

POSLEDICE PANDEMIJE COVID-19 NA PERFORMANSE PRIVREDE REPUBLIKE SRBIJE

Dejan Malinić

Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, dejan.malinic@ekof.bg.ac.rs

Apstrakt: *Pandemija COVID-19 je ostavila velike posledice na nacionalne i globalnu ekonomiju. Negativni efekti se nisu svuda ispoljili na jednak način. Generalno, ravijene ekonomije su bile otpornije, dok su manje razvijene zemlje bile ranjivije i trpele veće posledice. Analiza posledica COVID-19 na privredu Republike Srbije je potvrdila negativna kretanja tokom pandemije, ali ona na nivou privrede nisu bila dramatično drugačija u odnosu na period pre pandemije. Dva su ključna razloga za to. Prvo, nakon prvog talasa pandemije, koji se manifestovao u finansijskim izveštajima za 2020. godinu, negativna kretanja su bila izražena. Već u 2021. godini, dobrim delom i zbog pomoći i podsticajnih mera države, posledice su bile manje vidljive. Drugi razlog je posledica činjenice da su pojedini sektori trpeli ozbiljne štete, kao što su saobraćaj, turizam i ugostiteljstvo, poljoprivreda i građevinarstvo, dok su na drugoj strani u mnogo povoljnijem položaju bili sektori informacionih tehnologija, delom prehrambena i farmaceutska industrija. Zapravo, sektori koji su bili više pogođeni karantinskim merama su bili izloženi smanjenju proizvodnje, padu prihoda i neto rezultata i pogoršanju finansijske pozicije. Nažalost, u zbirnim finansijskim izveštajima, ovi kompenzacioni efekti prikrivaju uticaj pandemije na performanse pojedinačnih sektora.*

Ključne reči: COVID-19, performanse, rizici, profitabilnost, likvidnost.

Uvod

Aktuelna ekonomska kriza je po mnogo čemu različita u odnosu na prethodne krize sa kojima se svet suočavao. Prvo, kriza nije uslovljena makrostrukturnim neravnotežama i finansijskim poremećajima, već je nastala kao posledica zdravstvene krize izazvane pandemijom korona virusa. Drugo, ekonomska kriza, kao uostalom i pandemija, ima globalni karakter, budući da je zahvatila sve zemlje i izazvala ne samo zdravstvene i ekonomske probleme, već je uticala na sve aspekte društvenog života. Treće, ekonomske posledice pandemije su ogromne. One su se manifestovale na pojedinačnim preduzećima, ali su ostavile traga i na bruto domaćem proizvodu (BDP) na svetskom nivou. Prema procenama Svetske banke, samo u 2020. godini bruto domaći proizvod se sa predviđenih 2,5% smanjio na – 3,3%, što je za oko 5,8% manje od predviđenog (World Bank, 2023, 3). Četvrto, tokom krize povećan je nivo zaduživanja, kako država, tako i preduzeća. Veće zaduživanje povećava troškove duga i rizik od stečaja, što će za neka preduzeća ostati pretnja i nakon završetka pandemije.

Globalni karakter krize i njene ogromne razmere potvrđuje i činjenica da je kriza usporila realizacija ciljeva održivog razvoja (sustainable development goals – SDG) predviđenih Agendom UN 2030 (UN, 2015). COVID-19 je imao direktan uticaj na ciljeve kao što su: iskorenjavanje siromaštva i gladi (SDG 1 i SDG 2), obezbeđenje kvalitetnih zdravstvenih usluga (SDG 3) obezbeđenje kvalitetnog obrazovanja (SDG 4), dostojanstven rad i ekonomski rast (SDG 8), odgovorna potrošnja i proizvodnja (SDG 12). Uz ovo, interakcije između pojedinih ciljeva održivog razvoja dodatno opterećuju realizaciju zacrtanih ciljeva do 2030. godine (Malinić & Vučković Milutinović, 2023, 79-83). Primera radi, u junu 2020 onlajn pretragom za “COVID-19 and impact”, rezultati su pokazali da je ekonomskom uticaju COVID-19 bila posvećena najveća pažnja, čak 4,2 milijarde rezultata pretrage su se odnosila na ovaj problem. Pri tome od prvih sto rezultata 68% se odnosilo na uticaj pandemije na privredu i preduzeća. Od prvih deset rezultata, osam se odnosilo na ekonomske, poslovne i finansijske implikacije pandemije. Posebno je važno istaći da među prvih 100 rezultata pretrage nije bilo ekoloških tema koje su uživale veliku popularnost pre pandemije (Filho et al., 2020, 4). Ovo je razumljivo, jer su mnoge kompanije bile prinuđene da biraju između posvećenosti zelenoj tranziciji i kratkoročne stabilizacije poslovanja. U tom smislu, prednost je dobilo preživljavanje preduzeća, a cena takvog opredeljenja je dodatno ugrožavanje ciljeva predviđenih Agendom 2030.

Imajući u vidu činjenicu da je pandemija izazvala ogromne zdravstvene i ekonomske posledice širom sveta, predmet istraživanja u ovom radu su posledice koje je pandemija COVID-19 ostavila na performanse privrede Republike Srbije. Pri tome, istraživački fokus je usmeren na procenu profitabilnosti i finansijske stabilnosti privrede u COVID-19 okruženju u odnosu na period pre pandemije, kako bi se ocenila izloženost privrede RS kratkoročnim i dugoročnim finansijskim rizicima. Imajući ovo u vidu, u radu tražimo odgovor na dva istraživačka pitanja. Prvo, u kojoj meri je pandemija COVID-19 uticala na performanse privredne RS, eksplicitno iskazane u zvaničnim finansijskim izveštajima, u pogledu profitabilnosti i mogućih finansijsko-strukturnih dubioza. Drugo, da li je izloženost nacionalne ekonomije RS kratkoročnim i dugoročnim poslovnim i finansijskim rizicima povećala ranjivost privrede da se negativne posledice mogu produžiti i u periodu posle pandemije.

Kontekst sagledavanja ekonomskih posledica pandemije COVID-19

Pandemija COVID-19 je pogodila celu planetu, i male i velike zemlje, bogate i siromašne, javni i privatni sektor, odnosno sve poslovne entitete nezavisno od njihove starosti, nivoa profitabilnosti, veličine ili pravne forme. Do danas u svetu je potvrđeno 761,4 miliona slučajeva zaraze (najviše u Evropi 36%, Americi 25% i zemljama Zapadnog Pacifika 26%), preminulo je 6,9 miliona (WHO, 2023), dok je do 28. marta 2023. primljeno nešto više od 13,3 milijardi vakcina (WHO Coronavirus Dashboard, 2023). Iako su sada epidemiološki trendovi generalno

povoljni treba imati u vidu da je za proteklih 28 dana (od 27. februara do 26. marta) virus potvrđen kod 3,6 miliona ljudi u svetu, pri čemu u nekim delovima postoji pad broja inficiranih (u Americi 29%, zemljama koje pripadaju Zapadnom Pacifiku 49%), dok u drugim delovima sveta se broj inficiranih povećava (u Jugoistočnoj Aziji 152%, i 142% u zemljama Istočnog Mediterana). U istom periodu umrlo više od 25.000 ljudi (WHO, 2023).

