

ANALIZA LIKVIDNOSTI I SOLVENTNOSTI REALNOG SEKTORA PRIVREDE SRBIJE 2018-2019

Sandra Zajmi | Prof. dr; Profesor strukovnih studija; Visoka strukovna škola za ekonomiju i upravu, Imotska 1, Beograd, Srbija; sandra.zajmi@gmail.com

***Sažetak:** Pitanja likvidnosti i solventnosti kompanija, a ne samo pitanja profitabilnosti, od krucijalne su važnosti u kontekstu razmatranja budućeg poslovanja kompanija, a samim tim i privrednih sektora i privrede u celini. Već nekoliko godina unazad, potrebna kratkoročna sredstva i dalje nisu dovoljna za servisiranje tekućih obaveza. Stope likvidnosti su na polovini od zadovoljavajućeg nivoa, dok rast dugoročnih kredita, zajedno sa sopstvenim kapitalom, još uvek nije dovoljan za finansiranje stalne imovine (solventnost). Pitanja likvidnosti i solventnosti utiču kako na efikasnost tj produktivnost kompanije, tako i posredno na profitabilnost. U radu se na bazi raspoloživih informacija razmatraju rezultati realnog sektora privrede Srbije za period 2018-2019, u kontekstu likvidnosti i solventnosti, kao i odabranih pojedinih sektora, a pomoću opšteprihvaćenih indikatora. U novonastaloj situaciji izazvanom virusom COVID 19, kompanije su se našle u poziciji, da mnoge imaju potrebu za dodatnim kapitalom, kako bi poboljšale i uskladile finansijsku strukturu. Rezultat analize upućuje na zaključke da u pogledu prihoda i rentabilnosti realnog sektora neće doći do značajnih promena u kratkom roku, ali da će kriza uslovljena koronavirusom najviše pogoditi mala, mikro i srednja preduzeća kada su u pitanju likvidnost i solventnost, a koja već imaju narušenu ravnotežu u tom pogledu. U dugom roku, narušena solventnost, a potom i likvidnost uticaće i na još uvek dobru profitabilnost sektora. U tom osvrtnu, pitanja solventnosti imaju značajniji uticaj, jer će dugoročno gledano, ako se ne preduzmu korektivne mere, usloviti nemogućnost plaćanja dugoročnih dospelih obaveza, te uticati na povećanje kompanija koje posluju bez kapitala i povećati broj privrednih društava u blokadi. Sektori koji će imati najveće probleme i u pogledu likvidnosti i u pogledu solventnosti su sasvim sigurno saobraćaj, smeštaj i ishrana, umetnost, zabava i rekreacija, a vrlo verovatno i građevinarstvo.*

Ključne reči: likvidnost; solventnost; sektorska analiza; privredna kretanja.

