходним за несметано сервисирање спољног дуга земље.

У поређењу са другим земљама, најповољнији индикатор за Србију у 2003. години било је учешће отплате дуга у вредности БДП-а земље (свега 2,2%). Неповољно је, међутим, то што због јако ниског нивоа извоза Србије удео отплате дуга у извозу робе и услуга земље износи 12,1% у 2003. са тенденцијом раста на 19,3% у 2004, а то је онда показатељ релативно ниског нивоа екстерне компоненте националног БДП-а (низак ниво извоза).

Индикатори екстерне позиције изабраних земаља у 2003. години

	Бугарска	Русија	Чешка	Словачка	Румунија	Пољска	Хрватска	Словенија	Мађарска	Србија
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ у процентима										
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месец.)	5,5	5,2	5,5	5,6	5,0	5,4	5,7	6,0	2,8	4,1
Девизне резерве/краткорочни дуг	269,3	206,8	194,4	180,2	1937,0	179,8	524,2	187,0	220,3	336,2
Девизне резерве/БДП	28,8	17,7	31,6	37,4	18,3	16,2	28,9	29,0	15,5	18,7
Отплата дуга/БДП	5,5	3,0	4,2	7,2	6,6	6,3	8,0	7,8	10,3	2,2
Отплата дуга/извоз робе и услуга	10,1	8,8	6,1	9,2	18,4	19,0	15,2	13,6	15,6	12,1
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ у процентима										
Дуг/БДП	65,6	42,0	40,8	48,5	33,9	49,5	83,1	41,7	51,2	71,0
Дуг/извоз робе и услуга	120,7	121,5	61,8	62,1	93,9	149,3	158,0	72,3	82,9	387,0
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ у процентима										
Девизне резерве/М1	129,3	108,2	85,4	145,4	300,8	80,3	262,5	200,8	66,0	191,5
Девизне резерве/примарни новац	197,1	139,9	251,4	387,1	345,9	191,6	290,1	549,5	127,1	291,2
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ у процентима										
(Извоз+Увоз)/БДП	80,0	57,9	134,3	158,0	80,0	69,0	113,3	115,5	127,9	60,7
МЕМОРАНДУМ у милионима долара										
БДП	19.857	433.524	85.411	32.481	57.023	209.641	28.335	27.152	82.734	18.984
Спољни дуг	13.032	182.100	34.861	15.757	19.328	103.806	23.557	11.330	42.387	13.482
Сервисирање спољног дуга	1.091	13.186	3.561	2.336	3.786	13.209	2.262	2.127	7.975	423
Девизне резерве централних банака	6.705	76.938	26.955	12.149	10.455	33.975	8.190	8.517	12.791	3.550
Биланс текућих трансакција	-1.580	35.854	-5.621	-392	-3.358	-4.126	-2.039	15,0	-7.346	-1.928

Извор: Израчунато у Центру за истраживања НБС на основу података централних банака изабраних земаља; International Financial Statistics MMF-а (разни бројеви) и Economist Intelligence Unit.

Методолошка објашњења:

Девиз. резерв./увоз робе и услуга (у месецима) - однос просечних месечних девизних резерви и просечног месечног увоза робе и услуга.

Девизне резерве/краткор. дуг (у %) - однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга крајем године.

Девизне резерве/БДП (у %) - годишњи просек девизних резерви у односу на БДП.

Отплата дуга/БДП (у %) - однос годишње отплате дуга и БДП-а.

Отплата дуга/извоз (у %) - однос отплате дуга и извоза робе и услуга.

Дуг/БДП (у %) - однос стања дуга на крају године и БДП-а.

Дуг/извоз (у %) - однос стања дуга на крају године и годишње вредности извоза робе и услуга.

Девизне резерве/М1 (у %) - однос стања девизних резерви и новчане масе на крају године.

Девизне резерве/прим. новац (у %) - однос стања девизних резерви и примарног новца на крају године.

Низак ниво екстерне компоненте БДП–а Србије има за последицу мали степен отворености привреде, који се мери учешћем извоза и увоза добара и услуга у укупној економској активности. Од свих посматраних земаља транзиције, изузев Русије, која је као велика земља са великим унутрашњим тржиштем мање упућена на светско тржиште, Србија има најмањи степен отворености домаће економије (61%), са свим негативним последицама које из тога проистичу: немогућношћу интензивнијег коришћења међународних компаративних предности, недовољног јачања конкурентности, отежане могућности коришћења предности економије обима производње и смањења трошкова по јединици производње и, у крајњем, онемогућавања несметаног регулисања финансијских обавеза према иностранству.

Доста неповољан индикатор екстерне солвентности по Србију представља учешће спољног дуга у БДП-у, које је у 2003. износило 71,0%. Једино је Хрватска у тој години имала већи удео спољног дуга у вредности БДП-а од наше земље (83,1%). Позитивно је то што удео дуга у БДП-у Србије има тенденцију опадања, са 103,9% у 2001. години на предвиђених 65,7% у 2004. години.

Најнеповољнији индикатор по Србију како релативно, тако и апсолутно јесте учешће укупног дуга земље у вредности њеног извоза робе и услуга, које је у 2003. години износило 387,0%. У 2004. години предвиђа се смањење тог учешћа на 317,0%. Мада је ово једини индикатор од постојећа два по којима се наша земља сврстава у групу високо задужених земаља, довољно је, по мишљењу Светске банке, да земља испуни само један од тих критеријума да би се нашла у групи земаља са високим дугом.

У периоду од 1991. до 1996. године, код високо задужених земаља у транзицији (нпр. Бугарска и Пољска) однос спољног дуга и извоза је увелико прелазио 220% због високих дефицита текућих рачуна, који су проузроковали раст задуживања у осамдесетим годинама. Пад учешћа дуга у извозу (показатеља екстерне солвентности) после 1996. године био је последица отписа и репрограма спољног дуга према Париском и Лондонском клубу поверилаца (нпр. код Бугарске и Пољске).

2. Веза између дефицита текућег рачуна платног биланса и одрживости спољног дуга

2.1. Значај иностране штедње

Основни узрок екстерне неравнотеже потиче из реалног сектора, тј. из разлике између националне штедње и инвестиција. Уколико су инвестиције веће од штедње, настаје потреба за финансијским средствима из иностранства. Прилив капитала може бити у форми страних директних инвестиција или кредита (задуживања). Искуство земаља у транзицији показује да је највећи део прилива страног капитала био у форми директних и портфолио инвестиција. Раст инвестиција требало би да води расту производних капацитета, већој производњи и већем извозу, који генерише ресурсе за сервисирање дуга. Тако на пример, инвестиције приватног сектора у производне капацитете индустрије разменљивих добара чине спољнотрговински дефицит одрживим за разлику од инвеститрања у некретнине.

Што је раст БДП-а већи, већи је и раст, као и очекивана профитабилност инвестиција. Виши раст друштвеног производа доводи до вишег очекиваног дохотка у будућности. Самим тим опада учешће дуга у БДП-у, што повећава способност сервисирања дуга.

Дефицит текућег рачуна платног биланса може бити узрокован падом приватне или јавне штедње (услед високог буџетског дефицита). Раст буџетског дефицита је проблематичнији, јер је последица високе буџетске потрошње (мање јавне штедње) и најчешће је структурне природе, док је ниска домаћа штедња често транзиторна (када се очекивања да ће доћи до раста БДП-а претворе у очекивања да ће се доходи повећати, што изазива раст текуће потрошње). Када се оствари очекивани раст доходака, онда се обично и штедња опоравља.

2.2. Дефицит текућег рачуна платног биланса и одрживост спољног дуга

Биланс текућих трансакција са иностранством представља значајан показатељ економских перформанси сваке отворене привреде. Дефицит текућег рачуна може бити последица прилива капитала, који ће индуковати раст БДП-а, а такође може бити последица неодрживог кумулирања спољног дуга.

У првом случају, он је показатељ »снаге« земље у транзицији, јер мери ресурсе који улазе у земљу да би се финансирала домаћа инвестициона тражња која је већа од

домаће штедње. Према том становишту, дефицит текућег рачуна одражава успех структурних реформи, због кога је и уследио прилив капитала, инвестиција и, последично, раст БДП-а.

У другом случају, дефицит текућег рачуна платног биланса може указивати на опасну неравнотежу између домаће штедње и инвестиција и нагомилавање дугова који не могу бити сервисирани. Другим речима, тај дефицит може бити резултат лошег управљања процесом транзиције, када неравнотежа постаје неодржива. Тада долази до кризе екстерног сектора, која се може јавити у облику валутне кризе или кризе спољног дуга.

Промена нивоа спољног дуга наше земље како у бруто, тако и у нето износу није у корелацији, базираној на теоријским претпоставкама, са висином дефицита текућег платног биланса. Тако, на пример, у наредном периоду, до краја текуће деценије, предвиђа се мање више стабилан ниво спољне задужености земље, упркос настављању тренда дефицита текућег платног биланса. Штавише, захваљујући тенденцији повећања девизних резерви предвиђа се одређено смањење нето спољне задужености.

Одсуство везе између дефицита текућег платног биланса и нивоа спољне задужености земље, узроковано релативно високим увозом капитала који не повећава дуг (стране директне инвестиције и део замене девиза за динаре у мењачницама у оквиру биланса капитала), у многоме ће олакшати одрживост спољног дуга. У циљу одрживости спољног дуга, потребно је поред смањења дефицита текућег платног биланса, мање више непромењеног нивоа бруто спољне задужености, одређеног смањења нето задужености остварити стопу привредног раста изнад 5%, као и бржи раст извоза робе и услуга од увоза.

Ако Народна банка Србије настави са политиком креирања примарног новца и новчане масе у складу са кретањем нето девизне активе, као и политиком руковођене флексибилности курса динара, не би требало очекивати тешкоће у сервисирању спољног дуга. Тако, на пример, у условима мањег нето увоза капитала од предвиђеног дошло би до смањења нето иностране активе Народне банке Србије. То би, затим, утицало на смањење количине примарног новца и новчане масе, као и на повећање понуде и смањење тражње девиза, чиме би се омогућило несметано сервисирање спољног дуга. Осим тога, Народна банка Србије би могла, у условима смањења нето девизних резерви да смањи продају девиза на девизном тржишту. То би утицало на опадање међународне вредности динара, повећало понуду и смањило тражњу девиза и тиме омогућило нормално сервисирање спољног дуга.