Pandemija COVID-19 izazvala je razorne zdravstvene i ekonomske posledice, kako na nivou nacionalnih ekonomija, tako i na globalnom nivou. Pad privrednih aktivnosti uslovljen je prekidima u lancima snabdevanja širom sveta, pri čemu su najveće štete trpela preduzeća koja nisu imala alternativne izvore snabdevanja. Prekidi trgovinskih tokova stvarali su probleme i na strani tražnje i na strani ponude. Velik broj zaraženih, njihovo lečenje i oporavak, izolacija i skraćivanje radnog vremena izazvali su gubitak velikog broja radnih sati i velike probleme u organizaciji proizvodnje. Sprečavanje intenzivnog širenja bolesti zahtevalo je socijalno distanciranje, ograničenje kretanja, karantin za zaražene i neretko zaključavanje (lockdown) gradova i regiona, što je dodatno uvećalo negativne uticaje na performanse pojedinačnih preduzeća i nacionalnih ekonomija. Zbog pada privrednih aktivnosti mnogi zaposleni su gubili posao, što je ograničavajuće delovalo na tražnju roba i usluga. Prinudni prelazak na rad na daljinu značajno je ublažio negativne efekte koji bi bili značajno veći da ove alternative nije bilo. Ipak, rad na daljinu nije mogao da neutrališe negativne uticaje u sektorima kao što su turizam i ugostiteljstvo, poljoprivreda, aviosaobraćaj, građevinarstvo i sl. Veća izloženost pojedinih preduzeća i sektora novonastalim rizicima imala je za posledicu da je ne mali broj preduzeća pretrpeo velike štete u vidu iskazanih gubitaka, finansijsko-strukturnih poremećaja, gubitka tržišta, smanjenja kapitala, propuštenih dividendi i sl. Sve ovo povećavalo je rizike od stečaja. Pad privrednih aktivnosti i neizvesnost u pogledu širenja pandemije su dodatno obeshrabрили domaće i strane investitore, što je dovelo do smanjenja ulaganja u nove projekte i smanjenja stopa rasta preduzeća i nacionalnih ekonomija.

Naravno, iako je pandemija zahvatila ceo svet, intenzitet uticaja je bio različit, shodno stepenu izloženosti pojedinih sektora i ranjivosti pojedinih entiteta i nacionalnih ekonomija. Razvijene zemlje su imale bolje materijalne pretpostavke da možda lakše podnesu negativne efekte, bilo kroz različite vrste pomoći javnim institucijama, preduzećima i stanovništvu, veću dostupnost lekova, potrebne medicinske opreme i sl. Takve zemlje su brže došle i u posed vakcina. Na posledice po zdravlje i život stanovništva važnu ulogu je imala otpornost zdravstvenih sistema koja je bila značajno različita između različitih zemalja.

Poslovne i finansijske performanse ekonomija u razvoju su posebno osetljive na privredne šokove. Finansijska tržišta su plitka, tako da su mogućnosti finansiranja sužene, a ranjivost na šokove veća. Nesolventnost i nelikvidnost u takvim okolnostima guraju preduzeća koja ne mogu brzo da se prilagode ka stečaju i likvidaciji, pri čemu izloženost preduzeća ovakvim rizicima zavisi i od njihove

veličine. Veću izloženost imaju mikro, mala i srednja preduzeća. Pad prihoda u malim preduzećima ima za posledicu brzo upadanje u velike finansijske probleme, što predstavlja veliki pretnju u pogledu njihove likvidacije. S druge strane, neophodno je sprečiti proliferaciju tzv. “zombi” firmi koje nisu održive i koje opstaju zbog neselektivne pomoći države u COVID-19 uslovima (Menezes & Muro, 2020). U uslovima skupih kredita, finansiranje takvih preduzeća od strane države nije efikasno, jer se smanjuje kreditni potencijal za zdrave firme, što negativno utiče na investicionu aktivnost. U tom smislu kanalisanje izvora finansiranja prema preduzećima koja imaju potencijal rasta favorizovaće preraspodelu resursa u pravcu njihove najefikasnije upotrebe (Freund & Mora, 2021, p. 2). Neka istraživanja pokazuju i da su zemlje u razvoju koje su koristile finansiranje od strane MMF-a imale pozitivan uticaj na ekonomsku aktivnost. Procena je da je povećanje MMF finansiranja za 10% imalo za posledicu povećanje ekonomske aktivnosti od 0,2 procentna poena u odnosu na zemlje koje nisu koristile ove izvore (IMF, 2022). To je svakako pomoglo zemljama u razvoju da lakše podnesu teret povećanih troškova tokom pandemije.

Veća preduzeća su otpornija na ovakve uticaje i stepen rizika po njihov opstanak je manji. Međutim, smanjenje domaćih i stranih investicija, u takvim preduzećima zbog povećane neizvesnosti, nedovoljnih interno generisanih izvora i smanjenog kapaciteta zaduživanja, negativno utiče na stope rasta, zaposlenost i BDP. Potreba saniranja gubitaka, uspostavljanja finansijsko-strukturne ravnoteže, rešavanje problema dodatnog zaduživanja tokom pandemije će negativno uticati na ekonomski rast i nakon pandemije. Izražena fiskalna podrška ublažavanju negativnih posledica pandemije imala je za posledicu povećanje javnog duga, naročito u zemljama u razvoju. Medijana odnosa između javnog duga i bruto domaćeg proizvoda na kraju 2021. godine u zemljama u razvoju je bila na nivou od 60%, što je za 8 procentnih poena više u odnosu očekivanja MMF-a pre pandemije (Gudmundsson, et al., 2022, 4-5)

Globalne krize utiču i na makroekonomsku stabilnost, koja određuje uslove u kojima preduzeća posluju. Nestabilni poslovni ambijent povećava neizvesnost za investitore, koji se uzdržavaju od novih investicija, što ograničava rast. Da bismo bolje razumeli kontekst u kome vršimo analizu u Tabeli 1 ćemo prikazati neke od makroekonomskih indikatora u periodu od 2017. do 2018. godine.

Tabela 1. Makroekonomski indikatori pre i za vreme pandemije

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
BDP, realni rast, u %	2,10	4,50	4,30	(0,90)	7,50
Potrošačke cene, kraj perioda	3,00	2,00	1,90	1,30	7,90
Potrošačke cene, prosek perioda	3,00	2,00	1,70	1,60	4,00
Cene proizvođača industrijskih proizvoda	2,30	0,90	0,60	(1,30)	8,70
Strane direktne investicije, neto, % BDP	6,20	7,40	7,70	6,30	6,90
Javni dug, kraj perioda, %BDP	57,80	53,60	51,90	57,00	56,50
Neto zarade, realne stope rasta	0,90	4,40	8,50	7,70	5,40

Izvor: Bilten javnih finansija, decembar, 2022.