JEL klasifikacija: E37

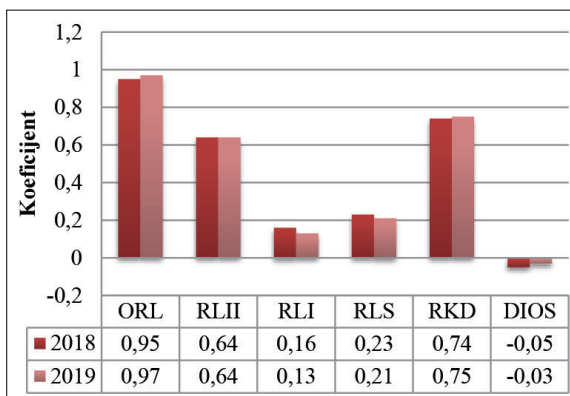
UVOD

Mnoge države, pa tako i Srbija, su se u prethodnih nekoliko godina oporavljale od posledica finansijske krize, a 2014. godina smatra se i godinom kada smo se suočavali i sa posledicama poplava. U poslednjih šest godina započet je period postepenog rasta privrede Srbije, rast BDP-a, kao i uvećanje obima poslovnih aktivnosti. Kada se posmatra celokupna privreda ili pojedinačna privredna društva, najčešći primarni pokazatelji koji mere uspešnost i koji se uzimaju u obzir su pokazatelji profitabilnosti tj rentabilnosti, kao i pokazatelji o akcijama, ako je društvo akcionarsko, tj pokazatelji tržišne vrednosti kompanije. Razlog za to jesu prvenstveno interesi investitora, vlasnika, akcionara, koji donose odluke da li uložiti sredstva u kompaniju ili ne. Iz tog razloga su i kompanije zainteresovane da im pokazatelji iz ove sfere budu na nivou pokazatelja koje pokazuje privreda u celini ili grana kojoj kompanija pripada. Međutim, u periodu oporavka privrede, kao i u novonastaloj situaciji izazvanom virusom COVID 19, kompanije su se našle u poziciji, da mnoge imaju potrebu za dodatnim kapitalom, kako bi poboljšale i uskladile finansijsku strukturu. Mnoge to rade ili pribavljanjem novih kredita od kreditora kao što su banke, ili restrukturiranjem postojećih ili konvertovanjem kratkoročnih u dugoročne kredite, kako bi imali više vremena za otplatu, ili pak povećavanjem obaveza iz poslovanja, dakle dugovanja dobavljačima zarad otplate kredita i ostalih obaveza. Upravo su zato i pitanja likvidnosti i solventnosti kompanija, a ne samo pitanja profitabilnosti, od krucijalne važnosti u kontekstu razmatranja budućeg poslovanja kompanija, a samim tim i privrednih sektora i privrede u celini. Dok su investitori oni koji su zainteresovani za pokazatelje profitabilnosti, kreditori su ti koji su zainteresovani za pokazatelje likvidnosti i solventnosti. Likvidnost predstavlja sposobnost preduzeća da plaća dospele obaveze i to one kratkoročne obaveze, tj one koje dospevaju u periodu do godinu dana, dok je solventnost sposobnost preduzeća da plaća dospele dugoročne obaveze, tj one koje dospevaju za više od jedne godine. U pogledu profitabilnosti mnoge privredne grane su znatno poboljšale svoje performanse u zadnjih šest godina, čak je i stopa izgubljenog kapitala (gubitak iznad visine kapitala) opala sa 43,7 odsto 2014.god na 36,5 odsto 2019.god. Gubitak iznad kapitala u vrednosti od 11,9 mlrd. EUR iskazalo je 25.267 preduzeća u 2019. god, odnosno čak 24,2% preduzeća poslovalo je bez kapitala. (Agencija za privredne registre, 2020) Međutim, to je i dalje ogroman procenat, jer upućuje da čak 24,2 odsto kompanija posluje bez kapitala i da su izgubili i veliki deo tuđeg (pozajmljenog) kapitala. Uz pomenuto, potrebna kratkoročna sredstva i dalje nisu dovoljna za servisiranje tekućih obaveza. Stope likvidnosti su na polovini od zadovoljavajućeg nivoa, dok rast dugoročnih kredita, zajedno sa sopstvenim kapitalom, još uvek nije dovoljan za finansiranje stalne imovine (solventnost). Pitanja likvidnosti i solventnosti utičaće na efikasnost tj produktivnost kompanije, jer od sposobnosti kompanije da servisira obaveze, utiče i njegova sposobnost da efikasno upravlja svojom imovinom. Posledično, pitanja efikasnosti utiču na profitabilnost, jer prihodi i rashodi i njihova razlika (dobitak ili gubitak) proističu iz angažovanja sredstava i izvora finansiranja (aktive i pasive) neke kompanije. (Knežević, 2008) Ako su sredstva i izvori efikasno korišćeni, firma ostvaruje dobitak, u protivnom ostvaruje gubitak. (Knežević, 2008) Iz toga sledi da likvidnosti i solventnost utiču ne samo na efikasnost, nego i posredno na rentabilnost kompanije. Iz tog razloga, ovaj rad pozabaviće se pitanjima likvidnosti i solventnosti realnog sektora privrede Srbije u periodu 2018. i 2019. godine, kao i pojedinih izabranih privrednih sektora.

U radu se analiziraju performanse isključivo realnog sektora privrede. Informacije će se prevashodno bazirati na dostupnim podacima sa sajta Agencije za privredne registre, koji svake godine objavljuje makroekonomske podatke za privredu i sve privredne sektore. Polovinom ove 2021.godine sa nestrpljenjem očekujemo i finansijske izveštaje za 2020. godinu, gde ćemo moći sagledati realne efekte uticaja koronavirusa, koji je zadao ogromne probleme kompanijama, a posebno onima iz sektora ugostiteljstva, umetnosti, turizma, avio saobraćaja itd.

Prema izveštaju o tekućim makroekonomskim kretanjima koji je Ministarstvo finansija objavilo u septembru prošle godine, (Ministarstvo finansija RS, 2020) usluge će najnegativnije uticati na ukupne privredne aktivnosti u 2020. godini, pre svega zbog gubitaka u turizmu, transportu, ali i u delatnostima kao što su zabava i rekreacija. (Žarković, 2020) Upravo privredna zvezda iz 2019.god, sektor usluga, koji je predvodio privredni rast, prošle godine se preobratio u najveću žrtvu pandemije korona virusa. Za godinu dana u blokadu je ušlo više od 6.000 preduzeća. Na osnovu podataka Narodne banke Srbije, trenutno su blokirana 39.083 pravna lica. (Narodna banka Republike Srbije, 2021) Poslednjeg dana u januaru ove godine njihovi računi bili su blokirani za ukupno 294,7 milijardi dinara, bez kamate. Iznos prosečne blokade po preduzeću sada je manji, što govori da su firme sada u većim teškoćama i da su im i likvidnost i solventnost niži nego u 2018. god. U privredi uvek postoji međusobna povezanost i uslovljenost poslovanja između kupaca i dobavljača, a činjenica da je mnogo veći broj kompanija u blokadi govori i u prilog stavu da je veliki broj blokiranih kompanija, blokiranih od strane njegovih poslovnih partnera, kao oblika odbrane od sopstvene nelikvidnosti.

ANALIZA LIKVIDNOSTI REALNOG SEKTORA PRIVREDE SRBIJE 2018-19. GOD



Grafikon 1. Dinamika likvidnosti realnog sektora privrede Srbije, 2018 – 2019. god

Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

Ukoliko likvidnost privrede ocenjujemo na bazi kretanja opšteg racija likvidnosti I (ORL) možemo da zaključimo da se kratkoročna finansijska sigurnost privrede u posmatranom periodu blago poboljšala. (Živanović, 2018) Međutim, ona se i dalje

¹ Opšti racio likvidnosti predstavlja odnos između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza i pokazuje sa koliko dinara obrtne imovine je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza.