При високој корелацији између динамике нето иностране активе и примарног новца и новчане масе, као што је то сада случај у нас, динамика дефицита текућег платног биланса није аутономна категорија. Промена дефицита текућег биланса је зависно променљива у односу на нето увоз капитала, укључујући отплате по спољном дугу. Тако, на пример, евентуално смањење нето увоза капитала делује путем механизма смањења нето иностране активе централне банке, смањења примарног новца и новчане масе, као и, посредством опадања спољне вредности националне валуте, на смањење дефицита текућег платног биланса. Супротно томе, пораст нето увоза капитала има за последицу пораст нето иностране активе централне банке, пораст примарног новца и новчане масе и пораст међународне вредности националне валуте, што се у крајњем рефлектује на раст дефицита текућег платног биланса.

Висок износ дефицита текућег биланса наше земље у 2003. години није имао аутономни карактер, већ је био последица високог нето увоза капитала. Најбољи доказ у прилог тој тврдњи јесте чињеница да је, упркос високом дефициту, понуда девиза, у условима спољне конвертибилности националне валуте, била већа од њихове тражње, што се манифестовало у високом расту девизних резерви.

На основу напред изнетог, следи закључак да – уколико се у наредном периоду настави са монетарном политиком везивања примарног новца и новчане масе за кретање нето иностране активе Народне банке Србије, праћеном политиком руковођено флексибилног курса динара – дефицит текућег платног биланса требало би да буде одржив. Такав дефицит би био последичног, а не аутономног карактера, односно био би функција висине нето увоза капитала и одржања девизних резерви земље на адекватном нивоу.

Имајући у виду претходно дефинисани механизам прилагођавања, односно под претпоставкама дефинисаним у основном сценарију, Србија неће имати кризу спољног дуга до 2010. године.

2.3. Структура дефицита текућег рачуна платног биланса и његовог финансирања

Висок трговински дефицит је проблематичнија компонента текућег рачуна платног биланса од негативних нето неробних трансакција, јер може значити постојање структурног проблема конкурентности. Самим тим је дугорочног карактера, за разлику од осталих компоненти текућег биланса које су подложне реверзибилности, као што су нето приходи од мењачких послова, нето текући трансфери и донације.

Учешће неких компонената платног биланса Србије у БДП-у, у %

	Салдо трговинског биланса	Кamate (нето)	Дознаке (нето)	Донације (званична помоћ)	Мењачки послови	Текући рачун (салдо)	Стране директне инвестиције (нето)
2000.	-17,3	-0,0	2,6	3,2	1,4	-2,4	0,6
2001.	-18,8	-0,2	0,3	5,3	7,1	-2,2	1,5
2002.	-22,9	-0,7	1,1	3,5	9,0	-10,0	3,3
2003.	-24,0	-0,8	2,0	2,5	8,0	-10,2	7,2

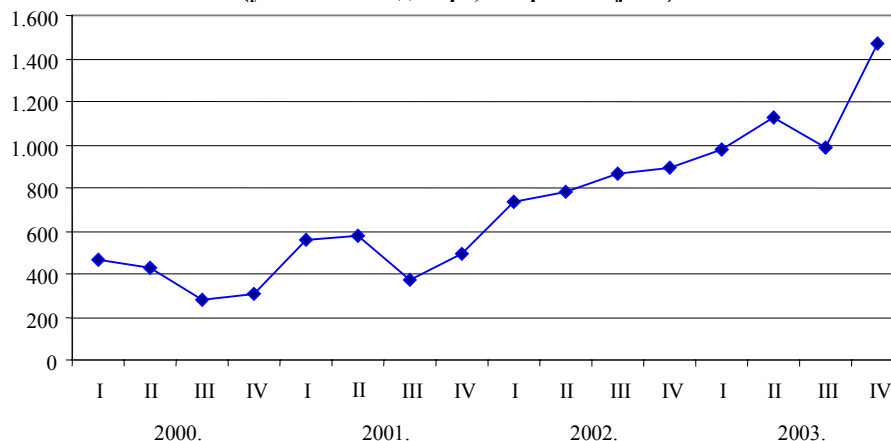
Извор: НБС.

Укупан биланс роба и услуга у периоду 2000–2003. године показује знатно погоршање, са 1.489 милиона долара (17,3% БДП-а) у 2000, преко 2.004 милиона долара у 2001. (18,8% БДП-а) и 3.272 милиона долара у 2002. (22,9% БДП-а), на 4.558 милиона долара (24,0% БДП-а) у 2003. години.

У посматраном периоду приходи од дознака као и других текућих трансфера, званична помоћ и нето приходи по мењачким пословима имали су позитиван допринос покривању трговинског дебаланса. Прилив средстава од иностранства по основу кредита као и пораст директних страних инвестиција омогућили су покривање текућег дефицита и стабилан пораст девизних резерви земље.

Дефицит трговинског биланса (робе и услуга)

(у милионима долара, по тромесечјима)



Извор: НБС.

2.4. Пројектовани спољнотрговински дефицит и стабилност постојећег дуга

Основни елементи за израчунавање спољнотрговинског дефицита/суфицита који гарантује стабилност постојећег дуга јесу висина спољног дуга, стопа раста БДП-а и каматна стопа на спољни дуг, односно

$$tb_t^R = (r_t - g_t)d_t,$$

при чему је:

tb_t^R – неопходан ниво дефицита (суфицита) трговинског биланса (у односу на БДП),

d_t – однос укупног спољног дуга и БДП-а,

r_t – просечна ефективна каматна стопа на спољни дуг,

g_t – стопа раста БДП-а у години $m+1$ у односу на годину m .

На приказани начин израчунати су неопходни износи трговинског дефицита (tb_t^R) у претходним и наредним годинама који би гарантовали стабилност постојећег обима дуга. У ту сврху, претпостављено је да ће обим задужености у периоду од 2004. до 2009. године остати на апсолутном нивоу с краја 2003. године. Та претпоставка је усвојена да би се утврдила стабилност садашњег обима задужености (претпостављено је да неће бити додатног задуживања) у наредном периоду. Каматну стопу на спољни дуг проценили смо на 3,2% на основу стања дуга и плана отплата за наредни период, док је стопа раста БДП-а варирана у распону од 2% до 5%.

Јаз у финансијским ресурсима представља разлику између оствареног и неопходног трговинског дефицита. Из наредне табеле види се да се јаз у периоду 2000–2003. продубљивао и да је главни узрок таквог кретања пораст удела дефицита биланса робе и услуга у БДП-у. При постојећим пројекцијама за 2004. годину очекује се смањење тог јаза.

Година	Стопа раста БДП-а	Каматна стопа ¹⁾	Дуг/БДП	Неопходни дефицит трговинског биланса (као % БДП-а)	Остварени дефицит трговинског биланса (као % БДП-а)	“Јаз”	Дуг у млн долара
2000.	5,0	3,0	1,32	-3,30	-17,31	-14,01	10.789,3
2001.	5,5	3,0	1,04	-1,04	-18,80	-17,76	11.076,3
2002.	4,0	3,0	0,78	0,00	-22,91	-22,91	11.162,2
2003.	3,0	3,0	0,71	-1,07	-24,01	-22,94	13.482,1

¹⁾Према процени Центра за истраживања (НБС).

Неопходни дефицит и јаз између неопходног и пројектованог⁸ дефицита биланса робе и услуга приказани су у наредним табелама по годинама и за различите стопе раста

⁸Пројекција Народне банке Србије и ММФ-а.

БДП-а. Раст економске активности од пресудног је значаја за стабилност спољног дуга, тј. за смањење његовог удела у БДП-у. Очигледно је да ће са повећањем стопе раста БДП-а за конкретну годину јаз бити све мањи. При стопама раста БДП-а вишим од каматне стопе на спољни дуг, имали бисмо простора и за дефицит у билансу робе и услуга. Међутим, у случају нижих стопа раста БДП-а морали бисмо да остваримо чак и суфицит у билансу робе и услуга.

Неопходни суфицит (дефицит) трговинског биланса¹⁾ (за различите стопе раста БДП-а), у % БДП-а

Година	2%	3%	4%	5%
2000	-3,30	-3,30	-3,30	-3,30
2001	-1,04	-1,04	-1,04	-1,04
2002	0,00	0,00	0,00	0,00
2003	-1,07	-1,07	-1,07	-1,07
2004.	0,75	0,12	-0,50	-1,12
2005.	0,73	0,12	-0,48	-1,07
2006.	0,72	0,12	-0,46	-1,02
2007.	0,71	0,11	-0,44	-0,97
2008.	0,69	0,11	-0,43	-0,92
2009.	0,68	0,11	-0,41	-0,88

¹⁾Претпоставка: укупан спољни дуг у посматраним годинама је на нивоу из 2003. године, док је каматна стопа на спољни дуг израчуната на основу пројекције плана отплате спољног дуга ММФ-а.

Јаз између неопходног и пројектованог дефицита¹⁾ (за различите стопе раста БДП-а), у % БДП-а

Година	2%	3%	4%	5%
2000	-14,92	-14,92	-14,92	-14,92
2001	-17,76	-17,76	-17,76	-17,76
2002	-22,91	-22,91	-22,91	-22,91
2003	-22,94	-22,94	-22,94	-22,94
2004.	-20,48	-19,85	-19,23	-18,61
2005.	-21,57	-20,75	-19,95	-19,17
2006.	-22,21	-21,19	-20,21	-19,26
2007.	-22,92	-21,68	-20,51	-19,39
2008.	-23,05	-21,61	-20,26	-18,98
2009.	-23,06	-21,43	-19,90	-18,49

¹⁾Претпоставка: укупан спољни дуг у посматраним годинама је на нивоу из 2003. године, док је каматна стопа на спољни дуг израчуната на основу пројекције плана отплате спољног дуга ММФ-а.

Уколико би се трговински дефицит сваке године смањивао (повећавао) имали бисмо смањење (повећање) јаза. У крајње оптимистичкој варијанти, смањење трговинског дефицита (израженог у доларима) од 10% годишње би, при стопи раста БДП-а од 5% годишње, довело до пада јаза у 2009. години на $-7,9\%$ БДП-а. Са друге стране, у песимистичкој варијанти, уколико би трговински дефицит у наредном периоду растао по стопи од 10% годишње и БДП по стопи од 2% годишње, јаз би у 2009. години достигао чак $-28,4\%$ БДП-а.