Samo letimična analiza pokazuje da u periodu trajanja pandemije tokom 2020. i 2021. godine postoji pad u stranim direktnim investicijama, posebno u 2020. godini, porast javnog duga i opadanje realne stope rasta neto zarada u 2020. i 2021. godini u odnosu na 2019. godinu.

O ozbiljnosti krize ubedljivo govori i negativna realna stopa rasta bruto domaćeg proizvoda u 2020. godini. Svakako ohrabruje stopa rasta u 2021. godini, što bi se moglo razumeti kao nagoveštaj oporavka. Međutim, najviše brine osetni rast inflacije, vidljiv kroz kretanja potrošačkih cena od 7,9%, i cena proizvođača industrijskih proizvoda od 8,7% na kraju perioda. Dodatno zabrinjava činjenica da je taj trend nastavljen i u 2022. godini, kada potrošačke cene rastu na kraju perioda za 15,1%, dok cene proizvođača industrijskih proizvoda povećavaju 14,9% (Bilten javnih finansija, decembar, 2022). Poznato je da kreditne institucije ugrađuju inflaciju u kamatne stope, čime dodatno utiču na njen rast. Kada preduzeća ne mogu da preliju rast proizvodnih troškova i finansijskih rashoda na kupce dobitak i novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti se smanjuju što nepovoljno utiče na cene akcija i rast preduzeća i privrede u celini. U tom kontekstu, možda malo ohrabruju projekcije MMF-a prema kojima će do početka smirivanja inflacije doći u 2023. godini. U razvijenim evropskim zemljama projektovana stopa inflacije u 2022. od 15,3% bi trebalo da bude smanjena na 10,9% u 2023. godini. U evropskim zemljama u razvoju se očekuje pad stope inflacije sa projektovanih 27,8% u 2022. na 19,4% u 2023. godini. U Republici Srbiji, koja pripada ovoj grupi zemalja, situacija je nešto povoljnija jer je predviđen pad inflacije sa projektovanih 11,5% u 2022. na 8,3 u 2023. godini. U drugim regionima sveta, situacija je slična. Nažalost, projekcije BDP-a po gotovo svim regionima u svetu pokazuju da će on u proseku će biti manji u odnosu na 2022. godinu (IMF, 2022a, 42-47).

Izloženost privrede kratkoročnim i dugoročnim rizicima

Analiza posledica pandemije COVID-19 na performanse privrede RS zahteva produbljeniju analizu kretanja finansijsko-strukturne pozicije i prinosnih mogućnosti svih preduzeća zajedno u periodima pre i tokom trajanja pandemije. U tom cilju u petogodišnjem periodu analizirano je između 101.012 preduzeća u 2017. do 106.111 preduzeća u 2021. godini. To su preduzeća koja su zapošljavala od 1.073.557 radnika u 2017. odnosno 1.217.954 radnika u 2021. godini. Analiza koja je vršena u ovom radu je zasnovana na zbirnim finansijskim izveštajima za period 2017-2021. Zbog nedostupnosti informacija za 2022. godinu, ona je izostala iz analize. Izvor informacija je Agencija za privredne registre (APR, 2017-2021). U analizi je korišćena standardna metodologija koja se zasniva na ključnim indikatorima za ocenu izloženosti preduzeća kratkoročnim i dugoročnim finansijskim rizicima, analizi neto obrtnog kapitala, analizi poslovnog i gotovinskog ciklusa, kao i indikatora koji omogućavaju ocenu zarađivačke sposobnosti preduzeća. Imajući u vidu da su problemi sa likvidnošću bili veoma izraženi tokom trajanja pandemije, da su neposredno ugrožavali opstanak

preduzeća i da su kao takvi zahtevali urgentno rešavanje, analizu ćemo započeti sa ocenom kratkoročnih i dugoročnih rizika kojima je naša privreda izložena tokom trajanja pandemije COVID-19. U te svrhe izabrani su i obračunati karakteristični indikatori, koji su sistematizovani u Tabeli 2.

Tabela 2. Indikatori kratkoročnih i dugoročnih rizika

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Indikatori likvidnosti					
Racio opšte likvidnosti	0,95	0,95	0,96	0,96	1,02
Racio redukovane likvidnosti	0,58	0,57	0,55	0,55	0,55
Racio likvidnosti zasnovan na novčanim tokovima	0,06	0,12	0,10	0,13	0,15
Indikatori solventnosti					
Racio pokrića stalne imovine	0,63	0,65	0,65	0,63	0,64
Racio pokrića realne imovine	0,80	0,79	0,80	0,80	0,82
Racio zaduženosti	1,64	1,59	1,55	1,68	1,63
Racio solventnosti zasnovan na novčanim tokovima	0,04	0,08	0,07	0,09	0,10
Mogućnost vraćanja dugova	24,17	12,27	14,97	11,39	10,43
Racio pokrića finansijskih rashoda	1,89	2,50	2,34	2,97	3,87

Izvor: Obračun autora

Svi indikatori kratkoročnih rizika (rizici likvidnosti), prikazani u prvom delu Tabele 2, ukazuju na ozbiljne probleme sa kojima se suočava privreda RS u procesu izmirenja dospelih obaveza. U odnosu na prihvaćene vrednosti (2 za racio opšte likvidnosti, 1 za racio redukovane likvidnosti i 0,4 za racio likvidnosti zasnovan na novčanom toku iz poslovnih aktivnosti) dobijeni rezultati pokazuju da su svi indikatori u svakoj godini daleko ispod tih veličina, i pre i za vreme pandemije. Tek, možda u poslednjoj godini analize postoje neki minimalni pozitivni pomaci, ali to još uvek nije dovoljno za tvrdnju da je situacija mnogo bolja u odnosu na prethodne periode.

Ozbiljnost pretnji kojima je izložen veliki broj preduzeća po osnovu nelikvidnosti postaje očigledniji ako se prisetimo člana 11. Zakona o stečaju u kome se navodi da se stečajni postupak otvara kada se utvrdi postojanje najmanje jednog od četiri stečajna razloga: 1) trajnija nesposobnost plaćanja, 2) preteća nesposobnost plaćanja, 3) prezaduženost i 4) nepostupanje po usvojenom planu reorganizacije (Zakon o stečaju). Na ovom mestu potenciramo prvi i treći razlog za otvaranje stečaja. U Zakonu se jasno ističe da trajnija nesposobnost plaćanja postoji ako stečajni dužnik: 1) ne može da odgovori svojim novčanim obavezama u roku od 45 dana od dana dospelosti obaveza ili 2) potpuno obustavi sva plaćanja u neprekidnom trajanju od 30 dana. Uz ovo, prezaduženost, kao stanje u kome je gubitak veći od sopstvenog kapitala, odnosno kada je imovina manja od obaveza, jasno ukazuje na dubinu finansijsko-strukturnih poremećaja i pretnje po funkcionisanje preduzeća (Zakon o stečaju). Imajući u vidu ove činjenice, možemo

postaviti barem dva pitanja. Prvo, kako u zbirnim finansijskim izveštajima postoji toliko veliki iznos gubitka iznad kapitala, čak 1,6 biliona dinara u 2021. godini? To čini čak 9,37% ukupne imovine privrede Srbije. Drugo, kako u privredi Srbije više od 40% preduzeća dugi niz godina iskazuje gubitke (43.878 preduzeća u 2021. godini, od čega 25.351 ima gubitak iznad kapitala), ako se zna da prezadužena preduzeća odlaze u stečaj. Uz to, nesporno je da poslovanje sa gubicima povećava rizik od stečaja. Istovremeno u 2021. godini 5.956 preduzeća je u procesu stečaja i likvidacije, što je tek 23,5% od broja preduzeća koja imaju gubitak iznad kapitala (APR). Možemo konstatovati da je sprovođenje stečaja neefikasno, ali to nije dovoljno objašnjenje za postojeću situaciju koja previše dugo traje.