nalazi na relativno niskom nivou, budući da je vrednost pomenutog pokazatelja u svim posmatranim godinama iznosila manje od 1. To znači, da preduzeća u proseku nisu bila u stanju da obrtnom imovinom pokriju svoje kratkoročne obaveze. (Živanović, 2018) Budući da zalihe predstavljaju najnelikvidniji oblik obrtne imovine, jer im za konverziju u gotovinu treba najviše vremena, to se čini uputnim u analizu uključiti Racio likvidnosti II stepena² (RLII), koji isključuje zalihe i Racio likvidnosti I stepena ili Rigorozni racio likvidnosti³ (RLI), koji za odnos sa kratkoročnim obavezama ostavlja samo gotovinu. Oba ova pokazatelja su znatno ispod norme 1, a posebno Rigorozni racio likvidnosti, koji je iz 2018. u 2019. god, imao i pad. Pomenuto ukazuje da dolazi do pada učešća gotovine u aktivni kompanija. Iako veoma zastupljen u literaturi, Rigorozni racio likvidnosti ipak prikazuje stanje gotovine na dan bilansa, što može biti veoma diskutabilno, odnosno ne mora prikazivati stvarni cash flow kompanije, nego prikazuje samo presek na dan bilansa. S druge strane, gotovina može biti namenjena isplati rashoda, pa sa ovim pokazateljem treba biti veoma oprezan. Pokazatelj koji mnogo više ima smisla za analizu je Racio likvidnih sredstava (RLS)⁴, koji i dalje uzima u analizu samo najlikvidnije oblike imovine i koji je takođe u padu te i znatno ispod norme 1. Pokazatelj, koji prikazuje odnos između brzine naplate potraživanja i brzine isplate obaveza je Racio salda kupaca prema saldu dobavljača⁵ (RKD), te koji prikazuje da ne postoji izjednačenost ove dve dinamike, tj da naplata potraživanja u obe posmatrane godine ide dosta sporije u odnosu na isplatu obaveza. Neznatno je došlo do poboljšanja brzine naplate u poslednjoj godini posmatranja. Neto obrtna sredstva⁶ su u obe posmatrane godine negativna, iako je došlo do blagog poboljšanja u poslednjoj godini, a budući da ona pokazuju dugoročne izvore finansiranja obrtnih sredstava, ali i determinišu sposobnost zaduživanja na kratak rok, dolazimo do zaključka da privreda Srbije u realnom sektoru ima i dalje veliki problem nelikvidnosti, uprkos blagim poboljšanjima. Dakle, u svakom od aspekata dolazimo do zaključka da obrtna imovina ne pokriva kratkoročne obaveze. Racio opšte likvidnosti, koji jeste na graničnom nivou, je stoga posledica povećanja učešća zaliha u strukturi obrtne imovine, a ne monetarne aktive. Iz tog razloga možemo zaključiti da i ova tek granična likvidnost na koji ukazuje ovaj pokazatelj je diskutabilna.

Ukoliko u budućnosti ne dođe do značajnijeg povećanja efikasnosti u pogledu upravljanja zalihama (većeg obrta zaliha) i upravljanja potraživanjima (veći stepen naplate potraživanja uz skraćivanje perioda naplate) ne može se očekivati značajnije poboljšanje pozicije likvidnosti privrede (Živanović, 2018). Pored toga neophodno je nastaviti sa pravcem u kojem bi se skratio period isplate obaveza prema dobavljačima,

² Racio likvidnosti II stepena računa se (Obrtna imovina-Zalihe)/Kratkoročne obaveze i pokazuje pokriće kratkoročnih obaveza likvidnim sredstvima i potraživanjima

³ Rigorozni racio likvidnosti računa se Gotovina/Kratkoročne obaveze i pokazatelj je pokrića kratkoročnih obaveza sa gotovinom i gotovinskim ekvivalentima

⁴ RLS računa se (Kratkoročni finansijski plasmani + Gotovina)/Kratkoročne obaveze i pokazuje pokriće kratkoročnih obaveza sa gotovinom i kratkoročnim finansijskim plasmanima

⁵ RKD računa se Prosečna potraživanja/Prosečne obaveze prema dobavljačima i prikazuje izjednačenost naplate potraživanja i isplate obaveza

⁶ Neto obrtna sredstva dobijaju se tako što se od Obrtne imovine oduzmu Kratkoročne obaveze

budući da je primetan kontinuirani rast obaveza prema dobavljačima, koji može upućivati na zaključak da kompanije, odlažući plaćanje obaveza dobavljačima, zarad isplate drugih obaveza ili manjka likvidnih sredstava uopšte, pokušavaju da se kreditiraju na taj način, umesto uzimanja kredita od kreditora. Umesto toga, povećavaju ne samo svoju nelikvidnost, nego i čitavog lanca poslovnih partnera, što na koncu dovodi i do sve većih blokada računa kompanija u privredi. Uz prethodno pomenuto, ne smemo zaboraviti da svi ovi podaci dolaze iz perioda kada još nije bilo krize izazvane pandemijom koronavirusa. Analiza oštrijeg pokazatelja likvidnosti (RLI) pokazuje da se, iako je likvidnost privrede ostala faktički nepromenjena od 2016. god, struktura novčanih obrtnih sredstava (kada smo isključili zalihe) se promenila, zbog pada učešća kratkoročnih finansijskih plasmana, nauštrb rasta učešća gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Razlozi u promeni strukture novčanih obrtnih sredstava leže u trendu smanjenja učešća rashoda za kamate u obrtnim sredstvima: sa 2,42% u 2015. god; 1,8% u 2016. god; 26,85% u 2017. god; 1,29% u 2018. god i 1,6% u 2019. godini. Treba napomenuti da je 40% kamata kontinuirano koncentrisano u velikim preduzećima. (Republički zavod za statistiku, 2020) Generalno, nelikvidnost privrede je hroničan problem, strukturnog je karaktera, predstavlja rezultat neefikasnosti poslovanja i visokog stepena volatilnosti na uticaj egzogenih varijabli.