Неопходан, али не и довољан, услов солвентности земље јесте тај да се стање спољног дуга у бруто друштвеном производу не повећава (то наравно не важи када је

екстремно висок дуг). Када учешће дуга у БДП-у расте, онда се повећава и финансијски јаз, тј. разлика између оствареног трговинског биланса и трговинског суфицита (дефицита) који је неопходан да би се стабилизовао однос између дуга и БДП-а. Јаз ће бити већи уколико расте удео дуга у БДП-у и/или уколико је реална просечна каматна стопа на спољни дуг већа од стопе раста реалног БДП-а.

3. Моделске пројекције одрживости спољног дуга

3.1. Основи емпиријске анализе

Анализа одрживости спољног дуга извршена је помоћу модела који омогућава симултано пројектовање БДП-а, платног биланса, цена и курса.

Тестирање различитих сценарија заснива се на променама циљних варијабли које репрезентују алтернативне економске политике. Те варијабле су:

- раст реалног БДП-а,
- удео извоза робе и услуга у БДП-у (укључене и испоруке Црној Гори и Косову и Метохији), што имплицира раст извоза,
- удео инвестиција у БДП-у,
- удео дефицита робе и услуга у БДП-у (додата средства за расподелу),
- СДИ као проценат укупних инвестиција,
- структура новог задуживања, и
- удео јавне потрошње у БДП-у.

Поред наведених, варијабле са, експлицитно или имплицитно, предетерминисаном динамиком су следеће:

- инфлација, исказана стопом раста цена на мало,
- промена курса евра у односу на цене на мало⁹,
- примењени дефлатори, с обзиром на претходне две позиције,
- курс евра у односу на долар је фиксиран¹⁰,
- девизна штедња, мењачнице, прилив/одлив у размени са Црном Гором и Косовом и Метохијом су процењени у складу са растом БДП-а у доларима,
- донације закључно са 2005. према процени ММФ-а (“испод црте”), а после процењене према опадајућој динамици,
- краткорочне линије у нето износу на нивоу 2004,
- комерцијално задуживање је на 5 година и са годишњом каматном стопом од 5%,
- девизне резерве (НБС и банака) у 2004. према пројекцији, а након тога да покривају од 5 до 5,5 месеци увоза робе и услуга пројектованог за наредну годину, и

⁹ Претпостављено је да курс евра у 2004. расте брже од цена на мало за 2%, у 2005. за 1%, у 2006. раст је изједначен, у 2007. курс евра заостаје за 1%, у 2008-2010. за 2% (уједначавање релативних цена). Претпоставка је да је годишњи раст цена у зони евра 2%. То значи реалну депрецијацију од 4% у 2004, затим 3%, 2%, 1%, респективно, у годинама 2005-2007, односно уједначавање релативних цена у последње три године.

¹⁰ 1 евро = 1,25 долара.

- план отплате дуга са стањем на дан 31. децембра 2003. године дефинисан је под претпоставком завршетка аранжмана са ММФ-ом, односно планираним отписом 15% обавеза према Париском клубу поверилаца, као и закључењем споразума са Лондонским клубом поверилаца под сличним условима, с тим да се први део главнице плати 2010. године.

План отплате спољног дуга и друге, претходно наведене, опште претпоставке укључене у модел дате су у табелама 4-5.

Дакле, дуг затечен на дан 31. децембра 2003, као и план његових анuitета, третиран је као датост, према структури изнетој у Табели 5. Нови спољни дугови, ван затечених на пресечни дан, декомпоновани су на гарантоване кредите (од којих су неки већ закључени, а остали процењени у варијантама по кредиторима, периоду почека, роковима отплате и каматама) и комерцијалне кредите. Из овога су изведени годишњи анuitети по појединачним сценаријима.

Испитиване су пројекције у периоду до 2010. године. У свим анализираним варијантама, после те године критеријуми одрживости падају на безбедно одстојање испод критичних граница или је до кризе дуга већ дошло.

При таргетирању, уважено је да циљне варијабле нису међусобно независне – будући привредни раст и раст извоза зависе од испуњавања инвестиционог циља и могућности финансирања дефицита у текућим трансакцијама платног биланса, као и од структуре увоза и спољнотрговинског дефицита, итд.

С обзиром на то да се овде испитује одрживост сервисирања спољног дуга за Србију, користи се њен званични платни биланс¹¹, али се, због односа са Црном Гором и Косовом и Метохијом, јавља проблем дефинисања нето извоза у билансу БДП-а (дефицита извоза и увоза робе и услуга). Са гледишта биланса БДП-а, Црна Гора и Косово и Метохија су нерезидентна подручја, односно увозу и извозу се додају набавке и испоруке са ова два подручја, респективно¹².

Будући да не постоје неки унапред задати апсолутни критеријуми одрживости спољног дуга, у моделу се прати један број кључних показатеља – стопа сервисирања дуга, однос величине спољног дуга према БДП-у и према извозу робе и услуга, сервисирање спољног дуга према БДП-у. Као релевантна, изабрана су два критеријума, и

¹¹ Све пројекције платног биланса полазе од извршења платног биланса Србије, са једном изменом која није битна за овај рад. Наиме, 100 милиона долара увоза робе пребачено је из 2003. у 2002. годину по основу премештања датума «пресецања» обраде царинских декларација са 6. на 16. јануар.

¹² Испоруке и набавке са ових подручја репрезентују се подацима НБС о приливу и одливу по основу Закона о промету на територији СРЈ. На тај начин је поступио и РЗС приликом израде биланса БДП-а за 2002, који је представљао полазиште при оцењивању номиналне вредности БДП-а за 2003. и проценама за наредне године.

то: (1) стопа сервисирања дуга, дефинисана као процентуално учешће годишњих плаћања за главницу и камате (сервис дуга) у приливу од извоза робе и услуга; и (2) учешће сервиса дуга у БДП-у. Критичне границе вредности појединих показатеља, по правилу, одређују се арбитрарно. На основу међународног искуства, као критична граница за стопу сервисирања дуга узета је 25%, а за оптерећење БДП-а 7,5%-8%. Искуство показује да извесно инцидентно прекорачење једне од њих на кратак рок, по правилу, не води у екстерну неликвидност. С друге стране, њихово прекорачење или остајање на њима током неколико узастопних година представља напрезање, које, по правилу, води прекиду уредног сервисирања дуга.

3.2. Резултати моделске пројекције

3.2.1. Основни сценарио

Овај сценарио, као и остали, полази од претпоставке наставка реализације трогодишњег аранжмана са ММФ-ом, што подразумева најављено одобравање двеју транши у јуну 2004. Подразумева се и испуњавање критеријума извршења, индикативних и структурних критеријума из тог аранжмана, те доношење предвиђених системских закона, кључних за повећање инвестиција. Даље, то претпоставља стабилне институције, кључне за свођење инвестиционог ризика у толерантне границе.

Циљне варијабле основног сценарија

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Раст реалног БДП у %	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Удео извоза робе и услуга у БДП у %	19,4	24,2	26,2	27,7	30,0	31,6	32,7
Удео инвестиција у БДП у %	15,8	17,8	20,0	22,0	23,5	25,0	25,0
Удео дефицита робе и услуга у БДП у %	-20,0	-18,5	-17,0	-15,5	-13,5	-12,0	-11,0
Удео СДИ у укупним инвестицијама у %	23,7	25,0	26,0	27,0	26,0	23,0	20,0
Удео јавне (колектив.) потрошње у БДП у %	19,0	17,0	15,8	15,0	14,2	13,4	12,7
Стање новог задуживања у мил. долара	1.424	2.520	3.443	4.165	4.604	4.886	4.951
Гарантовани кредити	924	1.792	2.497	3.019	3.289	3.373	3.228
Комерцијални кредити	500	728	946	1.146	1.315	1.513	1.723

Удели извоза у БДП-у изведени су на основу циљних удела са укљученим испорукама Црној Гори и Косову (за 2010. то износи 35% БДП-а). Тим уделима у овом сценарију се имплицира просечан раст доларске вредности извоза од 15,4% годишње. Нивои инвестиција су пројектовани уз уважавање искуства успешних земаља у

транзицији¹³; у овом сценарију то значи реалан раст инвестиција у 2005. по стопи од 10%, у годинама 2005-2007. између 17% и 18%, затим стабилизацију раста на око 12%.

У билансу инвестиција Србије домаћа штедња има негативан предзнак – укупне инвестиције се финансирају из иностране штедње (путем кредита или СДИ) и из штедње наших грађана у иностранству (дознаке), а део тих средстава покрива потрошњу. Према процени, у 2003. то је износило 8-9% БДП-а. Негативан предзнак домаћа штедња ће задржати и у 2004. и 2005. години. Тек у 2006 – уколико се остваре претпоставке из основног сценарија у погледу раста БДП-а и потрошње – домаћа штедња ће добити позитиван предзнак, постаће компонента укупних извора из којих се финансирају инвестиције.

С обзиром на опште услове и до сада остварена кретања привредне активности, очекивани раст у 2004. години се не доводи у питање. Очекивани раст у наредним годинама је функција наставка процеса приватизације и повећања удела инвестиција у употреби БДП-а. С обзиром на пројектовано повећање удела инвестиција и смањење вредности нето извоза (смањење дефицита робе и услуга), оштра редукција реалног раста потрошње се пре свега мора манифестовати на јавну потрошњу и њене издатке за колективну потрошњу (што морају да обезбеде носиоци економске политике, како би се концепт одржао у социјално издрживим границама).

Тако дефинисане циљне варијабле одређују дефицит текућих трансакција у платном билансу (пре донација)¹⁴, са изузетком салда камата, чија пројекција зависи од пројектованог задуживања. Тај дефицит и пројектовано повећање девизних резерви покривају се суфицитом у капиталном билансу (и донацијама). Када се изузму ставке «остали капитални прилив»¹⁵ и салдо краткорочних трансакција, који је занемарљив – затварање биланса остварује се салдом дугорочних и средњорочних кредита и нето приливом од страних инвестиција (СДИ). У томе је део већ уговорених кредита који су укалкулисани (са каматама у текућем билансу) као нови гарантовани кредити.

