



Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet
Niš, 24. jun 2022.

XXVII Naučni skup
**REGIONALNI RAZVOJ I DEMOGRAFSKI TOKOVI
ZEMALJA JUGOISTOČNE EVROPE**

UTICAJ PANDEMIJE NA FINANSIJSKE PERFORMANSE REALNOG SEKTORA SRBIJE

Dr Vukašin Kuč*

Dr Savka Vučković Milutinović*

Rezime: Višegodišnji trend ekonomskog rasta privrede Srbije privremeno je zaustavljen 2020. godine pod uticajem globalne epidemije. Predmet istraživanja ovog rada je uticaj pandemije izazvane virusom COVID-19 na osnovne parametre finansijskog zdravlja preduzeća u Srbiji. Iako je Srbija zabeležila pad GDP od svega -0.9% u 2020. godini, što se svrstava među najbolje rezultate u Evropi, pandemija je dovela do tektonskih poremećaja i razornih efekata u pojedinim segmentima privrede, dok su u isto vreme pojedine grane doživele procvat. U nameri da se pruži dublji uvid u efekte krize u jeku pandemije, fokus posmatranja biće na pojedinačnim sektorima, kao i segmentima mikro, malih, srednjih i velikih preduzeća.

Ključne reči: pandemija, Srbija, realni sektor, finansijske performanse

1. Uvod

Ekonomska kriza izazvana pandemijom globalnih razmera privremeno je zaustavila momentum rasta privrede Srbije. U poređenju sa globalnom finansijskom krizom iz 2008. godine, koja je pojačala strukturne neravnoteže i produbila unutrašnju krizu, globalna pandemija izazvana virusom COVID-19 došla je u vreme povoljnijih makroekonomskih trendova domaće privrede. Kada je reč o globalnoj finansijskoj krizi, prvi udar i ujedno najveći pad nivoa privredne aktivnosti u Srbiji zabeležen je godinu dana kasnije, odnosno 2009. godine, kada je stopa realnog rasta BDP Srbije iznosila -2.7%. Najviše su pogođeni sektor građevine (-19,7%), prerađivačke industrije (-15,8%) i trgovine (-7,5%). U slučaju pandemije, talas krize se širio neverovatnom brzinom, mimo uobičajenih tokova robe, novca i kapitala, te su i posledice krize bile vidljive momentalno. Privedna aktivnost Srbije u 2020. godini se kontrahovala za 0,9% pri čemu su najvišu cenu platio uslužni sektor. U fokusu ovog rada biće analiza finansijskih performansi privrede Srbije u periodu od 2016-2020. godine. Petogodišnji vremenksi horizont obuhvata period pre izbijanja krize izazvane pojavom virusa COVID-19, kao i prvu godinu krize, kada je zabeležen i najveći pad privredne aktivnosti na globalnom nivou.

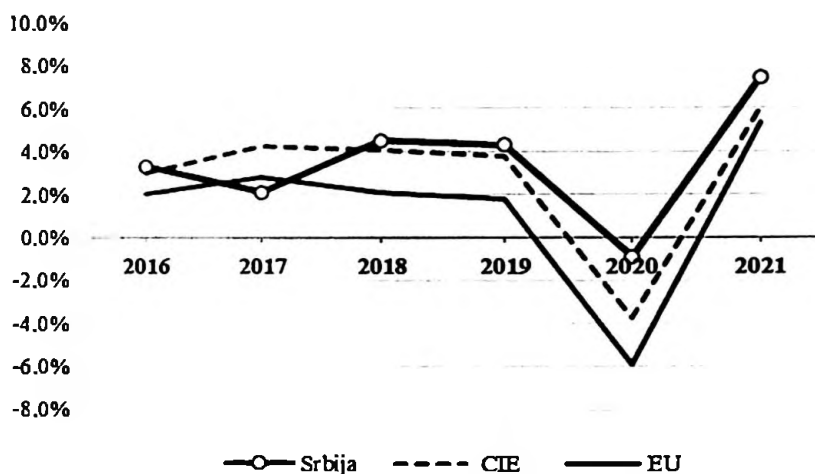
* Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Srbija; vukasin.kuc@ekof.bg.ac.rs

* Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Srbija; savka.vuckovic@ekof.bg.ac.rs

2. Makroekonomski kontekst

Polazište u radu predstavlja kratak osvrt na makroekonomske trendove Srbije imajući u vidu da se analiza preduzeća, a naročito privrede, ne može se vršiti izolovano od opšteg konteksta privređivanja. U periodu koji je prethodio pandemiji (2016-2019), domaća privreda je po mnogim parametrima beležila dobre rezultate. Međugodišnji ekonomski rast Srbije se kretao u intervalu između 2 i 4,5% i bio je iznad proseka zemalja centralno-istočne Evrope i EU, sa izuzetkom u 2017. godini. Inflacija je bila na relativno niskom nivou (u proseku oko 2%), kurs dinara prema evru stabilan, budžetski deficit na minimalnom nivou, stopa nezaposlenosti se smanjila sa 16,4% na 11,2%, dok se prosečna plata povećala sa 374 na 466 evra (NBS, 2022).

Kretanje privrednog rasta Srbije, centralno-istočne Evrope i EU



Izvor: Eurostat

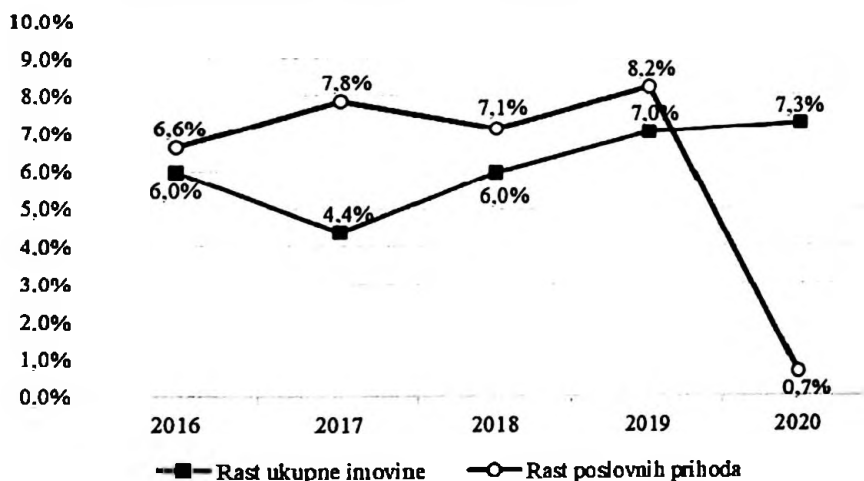
Zdravstvena kriza izazvana pandemijom pogodila je čitavo društvo, a za sobom ostavila brojne kratkoročne i dugoročne posledice po privredu. Na samom početku Srbija je primenjivala najrestriktivnije epidemiološke mere u Evropi, da bi u drugoj polovini godine došlo do značajnog popuštanja što je imalo za posledicu blaže mere u odnosu na prosek evropskih zemalja. Da bi se ublažile posledice krize i stvorili uslovi za oporavak, vlada je uvela niz mera monetarnih i fiskalnih podsticaja u vrednosti od 2,2 milijarde evra (4,2% BDP). Ove mere ekonomskih politika u kombinaciji sa relativno blažim epidemiološkim merama dovele su do toga da Srbija zabeleži najmanji pad ekonomske aktivnosti u centralno-istočnoj Evropi u 2020. godini (-0,9%). Pretkrizni nivo privredne aktivnosti je već dostignut u prvom kvartalu 2021. godine, a potom i nadmašen. Industrijska proizvodnja u 2020. godini je povećana za 0,4%, strane direktne investicije smanjene na nivo od 2,9 milijardi evra, dok je spoljnotrgovinska razmena (i uvoz i izvoz) smanjena za oko 5%. Ekspanzivna monetarna i fiskalna politika, pored vidnih benefita, dovela je i do budžetskog deficita od -8% BDP, dok se javni dug povećao za 2,7 milijarde evra dostigavši nivo od 57,4% BDP (Ministarstvo finansija, 2022).