ANALIZA SOLVENTNOSTI REALNOG SEKTORA PRIVREDE SRBIJE 2018-19 GOD

Prema izveštaju, odnosno proceni MMF-a (International Monetary Fund, 2020), postoji mogućnost da, usled krize izazvane pandemijom koronavirusa, procenat nesolventnih kompanija poraste između 11 i 20 odsto, kada su u pitanju razvijene zemlje, odnosno čak između 14 i 30 odsto kada su u pitanju zemlje u razvoju. Iako bi najavljene politike mogle da pomognu firmama da se suoče sa nedostatkom likvidnosti, kao i rezultirajućim povećanjem zaduženosti i dalje postoji zabrinutost zbog rizika solventnosti i perspektive ulaganja u budućnosti. Simulacije solventnosti za Evropu u nastupajućem periodu, a na osnovu projekcije MMF-a, sugerišu da bi koeficijenti leverage-a u korporativnom sektoru mogli znatno da porastu, posebno u naprednim ekonomijama kao i za preduzeća sa već visokim koeficijentima leverage-a. Nakon što sve državne mere budu sprovedene, MMF procenjuje da će udeo likvidnih, ali nesolventnih kompanija značajno porasti i to posebno u naprednim ekonomijama upravo zbog finansijskih troškova povezanih sa novouzetim kreditima, kao merama pomoći (International Monetary Fund, 2020).

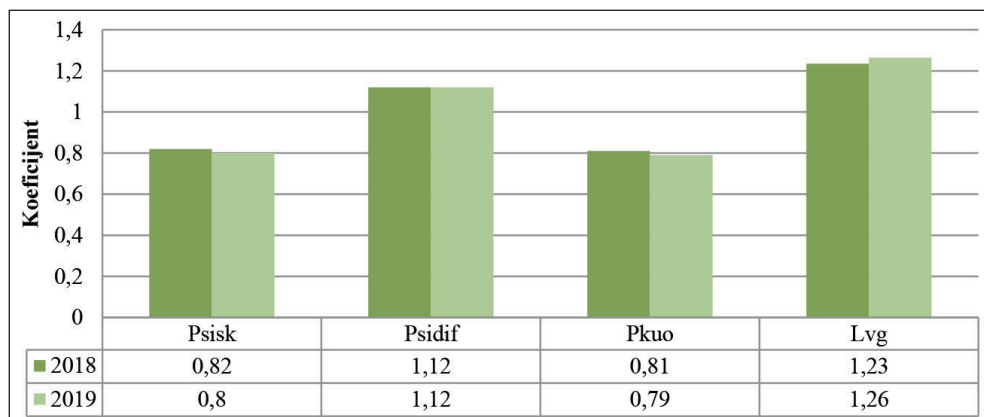
Pokazatelji solventnosti kojima ćemo se koristiti su: Pokazatelj pokrića stalne imovine sopstvenim kapitalom (Psisk)⁷ ili Capitalisation ratio, Pokazatelj pokrića stalne imovine dugoročnim izvorima finansiranja (Psidif)⁸, koeficijent leverage-a (LVG)⁹,

⁷ Psisk obračunava se deljenjem sopstvenog kapitala sa stalnom imovinom i pokazuje sa koliko dinara sopstvenog kapitala je pokriven svaki dinar stalne imovine.

⁸ Psidif se obračunava deljenjem kapitala i dugoročnih obaveza sa stalnom imovinom i pokazuje sa koliko dinara dugoročnih izvora je pokriven svaki dinar stalne imovine.

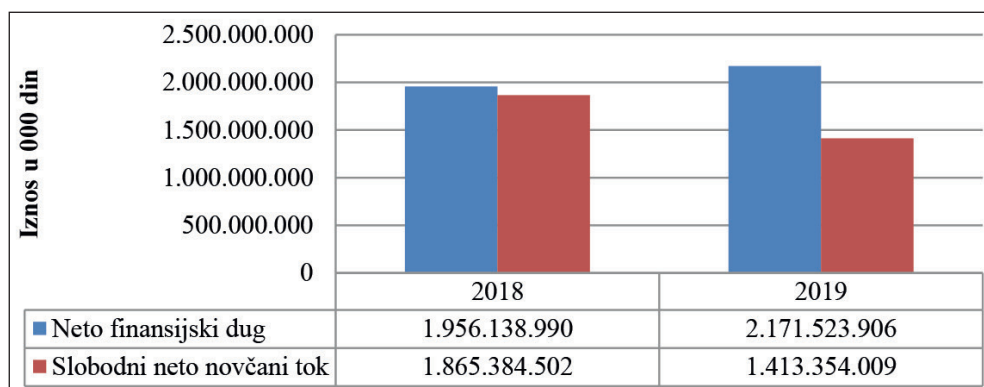
⁹ Leverage se obračunava kao odnos između ukupnih dugovanja i kapitala i poodu njega se pokušavaju izmeriti efekti finansiranja iz pozajmljenih izvora na rentabilnost.

Pokazatelj pokrića kapitala prema ukupnim obavezama (Pkuo)¹⁰, Neto finansijski dug (NFD)¹¹ i Slobodni neto novčani tok ili Free cash flow (FCF).¹²



Grafikon 2. Dinamika solventnosti realnog sektora privrede Srbije, 2018 – 2019. god

Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR



Grafikon 3. Neto finansijski dug i Slobodni neto novčani tok realnog sektora privrede Srbije, 2018 – 2019. god

Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

Pokazatelj pokrića stalne imovine dugoročnim izvorima finansiranja je 1,12 i nepromenjen je u posmatranom periodu. Pokazatelj sugerise da se stalna imovina u potpunosti finansira iz dugoročnih izvora i to posle dugog perioda (2013. god-2017. god) finansiranja iz kratkoročnih izvora, (Živanović, 2018) što je svakako pozitivan trend. Međutim, ukoliko posmatramo poluge rasta dugoročnih izvora finansiranja vidimo da

¹⁰ Pkuo se obračunava kao odnos kapitala i ukupnih obaveza (dugoročnih i kratkoročnih) i govori o strukturi pasive.

¹¹ NFD pokazuje zaduženost preduzeća po osnovu finansijskih obaveza umanjjenih za finansijske plasmane i za raspoloživa novčana sredstva.