Dodatna argumentacija u pogledu pretećih rizika od nelikvidnosti može se pružiti putem analize poslovnog i gotovinskog ciklusa. U Tabeli 3 predstavljeni su rezultati ove analize za izabrane obračunski periode.

Rezultati dobijeni analizom poslovnog i gotovinskog ciklusa ukazuju na tri bitne stvari od koje su dve iznenađujuće. Prvo, najkraće je vreme konverzije zaliha u gotovinu, koje se kreće od 73 u 2017. do 78 dana u 2021. godini, što je u suprotnosti sa očekivanjima da je vreme konverzije zaliha po pravilu najduže u okviru obrtno imovine. Prosečno vreme za ceo analizirani period je oko 76 dana (oko 2,5 meseca), što je za zalihe prihvatljivo, sem ako nije posledica nedostatka obrtno imovine, što u slučaju srpske privrede ne treba isključiti kao mogućnost. Činjenica da je vreme konverzije potraživanja u gotovinu (u proseku 81 dan, odnosno 2,7 meseca) veće od vremena konverzije zaliha potvrđuje prethodno izneti zaključak da u srpskoj privredi postoje povećani rizici od nelikvidnosti. Ovakva dešavanja uslovlila su da prosečna dužina poslovnog ciklusa, kao zbir vremena konverzije zaliha i vremena konverzije potraživanja, bude na prosečnom nivou od oko 158 dana, odnosno 5,3 meseci.

Drugi zaključak nije baš veliko iznenađenje, barem kada je srpska privreda u pitanju i njeno poslovanje u prethodnih dvadesetak godina. Problemi sa dužim poslovnim ciklusom u našoj privredi se uobičajeno rešavaju zloupotrebom dobavljača i prevaljivanjem dela finansiranja obrtno imovine na njih. Tako, u ovoj analizi je vreme plaćanja poslovnih obaveza u proseku 186 dana, (nešto više od šest meseci, 6,2), što je više nego duplo veće u odnosu na vreme konverzije potraživanja i vreme konverzije zaliha u gotovinu. Budući da je vreme trajanja poslovnog ciklusa (vreme obrta potraživanja i zaliha zajedno) manje u odnosu na vreme obrta dobavljača, to nas dovodi opet do jednog nelogičnog zaključka da je gotovinski ciklus negativan. Ovo je dugoročno teško održiva situacija, jer nas uvodi u začarani krug da se preduzeća jednim delom finansiraju na teret dobavljača, a onda dobavljači na teret svojih dobavljača i tako redom, uvodeći celu privredu, što znači i ona zdrava preduzeća, u stanje opšte nelikvidnosti.

Tabela 3. Obračun poslovnog i gotovinskog ciklusa

Vrednosti su iskazane u u milijardama dinara

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Zalihe	1.983	2.176	2.411	2.645	3.000
Prihodi po danu	27	30	32	32	39
Vreme konverzije zaliha	73	74	76	83	78
Potraživanja	2.334	2.350	2.549	2.710	2.972
Prihodi po danu	27	30	32	32	39
Vreme naplate potraživanja	85	80	80	85	77
Poslovni ciklus	158	153	156	167	154
Poslovne obaveze	4.104	4.314	4.595	5.097	5.289
Ukupne nabavke po danu	22	24	25	25	30
Vreme plaćanja poslovnih obaveza	187	184	182	204	175
Gotovinski ciklus	(30)	(30)	(26)	(37)	(21)

Izvor: Obračun autora

Treći zaključak se odnosi na kretanja poslovnog i gotovinskog ciklusa pre pandemije i tokom pandemije. Važno je primetiti da su sva pojedinačna vremena obrta najduža u 2020. godini, što je prva godina sastavljanja finansijskih izveštaja od početka pandemije. To jasno ukazuje na povećane rizike od nelikvidnosti koji su pratili ovaj proces. Moglo bi se reći da je u 2021. godini došlo do određene stabilizacije stanja i vraćanje na vremena konverzije na nivo pre pandemije COVID-19 pandemije. Ipak, ne treba izgubiti iz vida i činjenicu da je 2021. godina koja je opterećena inflatornim efektima. Rast potrošačkih cena na kraju 2021. godine bio 7,9% (prosek perioda je 4%), dok su cene proizvođača industrijskih proizvoda za domaće tržište u 2021. godini na nivou 2021. godine dostigle nivo od 9%. To je imalo za posledicu podizanje nivoa nominalnih vrednosti bilansnih pozicija u 2021. godini, što rezultate opet čini boljim nego što oni realno jesu. Pad zaliha zbog nedostatka izvora finansiranja i problema u snabdevanju, usporavanje naplate potraživanja, kao i rast prihoda delom pod uticajem inflatornih efekata učinili su povoljnijim rezultate u 2021. u odnosu na realni nivo.

Konačno, kada je reč o poremećajima u strukturi finansiranja koji negativno utiču ne samo na likvidnost pojedinačnih preduzeća, već i na likvidnost ukupne privrede, treba dodati da analiza strukture obrtne imovine i načina njenog finansiranja potvrđuje prethodno iznete zaključke o (ne)likvidnosti nacionalne ekonomije. Najveći deo obrtne poslovne imovine finansiran je iz tzv. spontaniz izvora finansiranja, što potvrđuje da se teret finansiranja poslovnih aktivnosti preduzeća prevlađuju na dobavljače. U proseku za ceo analizirani period 93,4% obrtne poslovne imovina (obrtne imovina umanjena za kratkoročne finansijske plasmane i gotovinu i gotovinske ekvivalente) je finansirano iz spontaniz izvora finansiranja, dok je ostatak finansiran iz neto kratkoročnih finansijskih izvora (kratkoročne finansijske obaveze umanjene za kratkoročne finansijske plasmane i gotovinu i gotovinske ekvivalente). Pri tome, u prvoj godini pandemije procenat finansiranja obrtne imovine na prethodno opisani način bio je nešto iznad navedenog

proseka (95,2%), dok je u drugoj godini ispod navedenog proseka (88,6%). Važno je primetiti da pad ovog procenta u drugoj godini pandemije nije posledica bržeg obrta poslovnih obaveza, koje se i dalje povećavaju (izuzev AVR, koja se značajno smanjuju u poslednjoj analiziranoj godini), već prvenstveno rasta zaliha i potraživanja.