3. Finansijske performanse realnog sektora Srbije

Finansijska analiza je sprovedena na podacima iz agregiranih finansijskih izveštaja, nastalih sumiranjem individualnih godišnjih finansijskih izveštaja svih privrednih duštava iz realnog sektora Srbije (Agencija za privredne registre - APR). U periodu od 2016-2020. godine, privredu Srbije je činilo između 128 i 131 hiljadu preduzeća. Najveći broj preduzeća je sa sedištem na području Beograda (46%) i Vojvodine (25%), zatim u Šumadiji i Zapadnoj Srbiji (18%), dok na području Južne i Istočne Srbije posluje oko 11% preduzeća. U ukupnom broju dominiraju mikro (87%) i mala preduzeća (11%), dok je učešće srednjih i velikih preduzeća iznosilo 1,6% i 0,4%, respektivno. Najveći broj preduzeća posluje u sektoru trgovine na veliko i malo (30%), prerađivačkoj industriji (16%) i građevinarstvu (9%).

Izbijanje pandemije je dovelo do naglog pada nivoa poslovne aktivnosti realnog sektora Srbije. Stopa nominalnog rasta ukupnih prihoda od prodaje realnog sektora se smanjila sa 8,2% u 2019. na 0,7% u 2020. godini, dok se knjigovodstvena vrednost ukupne poslovne imovine povećala za 0,3 procentna poena. Zdravstvena kriza izazvana pandemijom se manifestovala na ključne parametre finansijskog zdravlja posmatranih preduzeća.

Rast poslovne imovine i poslovnih prihoda realnog sektora



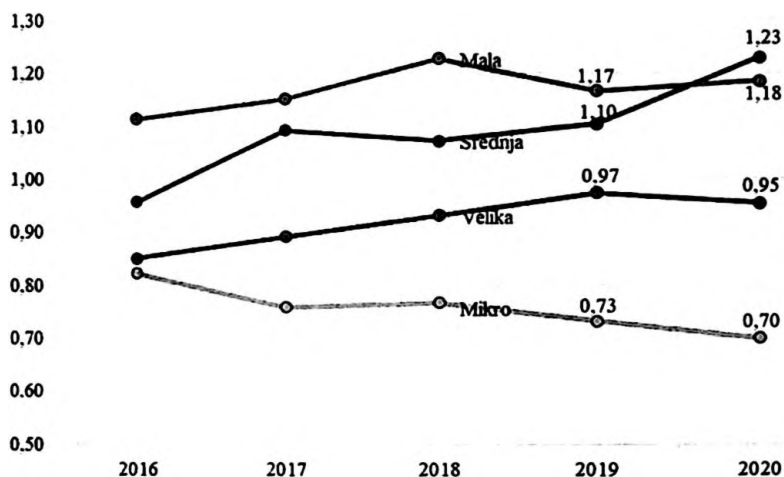
Izvor: Kalkulacije autora na bazi podataka APR

3.1. Likvidnost

Ukupna vrednost obrtne imovine preduzeća iz realnog sektora je manja od iznosa ukupnih kratkoročnih obaveza što nedvosmisleno ukazuje na prisustvo nelikvidnosti. Racio tekuće likvidnosti je ispod 1 tokom celokupnog perioda posmatranja. Ovako niske vrednosti racija tekuće likvidnosti indikator su i loše finansijske strukture. Zdrava i likvidna preduzeća deo obrtnih sredstava (zalihe, pre svega) finansiraju iz dugoročnih izvora. U našoj privredi imamo suprotan slučaj, deo stalne imovine se finansira iz kratkoročnih izvora (negativan neto obrtni kapital). U periodu od 2016 do 2018. godine, zabeležen je trend poboljšanja likvidnosti imajući u vidu da se racio tekuće likvidnosti povećao sa 0,91 na