¹² FCF pokazuje iznos novčanih sredstava koji preduzeću ostaje nakon isplate svih troškova uključujući i investicije. Dobija se iz jednakosti $FCF = EBIT - POREZI IZ DOBITI + AMORTIZACIJA + \langle \rangle - \langle \rangle OBRATNE IMOVINE + \langle \rangle - \langle \rangle STALNE IMOVINE$.

one pre svega leže u porastu dugoročnih obaveza, budući da se njihovo učešće u dugoročnim izvorima finansiranja povećalo sa 26,76% u 2018. god na 28,22% u 2019. godini, odnosno da finansiranje sopstvene imovine leži u sve većoj zaduženosti, a ne u rastu sopstvenog kapitala. Upravo nam to potvrđuje i pokazatelj pokrića sopstvene imovine sopstvenim kapitalom, koji je ne samo ispod 1, nego je i u padu. Takođe, treba imati u vidu da je prema podacima Agencije za privredne registre (APR) došlo do pada broja privrednih društava u 2019. godini za 1.368 jedinica nego u 2018. godini na šta ukazuje i značajno manji iznos osnovnog kapitala u 2019. u odnosu na 2018. godinu. (Agencija za privredne registre, 2020) Samim tim, na izvor povećanja sopstvenog kapitala i solventnosti privrede može se računati samo putem povećanja neraspoređenog dobitka čija stopa rasta treba premašivati stopu pada osnovnog kapitala, usled smanjenja broja privrednih subjekata. Ukoliko posmatramo strukturu stalne imovine, zaključujemo da se nastavlja trend prenet iz prethodnih godina, po kome stopa rasta udela nekretnina, postrojenja i opreme raste značajno više nego što je to slučaj sa stopom rasta dugoročnih finansijskih sredstava. Pomenuto upućuje da su investicije preduzeća delimično preusmerene iz finansijske u realnu imovinu. Potencijalne razloge treba tražiti u višim stopama prinosa koje preduzeća mogu očekivati od ovakvog tipa ulaganja. (Živanović, 2018) Nerazvijenost domaćeg finansijskog tržišta, koje preduzećima nudi vrlo skromne mogućnosti za ulaganje u finansijsku aktivu, uz konstantan pad kamatnih stopa, očigledno je doveo do smanjenog plasiranja slobodnih novčanih tokova u finansijsku aktivu (Živanović, 2018). Stoga, na stopu pokrića finansiranja stalne imovine iz dugoročnih izvora i solventnosti realnog sektora ne može se računati trajno. Kada je u pitanju sam slobodan novčani tok i koji pokazuje iznos novčanih sredstava koji preduzeću ostaje nakon isplate svih troškova uključujući i investicije, došlo je do njegovog značajnog smanjenja za 24,23%, a najviše kao posledica sve veće zaduženosti, čemu u prilog govori povećanje pokazatelja neto finansijskog duga. Neto finansijski dug pokazuje zaduženost preduzeća po osnovu finansijskih obaveza (kao što su npr obaveze po osnovu kredita) umanjjenih za finansijske plasmane i za raspoloživa novčana sredstva. (Slović, 2010) Ovo je jedan od najznačajnijih pokazatelja za potencijalne investitore. Neto finansijski dug se povećao za 11,01%. Sumirani učinak negativno će uticati na solventnost odnosno dugoročnu likvidnost realnog sektora Srbije, ukoliko se ovakav trend nastavi.

Još jedan značajan pokazatelj solventnosti je Koeficijent leverage-a, ili popularno poznat kao pokazatelj zaduženosti, koji je takođe, a očekivano, porastao iz 2018. god u 2019. god., sa 1,23 na 1,26, odnosno u posmatranom periodu je zaduženost privrede rasla. Ukoliko na ovu već narušenu strukturu solventnosti privrede tj realnog sektora, dodamo predviđanja MMF, gde će udeo nesolventnih kompanija zemalja u razvoju porasti u 2020. god za između 14% i 30%, a usled pandemije, možemo biti sve samo ne optimistični. (Finalne procene još se očekuju) Jedan od problema privrede je trend rasta ukupnih obaveza i visina zaduženosti. Kumulirani gubici privrede su visoki – u 2019.god iznosili su skoro 30 mlrd. evra (Jakopin, 2020). U strukturi kumuliranih gubitaka, 48,6% je locirano u mikropreduzećima, 10% u malim, 11,9% u srednjim i 29,4% u velikim preduzećima, a podsetićemo stopa izgubljenog kapitala u privredi je i dalje izraženo visoka (36,6%). (Republički zavod za statistiku, 2020) Problem je u poslovanju mikro preduzeća, koja su jedino, od svih grupa preduzeća, povećala stopu izgubljenog kapitala. Upravo mala i mikro preduzeća će biti najviše na udaru problema likvidnosti i solventnosti u nastupajućem periodu. Visina spoljnog duga sužava

manevarski prostor za poboljšanje performansi privrede, rast investicija i povećanje životnog standarda. (Jakopin, 2020) Spoljni dug Srbije u periodu 2015–2019.god je povećan za 2,18 mlrd. evra, dug privrede za 2,44 mlrd. evra. (Republički zavod za statistiku, 2021) U strukturi veličine preduzeća, velika preduzeća su najsolventnija, dok je sektor malih, mikro i srednjih preduzeća konstantno ispodprosečno solventan, isključivo zbog niske solventnosti mikro preduzeća. Pomoći države privredi zbog krize izazvane koronavirusom, ogleдалe su se u ciljanim paketima pomoći privredi i zdravstvu, institucionalno-strukturnim reformama, sprovođenju prioritarnih reformi u javnom sektoru privrede, sistemskim merama za poboljšanje poslovanja privrede, unapređenju poslovnog ambijenta u cilju rasterećenja preduzetnika od administrativnog i finansijskog opterećenja itd. Ipak, treba naglasiti da su prognoze privrednog rasta za zemlje regiona u 2021. godini optimistične, a za Srbiju se predviđa rast od 6,1%.