Укратко: одрживост спољног дуга зависи од пројектоване структуре средстава којима ће се затварати преостали јаз, посебно од релативног значаја СДИ и услова

¹³ На питање да ли су пројектоване СДИ високе, одговор треба тражити у успешним земљама у транзицији: карактеристичан је пример Мађарске, у којој је удео СДИ у укупним инвестицијама 1993-97. износио у просеку око 29% (или око 8% БДП-а). У Бугарској, након увођења валутног одбора 1997, удео СДИ у укупним инвестицијама је током пет година скочио на просечно 41%, итд

¹⁴ Овде се под салдом текућих трансакција подразумева његова вредност пре донација, а донације се исказују одвојено, као ставка која заједно са суфицитом капиталног биланса покрива дефицит текућих трансакција и повећање девизних резерви.

¹⁵ Салдо аванса за извоз, мењачница и штедње из земље, лоро чекова, сервисирања старе штедње и сл.

кредитирања (уговорене камате, периода отплате и почека). У овом сценарију та дилема је решена на следећи начин:

- СДИ су пројектоване као назначени удео у укупним инвестицијама (у 2003. је остварено 47,8%). Будући да су дате у нето износу, њихов удео расте од 25% до 27% средине пројектованог периода – након тога опада (репатријација профита);
- у оквиру новог гарантованог дуга укалкулисано је предвиђено задужевање и претпоставка о реализацији новог концесионалног кредита Светске банке од 550 милиона долара (који се повлачи у периоду од средине 2005. до средине 2008), од чега за Србију 90%, са структуром: 40% ИДА, (рок отплате 20 година, почек 10 година и камата 0,75%), 60% ИБРД (рок 20 година, почек 6 година, камата 2,5%); затим ЕИБ од 250 милиона евра у три године (са роком отплате од 15 година, почеком од 5 година и каматом 4,2%) и ЕБРД од 300 милиона евра у две године (са роком отплате од 11 година, почеком од 5 година и каматом 4,2%), а преостали јаз је покривен кроз билатералне кредите; и
- ново комерцијално задужење је пројектовано на нивоу од 10% укупних инвестиција.

Основни резултати моделске симулације¹⁶ су:

- дуг расте у апсолутном износу (са почетног стања од 13,5 милијарди долара у 2003) до 2007. на 16 милијарди долара. Почев од 2008. опада – до 15 милијарди долара у 2010. До 2006. удео дуга у БДП-у остаје висок, око 68%; у 2007. износи око 66%, а у 2010. опада на 50%;
- оптерећење БДП-а сервисом дуга у 2007. износи 5,5%, 2008-2009. је максимално и налази се у распону 6,8-6,6%, док у 2010. пада на 6,1%;
- стопа сервисирања дуга највећа је у периоду 2007-2009, али остаје у релативно прихватљивом распону 20,2-22,6%; а у 2010. пада на 18,8%; и
- сценарио је социјално напрегнут, јер реални раст потрошње мора остати испод 2% (у томе лична потрошња 2-3% годишње), осим у 2010, када се пење на 4% (лична 5%).

Критични период за сервисирање спољног дуга је период 2007-2009. Сценарио са пројектованим концесионалним кредитима осигурава релативно безбедан пролаз кроз тај период, мада напрегнут, будући да се максимално оптерећење протеже кроз три године.

¹⁶ Видети табеле 6-7.

Ризици у овом сценарију не леже у концесионалним кредитима, већ на другој страни. Главни ризик везан је за могућности економске политике да реални раст потрошње држи у наведеним границама, да у том оквиру реално смањује колективну потрошњу и да та политика почне да се спроводи већ у 2004. години. У том погледу, у флуидној политичкој ситуацији и, практично, у перманентном предизборном стању перманентан је и ризик суочавања са јаким социјалним притисцима. Када је реч о потрошњи и формирању средстава за потрошњу, на искушењу се може наћи фискална политика (како са обезбеђивањем средстава за зараде и пензије, тако и са субвенцијама) – али и политика зарада у делу јавног сектора који чине велика јавна предузећа. Евентуални застој у приватизацији повећава те ризике. Пробој потрошње значи мање инвестиције, редукацију привредног раста и раста извоза, те повећање стопе сервисирања дуга и оптерећења БДП-а сервисом дуга. Повратно – овакав сценарио би поставио питање одрживости пројектованих СДИ и концесионалних дугова. У наредним сценаријима показаће се како се то рефлектује на *одрживост сервисирања дуга*. Постоји и ризик да се показатељи одрживости спољног дуга погоршају, уколико дуг према Лондонском клубу поверилаца буде сервисирањем под условима неповољнијим од оних који су претпостављени у плану отплата, тј. услова Париског Клуба. Али није вероватан такав исход који би у овом сценарију, сам по себи, показатеље *одрживости* гурнуо преко критичних граница.

Присутни су и ризици чије је извориште политичке природе (сарадња са Хашким трибуналом и сл.), а који би могли да узрокују погоршање услова задуживања и трговине са развијеним земљама, већу процену ризика инвестирања у Србији, једном речју – да сруше овај сценарио.

Укратко: сервисирање страног дуга и читав овај сценарио су одрживи уколико се сложе претпоставке о политичкој стабилности и о ефикасности привредног система и економске политике.

3.2.2. Сценарио без концесионалних кредита

Циљне варијабле су идентичне са основним сценаријом. Разлика је у томе што, након предвиђеног задуживања, претпоставка је да нема нових кредита Светске банке¹⁷. Тиме створен јаз покривен је повећањем код билатералних кредитора са роком отплате на 10 година и почеком од једне године.

¹⁷ Ради се о кредиту Светске банке од 550 милиона долара поменутом у оквиру основног сценарија.

Циљне варијабле основног сценарија без концесионалних кредита (измене у односу на основни сценарио)

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Стање новог задуживања у мил. долара	1424	2519	3413	4142	4600	4885	4897
Гарантовани кредити	924	1791	2467	2996	3286	3373	3174
Комерцијални кредити	500	728	946	1146	1315	1513	1723

У овој варијанти основног сценарија стање дуга је у другој половини периода нешто веће (али не битно), јер је укалкулисано додатно задуживање за покриће већих камата. Основни резултати овог сценарија су следећи¹⁸:

- дуг расте у апсолутном износу до 16 млрд долара у 2007, после опада до 14,9 млрд долара у 2010. У релативном односу према БДП-у је 68% до 2006, у 2007. 65,7%, а до 2010. опада на 49,9%;
- оптерећење БДП-а сервисом дуга је нешто повећано: у 2007. износи 5,75%, 2008-9 око 7%, а у 2010. пада на 6,4%; и
- повећана је и стопа сервисирања дуга (сервис главнице и камата у односу на извоз робе и услуга) 2007. 20,8%; у 2008. и 2009. је највеће, 23,3% и 21,5%, у 2010. пада на испод 20%.

Максимална вредност стопе сервисирања дуга у 2008. години премашује ону из првог теста за 0,7 процентних поена. То је испод критичних 25%, али је сервис напрегнут током четири узастопне године, што указује на поштравање ризика.

Ризицима у овом сценарију могу се додати и ефекти промене курса. Ако је просечна вредност долара у целом посматраном периоду на нивоу 1 евро = 1,20 долара, то стопу сервисирања дуга повећава за око 0,3 процентна поена, итд. На другој страни, сваки проценат реалне депрецијације (изнад пројектоване) повећава стопе сервисирања дуга за приближно четвртину процентног поена. Примера ради, ако комбинујемо јачање долара према еврју за десетак процената и додатно депрецирамо динар према еврју за 4%, критична граница од 25% за стопу сервисирања дуга ће бити премашена.

3.2.3. Сценарио са споријим растом

Циљ овог сценарија је тестирање доње границе привредног раста у коме сервис дуга, иако напрегнут, остаје одржив. Због тога је, сем у 2004, смањена пројектована стопа раста БДП-а на 3% а удео СДИ у укупним инвестицијама до 2008. је задржан на 24%, колико је приближно пројектовано за 2004. годину; остале циљне варијабле су задржане. Мањи прилив повлашћених кредита компензован је повећањем

¹⁸ Видети табеле 7-8.

комерцијалног задуживања у 2007. на 11% и даље на 15% укупних инвестиција. Иако се задржавају иста циљна учешћа извоза и укупних инвестиција, ипак се, због нижег привредног раста, имплицирају и ниже реалне стопе раста извоза, потрошње и инвестиција. Истовремено, то значи да се у критичне године улази са нижом вредношћу БДП-а и извоза. Просечан раст доларске вредности извоза од око 13% показује се тако као доња граница раста извоза, при коме стопа сервисирања дуга не прелази битно критичну вредност од 25%.

Циљне варијабле сценарија са споријим растом (измене у односу на основни сценарио)

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Раст реалног БДП у %	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Удео СДИ у укупним инвестицијама у %	24	24	24	24	24	23	20
Стање новог задуживања у мил. долара	1.424	2.353	3.304	4.145	4.641	4.913	4.986
Гарантовани кредити	924	1.632	2.382	2.997	3.087	2.954	2.662
Комерцијални кредити	500	721	923	1.148	1.555	1.959	2.324

Остале циљне варијабле су као у основном сценарију. Али, спорији раст БДП-а, као што је већ речено, има за последицу и ниже стопе раста извоза и инвестиција при непромењеним уделима у БДП-у. Тако, просечан раст доларске вредности извоза у годинама 2005-2010. износи 13,6%. Реалан раст инвестиција у годинама 2005-2007. је нешто испод 15% и око 10% у наредне две године

Основни резултати овог сценарија су следећи¹⁹:

- дуг расте у апсолутном износу до 16 милијарди долара у 2007, а после опада до 15 милијарди долара у 2010. години. У односу на БДП, дуг се до 2007. углавном задржава на око 70%, а до 2010. опада на 56%;
- оптерећење БДП-а сервисирањем дуга је знатно повећано: у 2007. износи 6,1%, 2008-10. је у распону 7,8%-8,1%;
- стопа сервисирања дуга у 2007. се пење на 22%; у периоду 2008-2010. налази се у распону 24%-26%. Дакле, сервис је напрегнут током четири узастопне године.