0,96, nakon čega stagnira. Nepromenjen nivo likvidnosti realnog sektora u 2020. godini je neočekivan rezultat na prvi pogled. Međutim, pogoršanje tekuće likvidnosti u segmentima mikro i velikih preduzeća je neutralisano rastom likvidnosti malih i srednjih preduzeća, usled čega je ratio tekuće likvidnost celokupnog realnog sektora ostao isti. Odsustvo značajnog pogoršanja likvidnosti se može pripisati kao zasluga izdašnih fiskalnih i monetarnih mera koje su ublažile pritisak kratkoročnih obaveza na smanjene prilive gotovine iz poslovanja. To se, pre svega, odnosi na moratorijume na finansijske obaveze i pomoć države u isplati plata.

Kretanje tekuće likvidnosti prema veličini preduzeća



Izvor: Kalkulacije autora na bazi podataka APR

Pandemija je najviše pogodovala likvidnosti trgovinskih preduzeća, čiji ratio tekuće (rigorozne) likvidnosti se povećao sa 1,10 (0,67) u 2019. na 1,21 (0,74) u 2020. godini, kao i preduzećima iz oblasti informisanja i komunikacija i građevinarstva. Nasuprot tome, najveći pad likvidnosti su zabeležili rudarstvo, saobraćaj i skladištenje (pogledati tabelu 1). U uslovima pada domaće ali i eksterne tražnje za osnovnim metalima, ratio tekuće likvidnosti sektora rudarstva se smanjio sa 1,45 na 1,07, dok se ratio redukovane likvidnosti smanjio sa 0,75 na 0,57.

Tabela 1. Likvidnost preduzeća prema sektorskoj pripadnosti

		2016	2017	2018	2019	2020
Poljoprivreda i šumarstvo	Tekući	0,95	0,97	1,00	1,04	1,02
	Rigorozni	0,57	0,56	0,58	0,61	0,61
Rudarstvo	Tekući	0,95	0,97	1,31	1,45	1,07
	Rigorozni	0,72	0,69	0,76	0,75	0,57
Prerađivačka industrija	Tekući	0,88	0,93	1,01	1,04	0,99
	Rigorozni	0,56	0,57	0,61	0,64	0,61
Snabdevanje električnom energijom	Tekući	0,65	0,62	0,60	0,81	0,77
	Rigorozni	0,55	0,51	0,48	0,61	0,60

Uticaj pandemije na finansijske performanse realnog sektora Srbije

		2016	2017	2018	2019	2020
Gradevinarstvo	Tekući	0,77	0,80	0,85	0,90	0,95
	Rigorozni	0,48	0,50	0,54	0,57	0,59
Trgovina na veliko i malo	Tekući	1,04	1,05	1,09	1,10	1,21
	Rigorozni	0,64	0,63	0,66	0,67	0,74
Saobraćaj i skladištenje	Tekući	0,84	0,78	0,91	0,63	0,51
	Brzi	0,74	0,69	0,79	0,54	0,44
Usluge smeštaja i ishrane	Tekući	0,64	0,59	0,59	0,59	0,62
	Rigorozni	0,51	0,47	0,47	0,46	0,48
Informisanje i komunikacije	Tekući	0,96	1,01	0,76	0,73	0,80
	Rigorozni	0,83	0,89	0,67	0,64	0,71