ANALIZA LIKVIDNOSTI I SOLVENTNOSTI ODABRANIH SEKTORA PRIVREDE SRBIJE 2018-19. GOD

U drugoj celini ovoga rada, fokus je stavljen na analizu finansijskih performansi po delatnostima. Analizom su obuhvaćene dve poslednje godine, 2018. i 2019.god, pri čemu su u obzir uzete samo one delatnosti koje imaju značajniji uticaj na ukupna privredna kretanja, kao i one koje mogu pretrpeti najveći udar na likvidnost i solventnost u narednim godinama, a zbog posledica koronavirusa.

Tabela 1. Izabrani pokazatelji likvidnosti za pojedinačne sektore, 2018 – 2019. god

Poka- zatelj	Realni sektor-celina		Poljoprivreda		Rudarstvo		Prerađivačka ind.		El. Energija	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Likvid- nost										
ORL	0,97	0,95	1,05	1,00	1,46	1,26	1,04	0,98	0,82	0,60
RLII	0,64	0,64	0,61	0,58	0,75	0,74	0,63	0,59	0,62	0,48
RLIII	0,13	0,16	0,08	0,07	0,19	0,24	0,12	0,11	0,11	0,10
RLS	0,21	0,23	0,17	0,16	0,26	0,31	0,17	0,16	0,13	0,11
RSKSD	0,75	0,74	0,70	0,71	0,70	0,62	0,77	0,90	0,80	0,62
NOS	-166.447.163	-322.625.697	11.771.363	483.866	53.947.241	32.311.598	61.836.720	-40.141.583	-63.824.379	-191.979.126

Poka- zatelj	Građevinarstvo		Trgovina		Saobraćaj		Smeštaj i ishrana		Umetnost, zabava i rekreacija	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Likvid- nost										
ORL	0,94	0,84	1,11	1,08	0,75	0,96	0,62	0,57	0,51	0,45
RLII	0,60	0,52	0,68	0,66	0,66	0,82	0,47	0,44	0,44	0,38
RLIII	0,12	0,11	0,14	0,13	0,17	0,34	0,13	0,11	0,20	0,15
RLS	0,20	0,19	0,19	0,18	0,25	0,43	0,25	0,23	0,32	0,26
RSKSD	0,69	0,58	0,70	1,02	0,77	0,70	0,32	0,22	0,31	0,22
NOS	-59.374.688	-127.228.103	172.349.843	128.056.957	-83.281.044	-12.822.771	-34.313.321	-36.208.111	-13.144.379	-15.785.402

Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

Sektorska analiza likvidnosti pokazuje da su najlikvidniji sektori: Rudarstvo (opšti racio likvidnosti je 1,46 i reducirani racio je 0,75), Prerađivačka industrija (1,04 i 0,63) i Trgovina (1,11 i 0,68), dok su najnelikvidniji sektori privrede Saobraćaj (0,75 i 0,66), Električna energija (0,82 i 0,62), Građevinarstvo (0,94 i 0,60), Smeštaj i ishrana (0,62 i 0,47) i Umetnost, zabava i rekreacija (0,51 i 0,44). (Agencija za privredne registre, 2020) Strogim tumačenjem pojma likvidnosti, nelikvidnim sektorima smatrali bi se sektori Električne energije, Građevinarstva, Saobraćaja, Smeštaja i ishrane i Umetnost zabava i rekreacija. Svi pomenuti nelikvidni sektori su takođe i ispod norme postavljene na nivou celine realnog sektora. Kada posmatramo sektorski prikaz solventnosti, a na osnovu pokrivanja stalne imovine dugoročnim izvorima finansiranja, uvidamo da su sektori rudarstva, prerađivačke industrije i trgovine najsolventniji (respektivno 1,18; 1,27; 1,54). Ovaj pokazatelj smatra se minimalno potrebnim da bi se moglo govoriti o solventnosti kompanije tj sektora u ovom slučaju, jer uzima u obzir sve dugoročne izvore iz pasive. Zanimljivo je napomenuti da su svi ostali sektori ispod proseka na nivou realnog sektora privrede. Sa istog aspekta, najnesolventnije rezultate zabeležili su sektori saobraćaja, smeštaja i ishrane i umetnosti, zabave i rekreacije. S druge strane, svi sektori, sa izuzetkom sektora trgovine, beleže nedovoljno dobre rezultate kada je u pitanju pokrivanje stalne imovine sopstvenim kapitalom. Ovo iz razloga što je pre retkost nego pravilo da preduzeća mogu da finansiraju stalnu imovinu samo iz kapitala. Zaduživanje je skoro uvek neophodno, pogotovo ako se radi o kompanijama sa visokim kapitalnim investicijama. Kada je u pitanju pokazatelj pokrivanja kapitala prema ukupnim obavezama, ne postoji usaglašeno mišljenje o optimalnom odnosu između kapitala i obaveza, odnosno idealnoj strukturi kapitala. Ovaj pokazatelj zavisi od mnogih faktora kao što su raspoloživost različitih izvora finansiranja, finansijske politike preduzeća itd. Međutim, smatra se da postoji uska međuzavisnost između vrste delatnosti i vrednosti ovog koeficijenta. U tom smislu, određenu zabrinutost izazivaju sektor građevinarstva, koji kontinuirano uvećava udeo obaveza a smanjuje udeo kapitala u pasivi, kao i sektor saobraćaja koji je u 2018. god imao značajan primat udela kapitala, da bi u 2019. god taj primat, prešao na stranu obaveza (sa 1,23 na 0,67), što se retko dogodi na nivou jedne godine a u celom sektoru. U sektoru saobraćaja, došlo je naime do porasta dugoročnih obaveza za svega 2%, ali je sa druge strane došlo i do drastičnog smanjenja kapitala (43,47%), kao posledica i smanjenja osnovnog kapitala (44,06%), a i smanjenja neraspoređenog dobitka (23,36%), koji je delimično upotrebljen za umanjene gubitaka iz prethodnih perioda. S obzirom da je u sektoru saobraćaja došlo do povećanja broja privrednih subjekata iz 2018. god u 2019. god, ovo veliko smanjenje osnovnog kapitala dodatno zabrinjava, jer je očigledno reč o dekapitalizaciji, odnosno o smanjenju osnovnog kapitala za potrebe umanjene gubitaka. Ovakav trend može dodatno ugroziti dugoročnu stabilnost sektora saobraćaja i usloviti da veliki broj preduzeća ovog sektora počne da posluje sa gubitkom iznad kapitala, što posledično vodi u blokade i stečaj i što će posebno ugroziti opstanak kada se ovim parametrima pridruže i parametri narednih kriznih godina. Ovaj sektor takođe beleži i pad opšteg racia likvidnosti, koji je već nekoliko godina unazad i ispod norme i ispod proseka realnog sektora, kao i pad svih ostalih parametara likvidnosti, što ukazuje da problem u sektoru saobraćaja nije samo dugoročna već i kratkoročna finansijska stabilnost. Ogroman pad sektor saobraćaja ostvario je i u slobodnom neto novčanom toku, gde je sa 341.173.032 hiljada dinara u 2018. god opao na - 196.587.808 hiljada