Под уведеним претпоставкама, раст БДП-а од 3% годишње се показује као доња граница одрживости сервисирања дуга. Међутим, ако би био започет овакав сценарио, он се не би могао одржати. У овом сценарију би стопа сервисирања дуга била пређена због изостанка концесионалних кредита и нижег раста извоза, који би уследио зато што пројектовано учешће извоза у БДП-у не би могло бити достигнуто. Поред тога, овај сценарио је и социјално неодржив, јер имплицира реалан пад потрошње од 2005. до

2009. године. То би захтевало редукацију инвестиционог циља, а тиме и извозног, са даљим опадањем раста БДП-а као последицом. Ако би се извозни циљ редуковао на 30% учешћа у 2010. (јер су мање инвестиције), стопа сервисирања дуга се пење до 29% – дакле, сервисирање је – чак и под претпоставком да се реализује отпис преосталих 15% дуга према Париском клубу – неодрживо!

У суштини, економска политика би била усмерена на одржавање достигнутог нивоа потрошње. Вероватни исход започињања сценарија са нижим растом било би прерастање у нови сценарио, са принудно измењеним циљним варијаблама. Раст БДП би се редуковао – након 5% у 2004. и по 3% у 2005-6 – на 1% у преосталим годинама текуће деценије. После 2005. СДИ би се задржале на на приближно упола мањим износима од оних у основној варијанти (у амбијенту рецесије, успорених реформи и социјалних тензија и ово је оптимистичка пројекција). Задржавају се циљани удели инвестиција у БДП до 2006. на 16,5% БДП, после тога – у складу са редукацијом раста БДП и нужношћу да стопе раста потрошње не пређу у негативну зону – падају до 14,5% у 2010. Али то значи и ниже стопе раста инвестиција – на око 5% у 2005-6. и негативне стопе раста (опадање) после тога. То искључује перспективу убрзања раста у наредним годинама. У једном оваквом сценарију у платном билансу у периоду 2006-2010. јавио би се финансијски гап од 600-900 милиона долара годишње. И без његовог покривања новим комерцијалним задуживањем – које вероватно не би ни било могуће – стопа сервисирања дуга у 2008. се пење на око 30%, да би се и у 2010. задржала у зони изнад границе од 25%.

Дакле, криза екстерне ликвидности, под наведеним претпоставкама, била би извесна. Дефицит трговинског биланса би морао реско да се смањи, ако не и да изостане. Поука са почетка 1980-тих је да - у немогућности економске политике да прилагоди потрошњу у земљи – томе следи дугорочни пад инвестиција, висока инфлација и деценијска стагнација (нема привредног раста).

¹⁹ Видети табеле 9-10.

3.3. Сводна оцена резултата моделских пројекција

Стабилан привредни раст од око 5%, раст извоза од око 15% и финансирање дефицита биланса текућих трансакција (са опадајућим уделом у БДП-у) у платном билансу претежно путем СДИ и кредита под концесионалним условима (са великим периодом почека, дугим роковима отплате и ниском каматом) – основне су претпоставке одрживости сервисирања спољног дуга и избегавања кризе екстерне ликвидности, посебно у критичном периоду од 2007. до 2009. године. Комерцијални кредити морају остати у границама до 10% укупних инвестиција. За остваривање тих претпоставки неопходни су и одговарајући политички услови, који ће омогућити стабилно функционисање економског система, брз наставак приватизације и ефикасну макроекономску политику. Мора се створити амбијент који ће стимулисати инвестирање из домаће и иностране штедње и подизање инвестиција до краја ове деценије на најмање 25% БДП-а. Потпуна економска сарадња са иностранством и повољан третман у међународним финансијским организацијама су такође један од императива.

У јавности се – и од стручних ауторитета – износе оцене да је, с обзиром на висину затеченог дуга, свако ново задуживање и повећавање стања дуга ризично и да га треба избећи, чак и када је реч о кредитима под концесионалним условима, са екстремно ниском каматом, врло дугим периодом почека и роком отплате. Овде пројектовани кредити тог типа су, у суштини, кључ одрживости спољног дуга, кључ за безбедни пролаз кроз критични период. Они, истина, на три или четири године задржавају висок ниво задужености (око две трећине БДП-а), али не оптерећују отплате главнице и незнатно повећавају издатке за камате, утирући пут за будуће смањење релативног нивоа дуга. Замена за те кредите могу бити само веће СДИ, а не брже смањивање дефицита робе и услуга. Ово потоње би сузило простор за укупну домаћу тражњу и наметнуло непожељан избор између нижег инвестиционог циља и негативних стопа раста потрошње. Једина права алтернатива би био бржи привредни раст од пројектованог, али он тражи веће инвестиције у целини (укључујући и СДИ).

За очување екстерне ликвидности се као доње границе показују привредни раст (реални раст БДП-а) од 3% годишње и раст доларске вредности извоза од 13%, али је овакав сценарио тешко одржив из социјалних разлога – због потребе да у низу од неколико година потрошња реално опада. Анализирани параметри могу се мењати под утицајем политике девизног курса и међувалутних односа, али је њихов очекивани утицај маргиналан у односу на оне који су овде наглашени.

Све политичке активности морале би да имају у виду чињеницу да је време веома оскудан фактор у избегавању дубоке и дуготрајне економске кризе. Претпоставке за одржив привредни раст (а тиме и за одрживост спољног дуга) засноване су на структурним променама, које се највећим делом морају обезбедити већ током 2004. године.

П р и л о з и

Табела 1.

СПОЉНИ ДУГ СРБИЈЕ¹⁾

у милионима долара

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004. Март
А. ДУГОРОЧНИ И СРЕДЊОРОЧНИ ДУГ	9.427,3	9.867,6	9.959,6	12.243,9	12.258,7
Међународне финансијске организације	2.197,0	2.399,4	3.322,3	4.479,8	4.393,1
IMF	143,0	256,4	531,6	859,5	816,3
IBRD	1.538,0	1.601,7	1.893,3	2.269,8	2.214,6
IDA	0	0	167,8	273,1	272,8
EUROFIMA	120,0	122,3	147,9	156,4	148,7
IFC ²⁾	106,0	135,1	169,7	239,5	238,6
EIB	256,0	49,3	107,3	194,8	195,6
ЕС	0	197,5	233,4	324,8	316,9
MIB ³⁾	10,0	11,0	0	0,0	0
EBRD	0	2,0	44,2	131,5	160,0
EUROFOND - СЕВ	24,0	24,3	27,1	30,3	29,6
Владе и владине агенције	4.357,2	4.344,1	3.100,0	3.429,4	3.425,6
Париски клуб	3.886,6	3.791,7	2.516,2	2.808,9	2.782,0
- консолидовани дуг ⁴⁾	3.872,5	3.776,0	2.432,0	2.658,8	2.620,3
- дуг закључен после 20. 12. 2000.	14,1	15,7	84,2	150,1	161,7
Остале владе ²⁾	470,6	552,4	583,9	620,5	643,6
Кина	160,0	224,2	240,7	257,9	266,8
Либија	32,9	34,5	36,2	38,1	38,1
Кувајт	277,7	293,7	306,9	318,0	320,3
Остале				6,6	18,5
Лондонски клуб ⁵⁾	2.235,8	2.267,1	2.408,3	2.698,7	2.708,1
Остали кредитори	637,2	857,0	1.129,0	1.636,0	1.731,9
Б. КРАТКОРОЧНИ ДУГ	1.153,0	1.025,7	1.020,2	1.055,7	1.022,8
Нафта и гас	490,0	502,0	512,6	520,2	440,3
Остало	663,0	523,7	507,6	535,5	582,4
В. КЛИРИНГ	209,0	183,0	182,5	182,5	182,5
УКУПАН ДУГ (А+Б+В)	10.789,3	11.076,3	11.162,2	13.482,1	13.463,9
Од тога:					
Косово и Метохија	1.215,2	1.150,4	1.104,8	1.322,1	1.297,3

Извор: Народна банка Србије.

Напомена: Стање крајем периода и према курсевима на тај дан.

¹⁾ Стање дуга Србије укључује дуг Косова и Метохије по кредитима који су закључени пре доласка мисије KFOR-а.²⁾ Дуг према овим кредиторима је углавном нерегулисан и делом је у доцњи.³⁾ Поверилац по овом кредиту више није Међународна инвестициона банка, Москва, него PFHC Establishment, Лихтенштајн, и од 2002. обавезе према овом кредитору обухваћене су у ставци Остали кредитори.⁴⁾ Дуг према Париском клубу поверилаца консолидован је новембра 2001, када је уговорено да се отписи и остали услови репрограма примене 22. марта 2002.⁵⁾ Искључен дуг откупљен од стране Народне банке Југославије и других југословенских повезаних лица.

Табела 2.

СПОЉНИ ДУГ СРБИЈЕ¹⁾

у милионима евра

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004. Март
А. ДУГОРОЧНИ И СРЕДЊОРОЧНИ ДУГ	10.148,8	11.183,9	9.549,9	10.355,1	10.049,0
Међународне финансијске организације	2.365,2	2.719,4	3.185,6	3.583,0	3.601,2
IMF	153,9	290,6	509,7	687,5	669,2
IBRD	1.655,7	1.815,4	1.815,4	1.815,4	1.815,4
IDA	0,0	0,0	160,9	218,4	223,6
EUROFIMA	129,2	138,6	141,8	125,1	121,9
IFC ²⁾	114,1	153,1	162,8	191,6	195,6
EIB	275,6	55,8	102,9	155,8	160,4
EC	0,0	223,8	223,8	259,8	259,8
MIB ³⁾	10,8	12,5	0,0	0,0	0,0
EBRD	0,0	2,2	42,4	105,2	131,2
EUROFOND - СЕВ	25,8	27,5	26,0	24,2	24,2
Владе и владине агенције	4.690,7	4.923,6	2.972,5	3.305,2	2.808,1
Париски клуб	4.184,1	4.297,5	2.412,6	2.808,9	2.280,5
- консолидовани дуг ⁴⁾	4.168,9	4.279,7	2.331,9	2.126,5	2.148,0
- дуг закључен после 20. 12. 2000.	15,2	17,8	80,7	120,1	132,6
Остале владе ²⁾	506,6	626,1	559,9	496,3	527,6
Кина	172,2	254,2	230,8	206,3	218,7
Либија	35,5	39,1	34,7	30,4	31,2
Кувајт	298,9	332,8	294,3	254,3	262,6
Остале				5,3	15,2
Лондонски клуб ⁵⁾	2.407,0	2.569,5	2.309,2	2.158,5	2.220,0
Остали кредитори	686,0	971,4	1.082,5	1.308,5	1.419,7
Б. КРАТКОРОЧНИ ДУГ	1.241,2	1.162,6	978,2	844,4	838,4
Нафта и гас	527,5	569,0	491,5	416,0	361,0
Остало	713,7	593,6	486,7	428,3	477,4
В. КЛИРИНГ	225,0	207,4	175,0	145,9	149,6
УКУПАН ДУГ (А+Б+В)	11.615,1	12.553,9	10.703,1	11.345,4	11.036,9
Од тога:					
Косово и Метохија	1.308,2	1.303,9	1.059,3	1.057,4	1.063,5

Извор: Народна банка Србије.