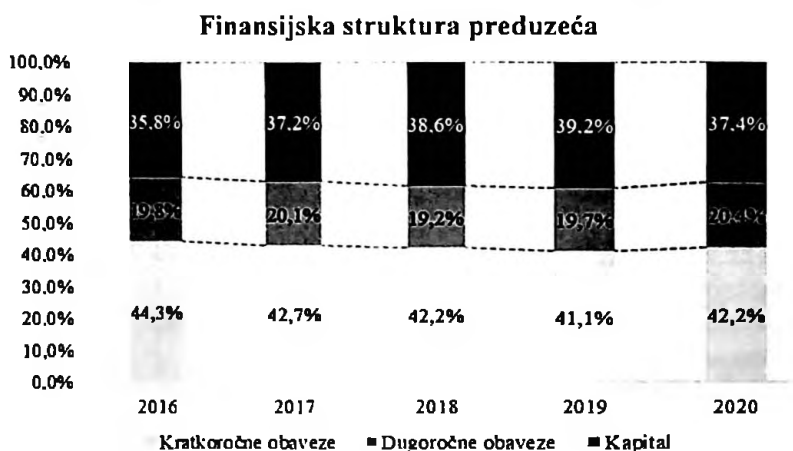
Izvor: Kalkulacije autora na bazi podataka APR

3.2. Finansijska struktura

Ponašanje finansijske strukture preduzeća u Srbiji najbolje opisuje tzv. teorija hijerarhijskog poretka prema kojoj preduzeća najpre pribegavaju upotrebi internih izvora finansiranja (akumulacija i amortizacija), a tek onda nedostajuća sredstva pribavljaju iz eksternih izvora (Denčić-Mihajlov et al., 2015; Kuč & Kaličanin, 2021). Pandemija je zaustavila višegodišnji trend jačanja finansijske strukture realnog sektora koji se ogledao u rastu učešća sopstvenih izvora finansiranja uz istovremeno smanjenje i kratkoročnih i dugoročnih obaveza. U periodu od 2016. do 2019. godine, učešće sopstvenog kapitala se povećalo sa 35,8% na 39,2% ukupnih izvora. Međutim, u 2020. godini je ostvareno pogoršanje finansijske struktura usled rasta ukupnih obaveza. U uslovima pada nivoa poslovne aktivnosti, za pokriće fiksnih troškova preduzeća su nužno pribegavala zaduživanju kod banaka. To potvrđuje i kreditna aktivnost bankarskog sektora, imajući u vidu da su krediti odobreni preduzećima za likvidnost i obrtna sredstava imali najveći međugodišnji rast.

Smanjenju relativnog učešća sopstvenog kapitala su doprineli i gubici iz poslovanja koji su dodatno erodirali vrednost vlasničkog kapitala. Broj preduzeća koja su poslovala sa gubicima se povećao za 8% (APR, 2022). Spontani izvori finansiranja, tj. prevajivanje tereta finansiranja na dobavljače i prolongiranje izmirenja obaveza je veoma ukorenjena praksa u našoj privredi, što dovodi do tzv. spirale nelikvidnosti (Denčić-Mihajlov et al., 2015; Kuč, 2015).

Preduzeća su se zaduživala pod ekstremno povoljnim uslovima za naše standarde, imajući u vidu da je referentna kamatna stopa NBS spuštena na istorijski minimum od 1%. Uvođenje moratorijuma dovelo je do odlaganja otplata dugova, te se novim i povoljnim kreditima brzo kumulirao ukupan nivo duga u 2020. godini, čija otplata je usledila tek naredne godine. Sa druge strane, u odsustvu značajnijih investicija, mnoga preduzeća su raspoloživa sredstva koristila na otplatu dugova i jačanje finansijske fleksibilnosti u veoma neizvesnom okruženju. Struktura kapitala predstavlja determinantu fleksibilnosti preduzeća. Da li će i u kojoj meri biti sposobna da odgovore na šanse i opasnosti iz okruženja, u velikoj meri zavisi od tekuće finansijske strukture preduzeća (Kuč & Kaličanin, 2021).



Izvor: Kalkulacije autora na bazi podataka APR

Veličina preduzeća u Srbiji je negativno korelisana sa visinom finansijskog leveridža. Segment mikro preduzeća odlikuje najviši nivo zaduženosti. Ono što posebno zabrinjava je to što je vrednost ukupnih obaveza mikro preduzeća u 2020. godini nadmašila vrednost imovine. Sa druge strane, velika preduzeća odlikuje najmanje učešće pozajmljenog kapitala ali nepovoljnom ročnom strukturom jer dominiraju kratkoročne obaveze. Segment malih i srednjih preduzeća je smanjio relativno učešće duga, što je išlo u korist njihove likvidnosti. Sektorski posmatrano, najveći rast zaduženosti registrovan je kod preduzeća iz prerađivačke industriji, a potom i preduzeća iz oblasti logistike i ugostiteljstva (Tabela 2).