dinara u 2019.god dakle za 537.760.840 hiljada dinara, što ovaj sektor čini najmanje uspešnim kada je ovaj pokazatelj u pitanju. Pomenuto dovodi u pitanje ne samo nove investicije u ovom sektoru, nego i mogućnost plaćanja svih, kako kratkoročnih tako i dugoročnih obaveza, a koje su se iz 2018. god u 2019. god čak i povećale.

Shodno svemu rečenom, kao posledica, neto finansijski dug se uvećao i na nivou realnog sektora privrede, kao i u svim pojedinačnim sektorima, sa izuzetkom sektora prerađivačke industrije i sektora električne energije, u kojima smanjenja finansijskog duga nisu tako ubedljiva kao povećanja neto finansijskog duga u ostalim sektorima. Najveće povećanje finansijskog duga dogodio se upravo u sektoru saobraćaja, što ukazuje na ozbiljne tekuće, kao i ozbiljne nastupajuće probleme ovog sektora.

U pogledu ujednačenosti brzine naplate potraživanja sa isplatom obaveza, čak i sektori koji beleže uopšteno najbolje rezultate u ovoj analizi, kao što su prerađivačka industrija i trgovina, nemaju ujednačen odnos naplate potraživanja sa isplatom obaveza. Trgovina je značajno smanjila ovaj pokazatelj sa 0,7 na 0,58, što upućuje na docnju u isplati obaveza a sve veću otežanost u naplati potraživanja. Sličan odnos dogodio se i u prerađivačkoj industriji gde je pokazatelj opao sa 0,9 na 0,77. Prevažodni problem leži u efikasnosti upravljanja zalihama sektora prerađivačke industrije gde je prosečan period obrta zaliha, čak 305 dana godišnje. Prosečan period naplate potraživanja za isti sektor je 275 dana, što znači da je potrebno čak 580 dana da se zalihe konvertuju u gotovinu, kao poželjnog likvidnog oblika, što je izuzetno dug period, jer je reč o godinu i po dana. S obzirom da je prerađivačka industrija jedan od najboljih sektora u pogledu i likvidnosti i solventnosti, možemo zaključiti da je jedan od osnovnih problema svih sektora, efikasnost u upravljanju zalihama, usporena naplata potraživanja i docnja u isplati obaveza.

U sektoru poljoprivrede došlo je do porasta skoro svih pokazatelja likvidnosti, što će naročito povoljno uticati na održanje dobrih rezultata i u 2020. i 2021. godini, iako će ovi pokazatelji sasvim sigurno biti nešto lošiji, budući da su svi sektori pretrpeli pritisak u uslovima otežanog poslovanja tokom krize izazvane virusom. Stoga je moguće da u budućnosti poljoprivreda bude jedan od glavnih poluga privrednog rasta. Razlog dobrih rezultata sektora poljoprivrede leži u činjenici da je došlo do rasta obrtne imovine (2,79%), u okviru koje najveći rast beleže potraživanja od kupaca (4,47%) i gotovina od čak 14,03%, kao najlikvidnijih oblika obrtne imovine. Istovremeno beleži se pad kratkoročnih obaveza od 1,71%. Ipak, došlo je i do pada kratkoročnih finansijskih plasmana, što sugerise na preraspodelu ulaganja u nemonetarne oblike obrtne imovine i na šta treba obratiti pažnju, budući da se radi o visokolikvidnom obliku ulaganja. Ove kompanije, zbog prirode svoje delatnosti moraju imati visok udeo obrtne imovine u zalihama, kao najlikvidnijeg oblika, te ako bi došlo do problema u naplati u nastupajućem periodu i ova veoma dobra likvidnost poljoprivrede može biti narušena jer će onda automatski doći i do problema u isplati obaveza. Iako dugoročne obaveze beleže rast od 9,3%, njihov rast nije narušio balans u dugoročnom finansiranju. Poljoprivreda beleži i rast kapitala, prvenstveno rasta neraspoređenog dobitka (10,8%), što se smatra zdravim rastom, a došlo je i do rasta osnovnog kapitala (2,09%). Budući da je broj privrednih društava ostao približno isti u obe posmatrane godine, čak je i rast osnovnog kapitala posledica dokapitalizacija, a ne rasta osnovnog kapitala po osnovu novoosnovanih preduzeća. Pokazatelj pokrića stalne imovine kapitalom pokazuje da kapital poljoprivrede nije dovoljan za finansiranje stalne imovine, ali kao što je već napomenuto, retko od koje

kompanije pa samim tim i sektora, možemo očekivati potpunu pokrivenost stalne imovine kapitalom. Jedini sektor koji u tome uspeva je trgovina.