Напомена: Стање крајем периода и према курсеву на тај дан.

¹⁾ Стање дуга Србије укључује дуг Косова и Метохије по кредитима који су закључени пре доласка мисије KFOR-а.²⁾ Дуг према овим кредиторима је углавном нерегулисан и делом је у доцњи .³⁾ Поверилац по овом кредиту више није Међународна инвестициона банка, Москва, него PFHC Establishment, Лихтенштајн, и од 2002. обавезе према овом кредитору обухваћене су у ставци Остали кредитори.⁴⁾ Дуг према Париском клубу поверилаца консолидован је новембра 2001, када је уговорено да се отписи и остали услови репрограма примене 22. марта 2002.⁵⁾ Искључен дуг откупљен од стране Народне банке Југославије и других југословенских повезаних лица.

Табела 3.

НОВИ И РЕФИНАНСИРАНИ СПОЉНИ ДУГ СРБИЈЕ¹⁾

у милионима долара

	2003.	2004. Март
Кредити закључени после 20. 12. 2000.		
А. ДУГОРОЧНИ И СРЕДЊОРОЧНИ ДУГ	2.185,1	2.341,8
Међународне финансијске организације	1.324,4	1.335,8
IMF	696,6	674,7
IDA	273,1	272,8
EUROFIMA	13,6	13,3
IFC	28,8	33,0
EIB	135,8	138,1
EC	45,0	43,9
EBRD	131,5	160,0
Владе и владине агенције	156,7	180,2
Париски клуб	150,1	161,7
Остале владе	6,6	18,5
Пољска	6,5	18,4
Мађарска	0,1	0,1
Остали кредитори	704,0	825,9
Б. КРАТКОРОЧНИ ДУГ	41,8	89,5
УКУПАН НОВИ ДУГ (А+Б)	2.227,0	2.431,4
Кредити за рефинансирање после 20. 12. 2000.		
Међународне финансијске организације	2.885,6	2.794,2
IMF - Постконфликтни зајам	162,9	141,6
IBRD	2.269,8	2.214,6
EUROFIMA	142,8	135,4
EC (рефинансиран дуг према EIB)	279,8	273,0
EUROFOND – СЕВ	30,3	29,6
Париски клуб - консолидовани дуг	2.658,8	2.620,3
УКУПАН ДУГ ПО РЕФИНАНСИРАНИМ КРЕДИТИМА	5.544,4	5.414,5
УКУПАН НОВИ И РЕФИНАНСИРАН ДУГ	7.771,4	7.845,9

Извор: Народна банка Србије.

Напомена: Према курсу на дан 31.12.2003. и 31.3.2004.

¹⁾ Стање дуга Србије са Косовом и Метохијом по кредитима који су закључени и рефинансирани после 20.12.2000.

Табела 4.

ПЛАН ОТПЛАТЕ ОБАВЕЗА ПО СПОЉНОМ ДУГУ СРБИЈЕ*

у милионима долара

		2003. отплаћено	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
А. ОБАВЕЗЕ ПО СРЕДЊОР. И ДУГОР. ДУГУ	главница	176	481	496	258	384	335	331	270
	камате	218	302	317	314	337	356	355	356
<i>Обавезе према мултилатералним инстит.</i>	главница	27	264	254	147	208	270	278	217
	камате	140	185	176	167	161	151	141	132
од чега према:									
MMF	главница	0	221	195	38	70	139	128	70
	камате	16	30	21	15	14	10	7	3
IBRD - консолидованог дуга	главница	-	-	17	51	68	79	89	89
	камате	95	114	114	113	110	106	102	98
IDA	главница	0	0	0	0	0	0	0	0
	камате	1	2	2	2	2	2	2	2
EUROFIM - I	главница	-	0	-	-	4	-	-	-
	камате	6	6	5	5	4	3	2	2
EBRD – кредити IMA	главница	2	21	9	17	15	11	19	5
	камате	3	6	6	6	5	4	3	2
<i>Обавеза према владама</i>	главница	12	19	26	33	39	44	57	50
	камате	41	53	65	78	89	99	96	93
Париском клубу-стари консолидовани дуг	главница	0	0	1	8	15	29	45	42
	камате	37	48	60	75	86	97	94	91
Обавезе према осталим владама (стари зајмови)	главница	0	0	0	0	0	0	0	2
	камате	0	4	7	8	11	14	17	19
<i>Обавезе према комерцијалним банкама (Лондонском клубу)</i>	главница	-	-	-	-	-	-	-	8
	камате	0	16	32	33	49	63	73	83
<i>Обавезе према осталим кредиторима</i>	главница	137	199	221	91	158	43	23	21
	камате	37	44	37	28	28	28	28	29
Б. ОБАВЕЗЕ ПО КРАТКОРОЧ. ДУГУ	главница	28	42	0	0	0	253	253	253
	камате	1	59	58	58	58	54	40	25
В. ОБАВЕЗЕ ПО КЛИРИНГУ	главница	-	-	-	-	-	-	-	1
	камате	0	1	2	2	3	4	5	6
УКУПНЕ ОБАВЕЗЕ - ОТПЛАТЕ (А+Б+В)	главница	204	523	501	272	406	611	611	553
	камате	218	362	377	374	399	414	400	387
СТАЊЕ ДУГА КРАЈЕМ ПЕРИОДА			12.959	12.457	12.185	11.780	11.169	10.557	10.004

Извор: Народна банка Србије

* Према стању дуга 31.12.2003. (укључен дуг Косова и Метохије по кредитима који су закључени пре доласка мисије KFOR-а).

Табела 5.

ОПШТЕ ПРЕТПОСТАВКЕ УКЉУЧЕНЕ У МОДЕЛ

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Курс долара, динара	57	58	63	67	70	72	74	76
Курс евра, долара	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Дефлатор БДП, у %	15,0	8,2	6,7	5,2	5,1	5,2	5,3	5,3
Дефлатор домаће тражње, у %	12,1	8,4	7,0	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Дефлатор потрошње, у %	12,3	8,3	6,9	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Дефлатор инвестиција, у %	10,5	8,7	7,4	5,4	4,9	4,9	4,9	4,9
Цене на мало (просечан раст, у %)	11,6	8,4	7,0	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Краткор. линије нето, млн долара	14	48	48	48	48	48	48	48
Донације, млн долара	476	300	315	250	200	200	0	0

Табела 6.

ПЛАТНИ БИЛАНС – ОСНОВНИ СЦЕНАРИО

	2004.*	2005.*	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
А. ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ							
Извоз робе	3.021	3.888	4.397	4.907	5.685	6.429	7.144
Извоз услуга	1.117	1.438	1.626	1.815	2.102	2.378	2.642
Извоз робе и услуга	4.138	5.326	6.023	6.722	7.787	8.807	9.786
<i>Коефицијент раста извоза робе и услуга</i>	<i>1,188</i>	<i>1,287</i>	<i>1,131</i>	<i>1,116</i>	<i>1,158</i>	<i>1,131</i>	<i>1,111</i>
Увоз робе	7.898	8.801	9.294	9.812	10.561	11.367	12.234
Увоз услуга	878	978	1.033	1.090	1.173	1.263	1.359
Увоз робе и услуга	8.776	9.779	10.326	10.902	11.735	12.630	13.593
<i>Коефицијент раста увоза робе и услуга</i>	<i>1,105</i>	<i>1,114</i>	<i>1,056</i>	<i>1,056</i>	<i>1,076</i>	<i>1,076</i>	<i>1,076</i>
Салдо робе	-4.877	-4.913	-4.897	-4.905	-4.877	-4.938	-5.090
Салдо услуга	240	460	594	725	929	1.115	1.283
Салдо робе и услуга	-4.638	-4.453	-4.303	-4.180	-3.948	-3.823	-3.807
Плаћене камате	390	474	509	565	604	606	599
- нови дуг	28	96	135	167	190	206	212
а) гарантовани	28	61	87	106	117	123	118
- ММФ		21	15	14	10	7	3
б) комерцијални	0	35	48	61	73	83	94
- стари дуг	362	377	374	399	414	400	387
Наплаћене камате	90	93	97	102	109	117	126
Салдо камата	-300	-381	-412	-463	-495	-488	-472
Нето текући трансфери	2.593	2.675	2.792	2.949	3.151	3.385	3.636
- мењачнице	1.419	1.464	1.528	1.614	1.724	1.853	1.990
- ЦГ и Косово	365	376	393	415	443	476	511
- остало	809	835	871	920	984	1.056	1.135
Салдо текућег биланса (без донација)	300	315	250	200	200		
Званични трансфери (донације)							
Б. КАПИТАЛНИ БИЛАНС							
Дугорочни кредити - прилив	1.424	1.266	1.190	1.109	980	897	749
- гарантовани	924	873	730	575	370	200	0
- комерцијални	500	392	460	534	610	697	749
Дугорочни кредити плаћање	481	671	539	794	1.152	1.226	1.237
- стари дуг	481	501	272	406	611	611	553
- нови дуг	0	169	267	388	541	615	684
- ММФ		195	38	70	139	128	70
а) гарантовани	0	5	25	53	100	116	145
б) комерцијални (5 година, 5% камата)	0	164	242	334	441	499	539
Краткорочне линије – нето	48	48	48	48	48	48	48
Салдо кредитних трансакција	991	643	699	364	-124	-281	-440
Улагање капитала	997	1.181	1.301	1.553	1.704	1.730	1.634
Директне инвестиције - нето	800	981	1.196	1.443	1.586	1.604	1.498
Концесије	100	100					
<i>Удео СДИ у инвестицијама</i>	<i>0,237</i>	<i>0,250</i>	<i>0,260</i>	<i>0,270</i>	<i>0,260</i>	<i>0,230</i>	<i>0,200</i>
Штедња (нова) из земље	139	143	150	158	169	181	195
Једнократне мењачнице	376	388	405	428	457	491	527
Исплата старе штедње	-271	-260	-246	-241	-242	-249	-260
Остало	-147	-171	-204	-235	-266	-297	-326
Салдо капиталног биланса	1.988	1.824	1.999	1.917	1.580	1.449	1.194
- у томе: прилив капитала и кредита	2.469	2.494	2.539	2.711	2.732	2.676	2.431
Грешке и пропусци	14	16	10	36	12	23	-75
Девизне резерве - промене	-42	-4	336	458	500	547	475
ПОМОЋНЕ ВЕЛИЧИНЕ							
Стање дуга	14.425	15.020	15.671	15.987	15.814	15.485	14.997
Стари дуг	13.001	12.500	12.228	11.822	11.211	10.600	10.046
Ново задужење	1.424	2.520	3.443	4.165	4.604	4.886	4.951
- гарантовани	924	1.792	2.497	3.019	3.289	3.373	3.228
- комерцијални	500	728	946	1.146	1.315	1.513	1.723
Сервисирање дуга	871	1.144	1.048	1.359	1.756	1.832	1.836
Амортизација главнице	481	671	539	794	1.152	1.226	1.237
Плаћање камата	390	474	509	565	604	606	599
Девизне резерве	4.393	4.389	4.724	5.183	5.683	6.230	6.705
Коефицијент раста БДП (у USD)	1,125	1,031	1,044	1,056	1,069	1,074	1,074
Стопа сервисирања дуга	21,0	21,5	17,4	20,2	22,6	20,8	18,8
Удео извоза робе у БДП	14,1	17,6	19,1	20,2	21,9	23,0	23,8
Удео извоза робе и услуга у БДП	19,4	24,2	26,2	27,7	30,0	31,6	32,7
Удео увоза робе и услуга у БДП	41,1	44,4	44,9	44,9	45,2	45,3	45,4
Спољни дуг/извоз робе и услуга	348,6	282,0	260,2	237,8	203,1	175,8	153,2
Спољни дуг/извоз робе	477,5	386,3	356,4	325,8	278,2	240,9	209,9
Спољни дуг/БДП	67,5	68,2	68,1	65,8	60,9	55,5	50,1
Удео камата у БДП	1,4	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8	1,6
Сервисирање дуга/БДП	4,1	5,2	4,6	5,6	6,8	6,6	6,1
Удео страних инвестиција у БДП	3,7	4,5	5,2	5,9	6,1	5,8	5,0