Tabela 2. Indikatori finansijskog leveridža po sektorima

		2016	2017	2018	2019	2020
Poljoprivreda i šumarstvo	Dug/Kapital	0,98	0,76	0,84	0,77	0,75
	Pokriće kamata	4,05	2,38	2,42	3,25	8,22
Rudarstvo	Dug/Kapital	1,84	1,85	0,87	0,77	0,95
	Pokriće kamata	3,27	3,71	5,05	7,62	0,85
Prerađivačka industrija	Dug/Kapital	3,23	2,48	2,06	1,81	2,25
	Pokriće kamata	6,05	5,70	7,79	9,79	14,26
Snabdevanje električnom energijom	Dug/Kapital	0,90	0,78	0,85	0,66	0,74
	Pokriće kamata	6,69	4,99	4,57	2,66	4,41
Građevinarstvo	Dug/Kapital	1,77	1,84	1,99	2,26	2,29
	Pokriće kamata	1,70	1,63	3,57	6,44	9,05
Trgovina na veliko i malo	Dug/Kapital	2,98	3,00	2,67	2,58	2,27
	Pokriće kamata	6,81	7,79	10,42	12,67	16,07
Saobraćaj i skladištenje	Dug/Kapital	0,88	0,89	1,02	1,18	1,35
	Pokriće kamata	5,78	5,21	15,85	3,58	0,44
Usluge smeštaja i ishrane	Dug/Kapital	1,76	1,93	1,86	1,97	2,20
	Pokriće kamata	1,97	1,97	2,72	2,88	(4,87)
Informisanje i komunikacije	Dug/Kapital	2,01	1,93	2,00	2,21	1,99
	Pokriće kamata	14,43	16,76	17,27	12,07	13,66

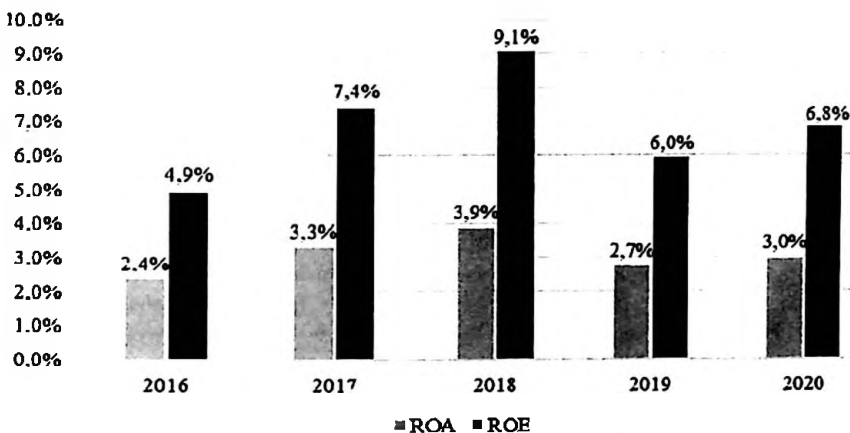
Izvor: Kalkulacije autora na bazi podataka APR

3.3. Profitabilnost

U periodu od 2016. do 2018. godine, domaća privreda je bila na putanji ubrzanog rasta prinosa na ulaganja, dok je profitabilnost u 2019. godini bila na nižem nivou. Za razliku od finansijske strukture, profitabilnost realnog sektora u 2020. godini nije narušena. U poređenju sa 2019. godinom, prinos na ukupnu imovinu (ROA) se povećao sa 2,7% na 3,0%, dok se prinos na vlasnički kapital (ROE) povećao za 0,8 procentnih poena, dostižući nivo od 6,8%. Brži rast ROE u odnosu na ROA može se delom pripisati efektima pozitivnog finansijskog leveridža u uslovima niskih kamatnih stopa. U ukupnom broju preduzeća, 53% preduzeća je poslovalo sa neto dobitkom, 25% sa neto gubitkom, dok je ostatak iskazao nulti profit u 2020. godini.