Poremećaji u kratkoročnim delovima bilansa su toliko izraženi, da oni jasno nagoveštavaju i neminovnost dugoročnih posledica. Rast izloženosti cele privrede i pojedinačnih preduzeća dugoročnim finansijskim izvorima potvrđuju indikatori solventnosti, prikazani u Tabeli 2. Racija pokrića stalne imovine, pokrića realne imovine i zaduženosti pokazuju zavidan stepen stabilnosti u kretanju, kako u periodima pre pandemije, tako i za dve godine tokom trajanja pandemije. Problem je međutim u tome što su vrednosti ovih indikatora baš na niskom nivou i praktično potvrđuju debalanse koji postoje u finansijskim izveštajima preduzeća. Prosečna vrednost racija pokrića stalne imovine od 0,64 otkriva da se veliki deo stalne imovine (oko 36%) finansira iz pozajmljenih izvora, što se ne bi moglo reći da je to odlika finansijski zdravih preduzeća. Ovo zapažanje dodatno dobija na značaju, ako posmatramo kretanje racija pokrića realne imovine dugoročnim izvorima finansiranja. Na bazi kretanja ovog indikatora (u proseku oko 0,80 tokom petogodišnjeg perioda) možemo zaključiti da se oko 20% stalne imovine, koja je u najvećoj meri opterećena rizikom, finansira iz kratkoročnih finansijskih obaveza, koji su najmanje kvalitetni izvori finansiranja. To nam daje za pravo da zaključimo da je izloženost privrede Srbije dugoročnim finansijskim rizicima na izuzetno visokom nivou, kao i da to nije samo posledica pandemije, već pre jednog dugotrajno nezdravog stanja finansijsko-strukturne pozicije privrede Srbije.

Jedan od razloga ovakvog stanja je i nezadovoljavajuća profitabilnost privrede ili još eksplicitnije generisanje značajnih gubitaka od ne malog broja preduzeća. Naime videli smo ranije da je više od 40% (43.878) preduzeća u Srbiji iskazalo neto gubitak u 2021 godini. Gubitak uslovljava gubljenje dela sopstvenog kapitala, što pogoršava zaduženost preduzeća, podiže troškove kapitala i povećava rizik od stečaja. Racio zaduženosti preduzeća se u proseku kretao na nivou od oko 1,62, što govori da privreda Srbije u proseku ima oko 38% kapitala, dok su ostatak dugovi preduzeća.

Pokriće ukupnih obaveza novčanim tokovima iz poslovnih aktivnosti (ratio solventnosti zasnovan na novčanom toku) pokazuje da su ostvarene vrednosti tokom analiziranog perioda u proseku na nivou od 0,07, što je daleko ispod preporučene minimalne vrednosti od 0,2 (Casey & Bartczak, 1984). Naličje ovog indikatora je mogućnost vraćanja dugova, gde nam analiza pokazuje da bi ukupne obaveze preduzeća mogla u proseku da vrate za oko 14,6 godina, što je neuobičajeno dug period. Jedino što je pozitivno u ovom slučaju je što se rezultati vremenom poboljšavaju, tako da u poslednjoj analiziranoj godini svi dugovi bi mogli da budu vraćeni za nešto više od 10 godina, što je i dalje previše dug period, tačnije duplo duži od prihvatljivih 5 godina. Pokriće finansijskih rashoda iz ostvarene zarade preduzeća u proseku je na nivou od 2,7, pri čemu se vrednosti

povećavaju sa 1,9 u prvoj na 3,9 u poslednjoj analiziranoj godini. Neki autori ističu da je situacija veoma rizična ukoliko je ovaj indikator ispod 2 (Wahlen, Baginski & Bradshaw, 2011, 373). Ipak, treba imati u vidu da je u strukturi ukupnih obaveza veoma visoko učešće spontanih izvora finansiranja, dakle izvora na koje se ne plaća kamata, što je relaksiralo visinu ovog indikatora. Međutim, nije dugoročno održiva situacija da dobavljači podnose teret finansiranja njihovih kupaca. Na samom kraju analize izloženosti privrede Srbije kratkoročnim i dugoročnim rizicima u analizu ćemo uključiti i analizu neto obrtnog kapitala, koja bi mogla još eksplicitnije da osvetli dugoročnu finansijsko-strukturnu poziciju preduzeća. Rezultati ove analize prikazani su u Tabeli 4.

Tabela 4. Analiza neto obrtnog kapitala

u milijardama dinara

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Sopstveni kapital	5.388	5.803	6.275	6.419	7.291
Stalna imovina	8.532	8.983	9.704	10.188	11.341
Sopstveni neto obrtni kapital	(3.144)	(3.180)	(3.429)	(3.768)	(4.050)
Dugoročne obaveze i rezervisanja	2.834	2.858	3.151	3.510	4.184
Dugoročna rezervisanja	146	169	275	280	313
Dugoročne obaveze	2.499	2.500	2.692	3.050	3.333
Odložene poreske obaveze	189	189	184	180	187
Odloženi prihodi i primljene donacije					350
Neto obrtni kapital	(310)	(323)	(278)	(259)	134
Zalihe i AVR	1.983	2.176	2.411	2.645	3.000
Nedostajući NOK za pokriće zaliha	(2.293)	(2.498)	(2.689)	(2.904)	(2.867)
Stopa pokrića zaliha NOK-om	(1,24)	(1,14)	(1,17)	(1,21)	4,45

Izvor: Obračun autora

Analiza Izveštaja o neto obrtnom kapitalu pokazuje neka zanimljiva kretanja, naročito za vreme trajanja pandemije. Naime, generalna ocena, ako posmatramo kretanja sopstvenog neto obrtnog kapitala, neto obrtnog kapitala i nedostajućeg neto obrtnog kapitala upućuje da je privreda Srbije ranjiva na iznenadne šokove, što pandemija svakako jeste. Budući da su sve ove veličine negativne, lako bismo mogli da izvedemo zaključak da su se negativni trendovi, koji su postojali i pre pandemije, samo nastavili kretanje i tokom pandemije. To bi nekako bilo i logično razmišljanje. Ovakva kretanja opravdavaju niske vrednosti racija likvidnosti i solventnosti u analiziranom periodu, potvrđujući visok stepen finansijskog naprezanja privrede da koliko je moguće normalno funkcioniše. Negativan neto obrtni kapital, koji se do 2021. godine u kontinuitetu pogoršavao, jasno pokazuje koliko su veliki finansijsko-strukturni problemi privrede, budući da to znači da je deo stalne (najrizičnije) imovine finansiran iz kratkoročnih (najmanje kvalitetnih) izvora finansiranja. Sve ovo rezultira gotovo kontinuiranim povećanjem nedostajućeg iznosa neto obrtnog kapitala za pokriće zaliha.