*Стопа сервисирања дуга садржи и отплате кредита ММФ-у, које се обично не урачунавају у показатеље задужености.

Табела 7.

**БИЛАНС БДП – ОСНОВНИ СЦЕНАРИО (И СЦЕНАРИОН БЕЗ
КОНЦЕСИОНАЛНИХ КРЕДИТА)**

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
БДП, милиона USD, текући курс	21.365	22.037	23.003	24.295	25.960	27.891	29.957
БДП, реалан раст	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
БДП текуће цене, милијарди дин.	1.236,7	1.385,4	1.530,4	1.688,7	1.866,2	2.063,2	2.280,3
Домаћа тражња	1.484,0	1.641,7	1.790,6	1.950,5	2.118,2	2.310,8	2.531,1
Потрошња	1.288,6	1.395,1	1.484,5	1.579,0	1.679,6	1.795,0	1.961,0
Лична потрошња	1.053,6	1.159,6	1.242,7	1.325,6	1.414,6	1.518,5	1.671,4
Јавна (колективна) потрошња	235,0	235,5	241,8	253,3	265,0	276,5	289,6
Инвестиције	195,4	246,6	306,1	371,5	438,6	515,8	570,1
Нето извоз робе и услуга	-247,3	-256,3	-260,2	-261,8	-251,9	-247,6	-250,8
Нето извоз, учешће у %	-20,0	-18,5	-17,0	-15,5	-13,5	-12,0	-11,0
Потрошња, учешће у %	104,2	100,7	97,0	93,5	90,0	87,0	86,0
Потрошња, реални раст у %	2,3	1,2	1,1	1,3	1,3	1,7	4,0
Лична потрошња, учешће у %	85,2	83,7	81,2	78,5	75,8	73,6	73,3
Јавна (колективна) потрошња, учешће у %	19,0	17,0	15,8	15,0	14,2	13,4	12,7
Инвестиције, учешће у %	15,8	17,8	20,0	22,0	23,5	25,0	25,0
Инвестиције, реални раст у %	10,1	17,5	17,8	15,7	12,6	12,2	5,4
Трговински биланс (р&у), у милионима USD	-4.638	-4.453	-4.303	-4.180	-3.948	-3.823	-3.807
Салдо са другом републиком, у милионима USD	365	376	393	415	443	476	511
Укупан салдо за биланс БДП (нето извоз)	-4.273	-4.077	-3.910	-3.766	-3.505	-3.347	-3.295
Курс USD/дин.	58	63	67	70	72	74	76
Дефлатор БДП, у %	8,2	6,7	5,2	5,1	5,2	5,3	5,3
Дефлатор домаће тражње у %	8,4	7,0	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Дефлатор потрошње у %	8,3	6,9	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Дефлатор инвестиција у %	8,7	7,4	5,4	4,9	4,9	4,9	4,9
Цене на мало (просчан раст у %)	8,4	7,0	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0

Табела 8.

ПЛАТНИ БИЛАНС – СЦЕНАРИО БЕЗ КОНЦЕСИОНАЛНИХ КРЕДИТА

	2004.*	2005.*	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
А. ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ							
Извоз робе	3.021	3.888	4.397	4.907	5.685	6.429	7.144
Извоз услуга	1.117	1.438	1.626	1.815	2.102	2.378	2.642
Извоз робе и услуга	4.138	5.326	6.023	6.722	7.787	8.807	9.786
<i>Коефицијент раста извоза робе и услуга</i>	<i>1,188</i>	<i>1,287</i>	<i>1,131</i>	<i>1,116</i>	<i>1,158</i>	<i>1,131</i>	<i>1,111</i>
Увоз робе	7.898	8.801	9.294	9.812	10.561	11.367	12.234
Увоз услуга	878	978	1.033	1.090	1.173	1.263	1.359
Увоз робе и услуга	8.776	9.779	10.326	10.902	11.735	12.630	13.593
<i>Коефицијент раста увоза робе и услуга</i>	<i>1,105</i>	<i>1,114</i>	<i>1,056</i>	<i>1,056</i>	<i>1,076</i>	<i>1,076</i>	<i>1,076</i>
Салдо робе	-4.877	-4.913	-4.897	-4.905	-4.877	-4.938	-5.090
Салдо услуга	240	460	594	725	929	1.115	1.283
Салдо робе и услуга	-4.638	-4.453	-4.303	-4.180	-3.948	-3.823	-3.807
Плаћене камате	390	476	515	576	618	620	611
- нови дуг	28	99	141	177	204	220	224
а) гарантован	28	64	93	116	131	137	130
- ММФ		21	15	14	10	7	3
б) комерцијални	0	35	48	61	73	83	94
- стари дуг	362	377	374	399	414	400	387
Наплаћене камате	90	93	97	102	109	117	126
Салдо камата	-300	-384	-418	-473	-509	-503	-485
Нето текући трансфери	2.593	2.675	2.792	2.949	3.151	3.385	3.636
- мењачнице	1.419	1.464	1.528	1.614	1.724	1.853	1.990
- ЦГ и Косово	365	376	393	415	443	476	511
- остало	809	835	871	920	983	1.056	1.135
Салдо текућег биланса (без донација)	-2.344	-2.162	-1.929	-1.705	-1.306	-941	-656
Званични трансфери (донације)	300	315	250	200	200		
Б. КАПИТАЛНИ БИЛАНС							
Дугорочни кредити - прилив	1.424	1.265	1.175	1.144	1.045	947	749
- гарантовани	924	872	715	610	435	250	0
- комерцијални	500	392	460	534	610	697	749
Дугорочни кредити плаћање	481	671	554	821	1.198	1.274	1.291
- стари дуг	481	501	272	406	611	611	553
- нови дуг	0	169	282	415	586	663	737
- ММФ		195	38	70	139	128	70
а) гарантовани	0	5	39	81	145	163	199
б) комерцијални (5 година, 5% камата)	0	164	242	334	441	499	539
Краткорочне линије - нето	48	48	48	48	48	48	48
Салдо кредитних трансакција	991	642	669	371	-104	-278	-494
Улагање капитала	997	1.181	1.301	1.553	1.704	1.730	1.634
Директне инвестиције - нето	800	981	1.196	1.443	1.586	1.604	1.498
Концесије	100	100					
<i>Удео СДИ у инвестицијама</i>	<i>0,237</i>	<i>0,250</i>	<i>0,260</i>	<i>0,270</i>	<i>0,260</i>	<i>0,230</i>	<i>0,200</i>
Штедња (нова) из земље	139	143	150	158	169	181	195
Једнократне мењачнице	376	388	405	428	457	491	527
Исплата старе штедње	-271	-260	-246	-241	-242	-249	-260
Остало	-147	-171	-204	-235	-266	-297	-326
Салдо капиталног биланса	1.988	1.823	1.970	1.925	1.600	1.452	1.140
- у томе: прилив капитала и кредита	2.469	2.493	2.524	2.746	2.797	2.726	2.431
Грешке и пропусци	14	20	45	39	7	35	-9
Девизне резерве - промене	-42	-4	336	458	500	547	475
ПОМОЋНЕ ВЕЛИЧИНЕ							
Стање дуга	14.425	15.019	15.640	15.964	15.811	15.485	14.943
Стари дуг	13.001	12.500	12.228	11.822	11.211	10.600	10.046
Ново задужење	1.424	2.519	3.413	4.142	4.600	4.885	4.897
- гарантовани	924	1.791	2.467	2.996	3.286	3.373	3.174
- комерцијални	500	728	946	1.146	1.315	1.513	1.723
Сервисирање дуга	871	1.147	1.068	1.397	1.816	1.894	1.902
Амортизација главнице	481	671	554	821	1.198	1.274	1.291
Плаћање камата	390	476	515	576	618	620	611
Девизне резерве	4.393	4.389	4.724	5.183	5.683	6.230	6.705
Коефицијент раста БДП (у USD)	1,125	1,031	1,044	1,056	1,069	1,074	1,074
Стопа сервисирања дуга	21,0	21,5	17,7	20,8	23,3	21,5	19,4
Удео извоза робе у БДП	14,1	17,6	19,1	20,2	21,9	23,0	23,8
Удео извоза робе и услуга у БДП	19,4	24,2	26,2	27,7	30,0	31,6	32,7
Удео увоза робе и услуга у БДП	41,1	44,4	44,9	44,9	45,2	45,3	45,4
Спољни дуг/извоз робе и услуга	349	282	260	237	203	176	153
Спољни дуг/извоз робе	477	386	356	325	278	241	209
Спољни дуг/БДП	67,5	68,2	68,0	65,7	60,9	55,5	49,9
Удео камата у БДП	1,4	1,7	1,8	1,9	2,0	1,8	1,6
Сервисирање дуга/БДП	4,1	5,2	4,6	5,8	7,0	6,8	6,3
Удео страних инвестиција у БДП-у	3,7	4,5	5,2	5,9	6,1	5,8	5,0

*Стопа сервисирања дуга садржи и отплате кредита ММФ-у, које се обично не урачунавају у показатеље задужености.