Rast ukupne profitabilnosti je generisan prvenstveno zahvaljujući segmentu malih i srednjih preduzeća koja su obezbedila dvocifrene prinose svojim vlasnicima (10,5% i 12%, respektivno). Profitabilnost vlasnika (ROE) najvećih preduzeća u Srbiji je blago smanjena (sa 4,5% u 2019. na 4,3% u 2020. godini), dok je segment mikro preduzeća poslovao sa gubicima iznad nivoa kapitala, na šta je upućivala i njihova finansijska struktura.

Pokazatelji profitabilnosti realnog sektora Srbije



Izvor: Kalkulacije autora na bazi podataka APR

Uprkos pandemiji, većina sektora je poslovalo profitabilno, gde se pre svega izdvajaju trgovinska preduzeća i preduzeća iz sektora informisanja i komunikacija koja su ostvarila dvocifrene stope prinosa na vlasnički kapital (tabela 3). Izuzetak čine sektori koji su direktno pogođeni pandemijom, odnosno epidemiološkim merama. Najveći pad profitabilnosti su zabeležila preduzeća koja se bave uslugama smeštaja i ishrane čiji su ROA i ROE u 2020. godini iznosili -3,4% i -12,4%, respektivno. U uslovima visokih barijera mobilnosti, preduzeća iz oblasti saobraćaja i skladištenja su, takođe, poslovale za negativnim finansijskim rezultatom. Stopa prinosa na ukupnu imovinu ovih preduzeća je smanjena sa 1,6% u 2019. na -0,5% u 2020. godini, dok su se prinosi na vlasnički kapital smanjili sa 2,2 na -2,2%.

Tabela 3. Indikatori profitabilnosti realnog sektora

		2016	2017	2018	2019	2020
Poljoprivreda i šumarstvo	ROA	1,8%	1,4%	0,2%	-0,3%	1,3%
	ROE	2,4%	1,7%	-0,2%	-1,0%	1,9%
Rudarstvo	ROA	3,6%	3,5%	20,5%	3,3%	0,6%
	ROE	7,7%	5,5%	44,8%	5,2%	0,3%
Prerađivačka industrija	ROA	4,0%	5,5%	4,1%	3,9%	4,0%
	ROE	14,3%	17,8%	11,4%	10,2%	11,2%
Snabdevanje električnom energijom	ROA	2,3%	2,3%	0,7%	0,6%	1,8%
	ROE	3,4%	3,5%	0,7%	0,4%	2,4%
Građevinarstvo	ROA	0,3%	0,9%	2,4%	2,2%	3,2%
	ROE	-1,2%	0,8%	5,3%	5,7%	9,1%
Trgovina na veliko i malo	ROA	2,4%	3,6%	3,8%	3,3%	5,3%
	ROE	7,5%	12,2%	12,8%	10,5%	16,8%
Saobraćaj i skladištenje	ROA	2,7%	2,7%	7,8%	1,6%	-0,5%
	ROE	4,0%	4,1%	14,4%	2,2%	-2,2%
Usluge smeštaja i ishrane	ROA	-1,0%	1,9%	1,7%	1,1%	-3,6%
	ROE	-4,4%	3,2%	3,4%	1,9%	-12,4%
Informisanje i komunikacije	ROA	6,3%	7,9%	6,9%	5,6%	5,8%
	ROE	18,4%	22,3%	19,4%	15,7%	16,6%