Ipak izuzetak postoji, i to u drugoj godini pandemije. Po prvi put tokom analiziranog perioda u 2021. godini se pojavljuje pozitivan neto obrtni kapital, pri čemu je to povećanje značajno. Od negativnog neto obrtnog kapitala u 2020. godini u iznosu od 259 milijardi u 2020. godini, privreda je iskazala pozitivan neto obrtni kapital u iznosu od 134 milijardi u 2021. godini, što čini pozitivnu razliku od 393 milijardi dinara. Analizom strukture dugoročnih obaveza možemo zaključiti da je najveći deo povećanja neto obrtnog kapitala posledica finansijske podrške privrednim subjektima od strane države radi ublažavanja posledica COVID-19 u vidu državne pomoći (dugoročni odloženi prihodi i donacije su 350 milijardi dinara), kao i odobravanja kredita pod povoljnijim uslovima. U prilog tome govori i činjenica da sopstveni neto obrtni kapital ima tendenciju pada, dok neto obrtni kapital raste u 2021. godini, što znači da je glavni uzrok porasta neto obrtnog kapitala povećanje dugoročnih obaveza. Ovo će imati dugoročni pozitivni efekat ukoliko u međuvremenu, nakon pandemije COVID-19, privreda uspe da supstituiše državna davanja drugim kvalitetnim izvorima finansiranja, pre svega internim generisanjem novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti i povećanjem sopstvenog kapitala iz eksternih izvora. U suprotnom, velika je verovatnoća da će se negativni trendovi nastaviti. Svakako, intervencije države su značajno pomogle privredi da lakše podnese negativne efekte krize.

Analiza profitabilnosti

Nema sumnje da se finansijska pozicija preduzeća ne može odvojeno posmatrati od profitabilnosti preduzeća. Činjenica je da se u današnjim kompleksnim uslovima poslovanja profitabilnost iz perspektive poverilaca posmatra kao primarni kriterijum u proceni sigurnosti preduzeća, dok visina sopstvenog kapitala ima sekundarni značaj (Malinić et al., 2023, 92-94). Uz to, ne smemo zaboraviti da je profitabilnost od najvećeg značaja za vlasnike preduzeća, koji očekuju da ostvare veće prinose od svih drugih interesnih grupa, budući da podnose najveći rizik. U tom kontekstu brinu činjenice da je veliki broj preduzeća (preko 40%) koja iskazuju gubitke, kao i da je gubitak iznad visine kapitala na veoma visokom nivou. Postavlja se pitanje kako u tom kontekstu tumačiti profitabilnost srpske privrede.

U pokušaju da odgovorimo na ovo pitanje oslonićemo se na analizu petokomponentne stope prinosa na kapital (*Return on Equity – ROE*), imajući u vidu njen suštinski značaj za vlasnike i druge interesne grupe, ali i njenu izvanrednu analitičku vrednost. Naime, petokomponentno raščlanjavanje prinosa na kapital omogućava praćenje kretanja ključnih pokretača vrednosti prinosa na kapital, i to na različitim nivoima. Ova stopa prinosa čini vidljivim efikasnost poslovnog i investicionog odlučivanja putem merenja prinosa na investirani kapital (*Return on Invested Capital - ROIC*). Istovremeno, ključni pokretači ove stope, EBIT marža i obrt investiranog kapitala, pokazuju postojeće uticaje ovih komponenti na ROIC, i čine mogućim sagledavanje prilika za njeno povećanje.

Ukoliko bi u teorijskom slučaju preduzeće bilo finansirano u celini iz sopstvenih izvora, onda bi ROIC bio jednak ROE, jer ne bismo imali uticaj rashoda finansiranja na ostvarenja preduzeća. Otuda razlika između ROE i ROIC, koja može biti i pozitivna i negativna, predstavlja efekat odluka o zaduživanju na ROE, te se može interpretirati kao efekat zaduživanja na prinos na kapital. Kao mera efekata zaduživanja koristi se Multiplikator finansijskog leveridža (*Finacial Leverage Multiplier - FLM*), koji predstavlja proizvod između racija finansijskog leveridža (dobija se iz odnosa između imovine i kapitala), i racija finansijskih rashoda (dobija se iz odnosa dobitka pre poreza i EBIT). Konačno, na visinu prinosa na kapital imaju i efekti oporezivanja. Struktura prinosa na kapital na nivou privrede prikazana je u Tabeli 5.

Tabela 5. Petokomponentno razlaganje ROE i efekat finansijskog leveridža

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
1. EBIT marža	7,36	6,56	5,17	5,65	6,97
2. Obrt investiranog kapitala	0,89	0,92	0,94	0,90	1,00
3. Prinos na investirani kapital (1x2)	6,53	6,03	4,88	5,06	6,96
4. Racio finansijskog leveridža	1,66	1,65	1,65	1,67	1,68
5. Racio finansijskih rashoda	0,71	0,77	0,77	0,80	0,84
6. Multiplikator finansijskog leveridža (4x5)	1,18	1,27	1,26	1,34	1,42
7. Prinos na kapital pre poreza (3x6)	7,70	7,66	6,16	6,76	9,85
8. Poresko opterećenje	0,84	0,82	0,78	0,82	0,83
9. Prinos na kapital (7x8)	6,47	6,30	4,80	5,52	8,14
10. Indeks finansijskog leveridža (9/3)	0,99	1,05	0,98	1,09	1,17

Izvor: Obračun autora

Iskazna moć stope prinosa na kapital je izuzetno velika i omogućava prilično detaljnu analizu svake od navedenih komponenti. Ipak, imajući u vidu kontekst i namenu ovog rada, ograničićemo se na nekoliko ključnih zapažanja. Važno je primetiti da je stopa prinosa na kapital u svim analiziranim godinama pozitivna, budući da je u nekim prethodnim analizama ona često bila negativna (Malinić, 2013). U proseku za ceo period je 6,25, pri čemu je ROE najniža u godini koja je prethodila krizi (4,8%) i prvoj godini pandemije 5,52%). Neočekivano, ROE je najveća u 2021. godini, kada iznosi 8,14%. Ovako kretanje stope prinosa na kapital u 2021. godini može da bude rezultat dejstva više faktora. Jedan od razloga je prelazak na novi način iskazivanja prihoda od aktiviranja učinaka i promene vrednosti zaliha učinaka u novim bilansnim šemama, što generalno dovodi do većih prihoda i mogućeg povoljnijeg prikazivanja ROA. Pored toga, ne treba izgubiti iz vida rast cena u 2021. godini, kada su potrošačke cene na kraju godine porasle za 7,9%, dok su cene industrijskih proizvoda povećane za 8,7% (Bilten javnih finansija, decembar, 2022), što je ostavilo traga na kvalitet informacija iskazanih u finansijskim izveštajima. Nije jednostavno razlučiti koliko su realni efekti rasta EBIT marže na prinos na kapital, a koliko posledica drugih navedenih faktora. Otuda je potrebna opreznost u tumačenju dobijenih rezultata.