Табела 9.

БИЛАНС БДП – СЦЕНАРИО СА СПОРИЈИМ РАСТОМ

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
БДП, милиона USD, текући курс	21.365	21.617	22.135	22.933	24.038	25.334	26.692
БДП, реални раст	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
БДП текуће цене, милијарди дин.	1.236,7	1.359,0	1.472,7	1.594,0	1.728,0	1.874,0	2.031,8
Домаћа тражња	1.484,0	1.610,4	1.723,0	1.841,1	1.961,3	2.098,9	2.255,2
Потрошња	1.288,6	1.368,5	1.428,5	1.490,4	1.555,2	1.630,4	1.747,3
Лична потрошња	1.053,6	1.137,5	1.195,8	1.251,3	1.309,9	1.379,3	1.489,3
Јавна (колективна) потрошња	235,0	231,0	232,7	239,1	245,4	251,1	258,0
Инвестиције	195,4	241,9	294,5	350,7	406,1	468,5	507,9
Нето извоз робе и услуга	-247,3	-251,4	-250,4	-247,1	-233,3	-224,9	-223,5
Нето извоз, учешће у %	-20,0	-18,5	-17,0	-15,5	-13,5	-12,0	-11,0
Потрошња, учешће у %	104,2	100,7	97,0	93,5	90,0	87,0	86,0
Потрошња, реалан раст у %	2,3	-0,7	-0,9	-0,6	-0,7	-0,2	2,0
Лична потрошња, учешће у %	85,2	83,7	81,2	78,5	75,8	73,6	73,3
Јавна (колективна) потрошња, учешће у %	19,0	17,0	15,8	15,0	14,2	13,4	12,7
Инвестиције, учешће у %	15,8	17,8	20,0	22,0	23,5	25,0	25,0
Инвестиције, реални раст у %	10,1	15,2	15,5	13,5	10,4	10,0	3,4
Трговински биланс (р&у), у милионима USD	-4.638	-4.368	-4.141	-3.946	-3.655	-3.473	-3.392
Салдо са другом републиком, у милионима USD	365	369	378	391	410	432	456
Укупан салдо за биланс БДП (нето извоз)	-4.273	-3.999	-3.763	-3.555	-3.245	-3.040	-2.936
Курс USD /дин.	57,9	62,9	66,5	69,5	71,9	74,0	76,1
Дефлатор БДП у %	8,2	6,7	5,2	5,1	5,2	5,3	5,3
Дефлатор домаће тражње у %	8,4	7,0	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Дефлатор потрошње у %	8,3	6,9	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0
Дефлатор инвестиција у %	8,7	7,4	5,4	4,9	4,9	4,9	4,9
Цене на мало (просечан раст у %)	8,4	7,0	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0

Табела 10.

ПЛАТНИ БИЛАНС – СЦЕНАРИО СА СПОРИЈИМ РАСТОМ

	2004.*	2005.*	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
A. ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ							
Извоз робе	2.959	3.814	4.231	4.632	5.264	5.839	6.365
Извоз услуга	1.094	1.411	1.565	1.713	1.947	2.160	2.354
Извоз робе и услуга	4.053	5.224	5.796	6.345	7.210	7.999	8.720
<i>Коефицијент раста извоза робе и услуга</i>	<i>1,163</i>	<i>1,289</i>	<i>1,109</i>	<i>1,095</i>	<i>1,136</i>	<i>1,109</i>	<i>1,090</i>
Увоз робе	7.822	8.633	8.943	9.262	9.779	10.325	10.900
Увоз услуга	869	959	994	1.029	1.087	1.147	1.211
Увоз робе и услуга	8.691	9.592	9.937	10.291	10.866	11.472	12.112
<i>Коефицијент раста увоза робе и услуга</i>	<i>1,094</i>	<i>1,104</i>	<i>1,036</i>	<i>1,036</i>	<i>1,056</i>	<i>1,056</i>	<i>1,056</i>
Салдо робе	-4.863	-4.819	-4.712	-4.630	-4.516	-4.485	-4.535
Салдо услуга	225	451	571	684	860	1.013	1.143
Салдо робе и услуга	-4.638	-4.368	-4.141	-3.946	-3.655	-3.473	-3.392
Плаћене камате	390	469	508	575	618	624	621
-нови дуг	28	91	134	176	203	224	234
а) гарантовани	28	57	87	116	125	122	111
- ММФ		21	15	14	10	7	3
б) комерцијални	0	35	47	60	79	101	123
- стари дуг	362	377	374	399	414	400	387
Наплаћене камате	90	91	93	97	101	107	112
Салдо камата	-300	-378	-415	-478	-517	-517	-508
Нето текући трансфери	2.593	2.624	2.686	2.783	2.917	3.075	3.240
- мењачнице	1.419	1.436	1.470	1.523	1.597	1.683	1.773
- ЦГ и Косово	365	369	378	391	410	432	456
- остало	809	819	838	869	910	960	1.011
Салдо текућег биланса (без донација)	-2.344	-2.122	-1.869	-1.641	-1.255	-915	-661
Званични трансфери (донације)	300	315	250	200	200		
B. КАПИТАЛНИ БИЛАНС							
Дугорочни кредити - прилив	1.424	1.098	1.203	1.260	1.147	1.080	1.001
- гарантовани	924	714	760	705	300	130	0
- комерцијални	500	385	443	555	847	950	1.001
Дугорочни кредити плаћање	481	671	523	825	1.262	1.420	1.481
- стари дуг	481	501	272	406	611	611	553
- нови дуг	0	169	251	420	651	809	928
- ММФ		195	38	70	139	128	70
а) гарантовани	0	5	10	90	210	263	292
б) комерцијални (5 година, 5% камата)	0	164	241	329	440	546	636
Краткорочне линије - нето	48	48	48	48	48	48	48
Салдо кредитних трансакција	991	476	727	483	-66	-292	-432
Улагање капитала	997	1.113	1.146	1.288	1.427	1.522	1.392
Директне инвестиције - нето	800	923	1.062	1.211	1.356	1.457	1.335
Концесије	100	100					
<i>Удео СДИ у инвестицијама</i>	<i>0,237</i>	<i>0,240</i>	<i>0,240</i>	<i>0,240</i>	<i>0,240</i>	<i>0,230</i>	<i>0,200</i>
Штедња (нова) из земље	139	141	144	149	156	165	174
Једнократне мењачнице	376	380	390	404	423	446	470
Исплата старе штедње	-271	-260	-246	-241	-242	-249	-260
Остало	-147	-171	-204	-235	-266	-297	-326
Салдо капиталног биланса	1.988	1.589	1.873	1.771	1.361	1.230	960
- у томе: прилив капитала и кредита	2.469	2.260	2.397	2.596	2.623	2.650	2.441
Грешке и пропусци	14	48	-18	10	57	74	10
Девизне резерве - промене	-42	-170	237	340	363	389	310
ПОМОЋНЕ ВЕЛИЧИНЕ							
Стање дуга	14.425	14.853	15.532	15.967	15.852	15.512	15.033
Стари дуг	13.001	12.500	12.228	11.822	11.211	10.600	10.046
Ново задужење	1.424	2.353	3.304	4.145	4.641	4.913	4.986
- гарантовани	924	1.632	2.382	2.997	3.087	2.954	2.662
- комерцијални	500	721	923	1.148	1.555	1.959	2.324
Сервисирање дуга	871	1.140	1.031	1.400	1.880	2.044	2.102
Амортизација главнице	481	671	523	825	1.262	1.420	1.481
Плаћање камата	390	469	508	575	618	624	621
Девизне резерве	4.393	4.223	4.460	4.799	5.162	5.551	5.861
Коефицијент раста БДП (у USD)	1,125	1,012	1,024	1,036	1,048	1,054	1,054
Стопа сервисирања дуга	21,5	21,8	17,8	22,1	26,1	25,5	24,1
Удео извоза робе у БДП	13,8	17,6	19,1	20,2	21,9	23,0	23,8
Удео извоза робе и услуга у БДП	19,0	24,2	26,2	27,7	30,0	31,6	32,7
Удео увоза робе и услуга у БДП	40,7	44,4	44,9	44,9	45,2	45,3	45,4
Спољни дуг/извоз робе и услуга	356	284	268	252	220	194	172
Спољни дуг/извоз робе	488	389	367	345	301	266	236
Спољни дуг/БДП	67,5	68,7	70,2	69,6	65,9	61,2	56,3
Удео камата у БДП	1,4	1,7	1,9	2,1	2,1	2,0	1,9
Сервисирање дуга/БДП	4,1	5,3	4,7	6,1	7,8	8,1	7,9
Удео страних инвестиција у БДП-у	3,7	4,3	4,8	5,3	5,6	5,8	5,0

*Стопа сервисирања дуга садржи и отплате кредита ММФ-у, које се обично не урачунавају у показатеље задужености.

АУТОРИ:

из Народне банке Србије

Бранко Хинић
Марина Младеновић-Коматина
Снежана Пајић
Мирко Ђукић
Гордана Лијешевић
Милорад Поттић

спољни сарадник Народне банке Србије

Стојан Стаменковић
Миладин Ковачевић