Izvor: Kalkulacije autora na bazi podataka APR

4. Zaključak

Rezultati finansijske analize na nivou realnog sektora pokazuju da je pad nivoa poslovnih aktivnosti u 2020. godini bio praćen pogoršanjem finansijske strukture, rastom ukupne profitabilnosti, dok je tekuća likvidnost ostala nepromenjena u odnosu na 2019. godinu. Kriza izazvana pandemijom virusa COVID-19 najviše je ugrozila segment najmanjih preduzeća u Srbiji imajući u vidu nepovoljan trend svih parametara finansijskog zdravlja. Svodni efekat ovog uticaja su gubici iznad nivoa kapitala i ukupne obaveze koje prevazilaze vrednost poslovne imovine. Sa druge strane, najbolje performanse u uslovima zdravstvene krize su pokazala mala i srednja preduzeća koja su zabeležila rast likvidnosti i dvocifrene stope prinosa na vlasnički kapital uz smanjenje nivoa zaduženosti. Sektorski posmatrano, kriza je devastirala preduzeća iz sektora saobraćaja i skladištenja, kao i pružaoci usluga smeštaja i ishrane koji su direktno pogođeni epidemiološkim merama. Interesantno je to što su sektori koji su bili najviše pogođeni globalnom ekonomskom krizom iz 2008. godine pokazali najveći stepen rezistentnosti u pandemijskoj krizi.

Novi sojevi virusa javljali su se tokom 2021. godine što je otežavalo i usporavalo ekonomski oporavak na globalnom nivou. Poremećaji u lancima snabdevanja, energetska kriza i inflacija koja u pojedinim zemljama dostiže istorijske rekorde predstavljaju ključne probleme današnjice, koji su dodatno pojačani tekućim geopolitičkim konfliktima. Stoga, pitanje uticaja pandemije ostaje aktueleno i biće predmet budućih istraživanja.

Literatura

- APR (2022). *Godišnji bilten finansijskih izveštaja*, preuzeto sa: <https://www.apr.gov.rs/registri/finansijski-izvestaji/publikacije/godisnji--bilten-finansijskih-izvestaja.2127.html>, pristupljeno: 10. marta 2022.
- Denčić-Mihajlov, K., Malinić, D., & Grabiński, K. (2015). Capital structure and liquidity during the financial crisis in Serbia: implications for the sustainability of the economy. *Post-Communist Economies*, 27(1), 91–105.
- Kuč, V. (2015). The analysis of financial structure in the largest enterprises in Serbia, *Ekonomika preduzeća*, 63(7-8), 399-412.
- Kuč, V. (2018). Sustainability of the biggest business controversial enterprises in Serbia, *Ekonomika preduzeća*, 66(7-8), 401-411.
- Kuč, V., & Kaličanin, Đ. (2021). Determinants of the capital structure of large companies: Evidence from Serbia. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34, 590-207.
- Ministarstvo finansija Republike Srbije (2022). Makroekonomski podaci, preuzeto sa: <https://www.mfin.gov.rs/dokumenti2/makroekonomski-podaci>, pristupljeno: 5. aprila 2022.
- NBS (2022). Osnovni makroekonomski pokazatelji, preuzeto sa: https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/statistika/ostalo/osnovni_makroekonomski_indikatori.xls, pristupljeno: 5. aprila 2022.

THE IMPACT OF THE PANDEMIC ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF THE REAL SECTOR OF SERBIA

Abstract: The long-term trend of economic growth of the Serbian economy was temporarily stopped in 2020 under the influence of the global pandemic. The subject of this paper is the impact of the pandemic caused by the COVID-19 virus on the key parameters of the financial health of companies in Serbia. Although Serbia recorded a decline in GDP of only -0.9% in 2020, which is among the best results in Europe, the pandemic led to tectonic disturbances and devastating effects on certain segments of the economy, while at the same time some branches flourished. In order to provide a deeper insight into the effects of the crisis in the midst of the pandemic, the focus of observation will be on individual sectors, as well as segments of micro, small, medium, and large enterprises.

Key words: pandemic, Serbia, real sector, financial performance.