Zajedno sa prethodnim treba reći da smo prinos ROE računali uzimajući u obzir kapital bez umanjenja za iznos gubitka iznad kapitala. Činjenica je da je taj kapital definitivno izgubljen i da otuda ne može učestvovati u stvaranju prinosa, te je otuda opravdano umanjiti kapital za taj iznos. Međutim, u takvoj situaciji ne možemo izgubiti iz vida činjenicu da vlasnici očekuju prinos na ukupno investirani kapital, a ne samo na deo koji je preostao. To praktično znači da bi stope prinosa na kapital bile niže ukoliko bismo pošli od pretpostavke da privreda treba da zaradi prinos na ukupno anagažovani kapital. Mi smo odlučili da se oslonimo na iznos kapitala koji je zbirno iskazan u pasivi bilansa stanja, a on je umanjen samo za iznos postojećih gubitaka u kompanijama koje nemaju gubitak iznad visine kapitala, dok je gubitak iznad kapitala ostao izvan obračuna. Ukoliko bismo za osnovu obračuna ROE uzeli nominalni iznos kapitala, ne umanjujući ga za iskazane gubitke, situacija sa stopom prinosa na kapital bi bila značajno nepovoljnija i verovatno realnija.

Dodatna opreznost u tumačenju ROE je neophodna zbog činjenice da investicionu osnovu ove stope čini investirani kapital u koji se ne uključuju poslovne obaveze, odnosno spontani izvori finansiranja, koji su generalno beskamtni izvori finansiranja. Ranije smo već napomenuli da je učešće spontanih izvora finansiranja u pasivi visoko (u celom posmatranom periodu u proseku 31,7% i u tom smislu ukazali na zloupotrebu dobavljača. Visoko učešće spontanih izvora finansiranja umanjuje investicionu osnovu za obračun efikasnosti upravljanja neto poslovnim imovinom, povećavajući multiplicirajuće dejstvo na stopu prinosa na imovinu, što prinos na imovinu čini većim u odnosu na neke normalne uslove funkcionisanja privrede. Dodatno, činjenica da su spontani izvori besplatan izvor finansiranja, povoljno utiče na neto dobitak, koji je povoljniji u odnosu na situaciju kada bi postojala zdrava finansijska struktura, koja bi podrazumevala usklađenost po ročnosti pojedinih delova imovine sa izvorima finansiranja. To bi, između ostalog, povećalo učešće dugoročnih dugova i rashoda kamata po tom osnovu.

Efekat finansijskog leveridža, kao proizvod multiplikatora finansijskog leveridža i poreskih efekata ili kao količnik ROE i ROIC, je naizmenično pozitivan i negativan, pri čemu su ostvareni skromni rezultati i u godinama gde je leveridž pozitivan. Multiplikator finansijskog leveridža, preko svojih komponenti (stepena zaduženosti i tereta duga u vidu kamata) pokazuje kako su kombinovani dugovi i kapital u procesu finansiranja imovine i kakvi su efekti zaduživanja, odnosno u kojoj meri je dobitak opterećen rashodima kamata. Dobijeni rezultati navode na zaključak da se privreda približila granici kada novo zaduživanje donosi veće troškove kapitala nego prinose.

Konačno, sasvim je jasno da je profitabilnost ključna determinanta dugoročne održivosti i da kao takva zahteva pažljivu analizu. Profitabilnost je bitna determinanta izloženosti preduzeća kratkoročnim i dugoročnim finansijskim rizicima, ključni preduslov opstanka preduzeća, ali i osnova za kreiranje vrednosti za vlasnike, te u tom smislu određuje atraktivnost preduzeća, grana i sektora za

investitore. Suprotno, kada preduzeća posluju sa gubicima tada se dovodi u pitanje opstanak, uskraćuju prilike za rast, povećava rizik ulaganja i obeshrabruju investitori (Malinić, 2019, 64-66). U tom smislu, dobra vest je da privreda ostvaruje pozitivne neto rezultate, naročito u kontekstu činjenice da ranije dugo godina to nije bio slučaj. Međutim, treba biti oprezan u procenama, zbog činjenice da nije prihvatljiv bilo koji iznos dobitka ili stope prinosa, te da će investitori preferirati ulaganja u preduzeća koja uspevaju da stvore dodatnu vrednost. To znači da će iz iskazanog rezultata moći da pokriju i očekivani prinos vlasnika. Rezultati koje smo dobili ne potvrđuju takvu sposobnost privrede na nacionalnom nivou. Naravno, postoje dobra i za investitore atraktivna preduzeća, ali takođe postoji ne mali broj preduzeća koji nije u stanju to da uradi. Otvoreno je pitanje kako će izgledati performanse privrede u 2022. godini zbog dugoročnih posledica COVID-19 pandemije, rasta inflacije, energetske krize i prestanka državne pomoći. Naravno nove profitabilne investicije su i te kako poželjne, ali se postavlja pitanje mogućnosti njihovog finansiranja, budući da su interno generisani izvori nedovoljni, a kapacitet zaduživanja usled pretećeg nepovoljnog finansijskog leveridža neznatan.

Zaključak

Pandemija COVID-19 je oblikovala okruženje koje je nepovoljno uticalo na sve sfere života, počev od zdravstvene zaštite do ekonomije. Prioriteti su prvenstveno bili usmereni na zaštitu života i zdravlja ljudi, održanje zdravstvenih sistema i stabilizovanje privrednih aktivnosti u takvim okolnostima. Pri tome, mnoge aktivnosti su bile iznuđene: ograničavanje kretanja, obustavljanje ili značajno ograničenje javnog prevoza, zatvaranje graničnih prelaza, delimično zatvaranje ugostiteljskih objekata, otežano snabdevanje poljoprivrednim proizvodima, zatvaranje predškolskih institucija, škola i univerziteta, karantin za rizične grupe, samoizolacija za izlečene bolesnike i sl.

Posledice su bile pad BDP-a, povećanje zaduženosti na nivou država i na nivou preduzeća, disrupcija lanaca snabdevanja, zaustavljanje proizvodnje, povećanje rada od kuće, finansijska podrška države zdravstvenim institucijama, privredi i stanovništvu, budžetski deficiti, pogoršanje fiskalne ravnoteže, rast potraživanja u bankarskom sektoru, pad kredita za privredu i stanovništvo, usporene strane direktne investicije, uzdržanost investitora, pad tržišnih indeksa, povećanje kamatnih stopa i sl.

Imajući prethodno u vidu, realno je bilo očekivati da će analiza potvrditi nepovoljan uticaj pandemije COVID-19 na performanse privrede RS. Ipak, negativni efekti krize nisu vidljivi na nivou percepcije koja možda postoji u javnosti. Razlog tome nisu male štete koje je pandemija usloвила, već prisustvo kompenzacionih efekata u zbirnim finansijskim izveštajima, gde su uključeni svi sektori, kako oni koji su pretrpeli najveće štete, tako i sektori koji su bili u povoljnijoj poziciji. Dobar primer su sektori Smeštaja i ishrane i Informaciono

komunikacionih tehnologija. Prema metodologiji koja je korišćena u ovom radu, prvi je u 2020. godini imao negativan prinos na kapital, skoro 10%, dok je drugi imao pozitivan prinos veći od 10%. Pri tome, videli smo da je u istoj godini prinos na kapital na nivou privrede bio 5,5%. Dakle, pozitivni i negativni efekti na nivou zbirnih finansijskih izveštaja su se jednim delom potirali. Otuda, dalja istraživanja treba da uključe pozicioniranje pojedinačnih sektora u pogledu posledica izazvanih pandemijom.

Drugi važan zaključak možemo izvesti iz analize finansijsko-strukturnih poremećaja i nezadovoljavajuće profitabilnosti. Visoki gubici u bilansima, pri čemu se najveći deo odnosi na gubitke iznad kapitala, dominantnost pozajmljenih izvora u strukturi kapitala, dodatno zaduživanje tokom pandemije, značajno prisustvo spontanizovanih izvora finansiranja, prvenstveno zloupotrebom dobavljača, i drugi strukturni problemi upućuju na zaključak da je povećana ranjivost privrede. To znači da će se efekti pandemije osećati i u narednim godinama. To, naravno, ne znači da se performanse privrede ne mogu ili neće povećavati, već da će one biti manje nego što bi bile da pandemije nije bilo. U nekim sektorima se može očekivati brz oporavak, jer će mnogi problemi nestati sa prekidom pandemije, kao što je slučaj u turizmu, dok će preduzećima iz nekih drugih sektora biti potrebno malo više vremena.

Konačno, ne treba izgubiti iz vida da neke nalaze treba relativizirati. U tom smislu posebno treba biti oprezan zbog uticaja inflacije na performanse, koja se prema procenama neće tako brzo svesti na ciljni nivo. Takođe, visoki gubici i optiranje između različitih investicionih osnova, može menjati predstavu o profitabilnosti. Isključivanje gubitaka iz investicione osnove stvorilo bi bolju predstavu o profitabilnosti, zbog niže investicione osnove. Pitanje je da li je to realna predstava ako imamo u vidu da nešto više od 40% preduzeća iskazuje gubitke u bilansima i da od tog broja preko 55% ima gubitke iznad kapitala. Investitori ipak ne angažuju menadžere da prave gubitke i gube investirani kapital, pa se njihova odgovornost ne može svesti na iznos neto kapitala.

Reference

- APR (2017-2021). *Godišnji bilteni*. Agencija za privredne registre.
- Bilten javnih finansija. (decembar, 2022). Ministarstvo finansija, Republika Srbija.
- Casey, C., Bartczak, N. (1984). Cash Flow - It's Not the Bottom Line. *Harvard Business Review*, July-August, 61–66.
- Filho, W. L., Brandli, L. L., Salvia, A. L., Rayman-Bacchus, L., Platje, J. (2020). COVID-19 and the UN Sustainable Development Goals: Threat to Solidarity or an Opportunity? *Sustainability*, 1–14. doi:doi:10.3390/su12135343
- Freund, C., Mora, G. A. (2021, 3 18). *Supporting Firm Resilience: A Firm Support Program for WBG COVID Phase Two Response*. Retrieved 3 19, 2023, from <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/document>

- detail/323511616131000655/supporting-firm-resilience-a-firm-support-program-for-wbg-covid-phase-two-response
- Gudmundsson, T., Klyuev, V., Medi, L., Boaz, N., Plotnikov, D., Schiffrer, F., Yang, D. (2022). *Emerging Markets: Prospects and Challenges*. International Monetary Fund.
- IMF (2022). *The Impact of the IMF's COVID-19 Support to Developing and Emerging Economies*. International Monetary Fund.
- IMF (2022a). *World economic outlook, Countering the Cost-of-Living Crisis*. Washington, October.
- Malinić, D. (2013). Insufficiency of Serbian Economy's Operating Performances: Manifestations, Causes, and Main Guidelines of Recovery. *Ekonomika preduzeća, Journal of Business Economics and Management*, LXI(1-2), 41–62.
- Malinić, D. (2019). Challenges of creating sustainable growth in infrastructure sectors: the gap between ambitions and capabilities. *Ekonomika preduzeća, Serbian Association of Economists Journal of Business Economics and Management*, January-February, 51–72.
- Malinić, D., Vučković Milutinović, S. (2023). Investing in the SDGs and Reporting by ESG Metrics: The Accounting Perspective. *Ekonomika preduzeća, Journal of Business Economics and Management*, LXXI(1-2), 77–100.
- Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N. (2023). *Upravljačko računovodstvo*. Centar za izdavačku delatnost: Ekonomski fakultet.
- Menezes, A., Muro, S. (2020). *COVID-19 Outbreak: Implications on Corporate and Individual Insolvency*. World Bank Group.
- UN (2015). *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. New York: United Nations.
- Wahlen, J. M., Baginski, S. P., Bradshaw, M. T. (2011). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuations: A Strategic Perspective*. Mason: South Western, Cengage Learning.
- WHO (2023, April 1). COVID-19 Weekly Epidemiological Update. *Global Overview*.
- WHO Coronavirus Dashboard (2023, April 1). Preuzeto sa <https://covid19.who.int/>
- World Bank (2023). *The World Bank Group's Early Support to Addressing the COVID-19 Economic Response, April 2020-June 2021. An Early-Stage Evaluation*. Washington: Independent Evaluation Group.
- Zakon o stečaju (n.d.). Službeni glasnik RS, br. 104/2009, 99/2011 - dr. zakon, 71/2012 - odluka US, 83/2014, 113/2017, 44/2018 i 95/2018.

CONSEQUENCES OF COVID-19 PANDEMIC ON THE PERFORMANCE OF THE ECONOMY OF SERBIA

Abstract: *The COVID-19 pandemic has significantly impacted the national and global economy. The negative effects were not manifested in the same way everywhere. Developed economies were generally more resilient while developing countries were more vulnerable and suffered more significant consequences. Analysis of the consequences of COVID-19 on the economy of the Republic of Serbia confirmed negative trends during the pandemic, but at the economic level they were not significantly different from the period before the pandemic. There are two critical reasons for this. First, after the first wave of the pandemic, which manifested itself in the financial statements for 2020, negative trends were noticeable. Already in 2021, due to the help and incentive measures of the state, the consequences were less visible. The second reason is that some sectors suffered severe damage, such as transport, tourism and catering, agriculture, and construction, while on the other hand, the information technology sectors, partly food and pharmaceutical industries, were in a much more favorable position. The sectors more affected by the quarantine measures were exposed to a reduction in production, a decline in revenue and net income, and a deterioration in the financial position. Unfortunately, in aggregated financial statements, these offsetting effects obscure the impact of the pandemic on individual sector performance.*

Keywords: *COVID-19, performance, risks, profitability, liquidity.*