Sektor koji će imati najveće probleme i u pogledu likvidnosti i u pogledu solventnosti su sasvim sigurno saobraćaj, smeštaj i ishrana, umetnost, zabava i rekreacija, a vrlo verovatno i građevinarstvo.

Tabela 2. Izabrani pokazatelji solventnosti za pojedinačne sektore, 2018 – 2019. god

Solventnost	Realni sektor-celina		Poljoprivreda		Rudarstvo		Prerađivačka ind.		El. Energija	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
PSISK	0,8	0,82	0,89	0,88	0,84	0,85	0,94	0,90	0,75	0,70
PSIDIF	1,12	1,12	1,09	1,07	1,18	1,19	1,27	1,24	0,94	0,87
PKUO	0,79	0,81	1,48	1,44	1,38	1,32	0,74	0,67	1,85	1,46
NOK	1.109.084.012	1.056.552.332	52.269.726	42.799.901	77.254.756	78.297.990	464.059.383	395.167.025	-100.475.753	-205.900.796
NFD	2.171.523.906	1.956.138.990	118.150.174	112.781.909	64.127.777	49.889.160	534.547.672	602.034.604	159.308.813	260.149.888
FCF	1.413.354.009	1.865.384.502	48.124.671	74.911.910	94.719.352	163.571.642	499.001.284	389.504.729	133.634.266	164.934.364

Solventnost	Građevinarstvo		Trgovina		Saobraćaj		Smeštaj i ishrana		Umetnost, zabava i rekreacija	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
PSISK	0,71	0,72	1,15	1,17	0,61	0,80	0,59	0,60	0,76	0,73
PSIDIF	1,09	1,03	1,54	1,54	0,93	1,03	0,92	0,89	0,85	0,92
PKUO	0,57	0,65	0,55	0,55	0,67	1,23	0,66	0,68	1,61	1,17
NOK	101.396.359	31.463.834	506.183.851	464.736.799	-39.400.977	23.871.594	-13.414.762	-15.128.549	-10.615.326	-4.957.775
NFD	432.204.169	347.492.764	275.637.803	270.927.985	182.139.284	83.392.071	48.891.609	42.231.946	238.171	10.320.796
FCF	415.304.287	233.819.068	362.605.529	257.525.157	-196.587.808	341.173.032	33.794.991	20.927.161	16.852.576	21.025.235

Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

ZAKLJUČAK

Zahvaljujući jezgru privrede, kao što su prerađivačka industrija i trgovina, koji ostvaruju značajno veće prihode od svih ostalih sektora, zaključujemo da se ni ukupni prihodi realnog sektora, a samim tim ni pokazatelji profitabilnosti neće značajno promeniti u 2020. god. Ono što ostaje kao suštinski problem privrede, a na šta je ukazano u radu, jesu problemi likvidnosti i u dosta većoj meri solventnosti. Prikazani problemi, a posebno solventnost, će se zbog svoje prirode (dugoročnosti) tek razvijati u narednim godinama, a moguće je i znatno pogoršanje likvidnosti već u 2021. god. Ono na šta bi preduzeća trebala da obrate pažnju jesu bolja racionalizacija troškova poslovanja, adekvatnije upravljanje svim delovima imovine, a naročito zalihama i potraživanjima, gde je posebno važna ažurnija naplata potraživanja od svojih dužnika jer bi na taj način obezbedili i veći priliv novca kojim bi pokrili svoje dugove. Razlog zbog kojeg neke kompanije ne preduzimaju mere oporavka najčešće leži u tome da menadžment preduzeća kasno uočava ozbiljnost problema, posebno kada je solventnost u pitanju, jer se radi o otplati dugova na duži rok, dakle u periodu od nekoliko godina, te često dolaze u situaciju da je prekasno učiniti bilo šta. Nelikvidnost privrede je hroničan

problem, strukturnog je karaktera, predstavlja rezultantu neefikasnosti poslovanja i visokog stepena volatilnosti na uticaj egzogenih varijabli. U pogledu solventnosti možemo zaključiti da je jedan od osnovnih problema svih sektora, efikasnost u upravljanju zalihama, usporena naplata potraživanja i docnja u isplati obaveza. U privredi uvek postoji međusobna povezanost i uslovljenost poslovanja između kupaca i dobavljača, a činjenica da je mnogo veći broj kompanija u blokadi govori i u prilog stavu da je veliki broj blokiranih kompanija, blokirani od strane njegovih poslovnih partnera, kao oblika odbrane od sopstvene nelikvidnosti. Privreda Srbije u realnom sektoru ima i dalje veliki problem nelikvidnosti, uprkos blagim poboljšanjima. U pogledu ukupnih prihoda za 2020. god ne očekujemo značajne promene, iako se pad prihoda svakako prognozira. Likvidnost privrede će ostati ili nepromenjena ili će biti blago pogoršana, dok solventnost privrede traži posebnu pažnju, jer ukoliko se nastavi pravac kojim se ide već nekoliko godina unazad, možemo očekivati značajna i nagla pogoršanja u 2020. god koji bi se produbili i u nastupajućim godinama.

LITERATURA

- Agencija za privredne registre. (2020, April). Retrieved Februar 20, 2021, from www.apr.gov.rs
- Damodaran, A. (2021, Januar 5). <http://www.stern.nyu.edu>. Retrieved Mart 5, 2021, from New York Business University: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
- International Monetary Fund. (2020, Oktobar). Retrieved Mart 17, 2021, from www.imf.org: www.imf.org/October/English/text
- Jakopin, E. (2020). Effects of structural changes in the economy of the Republic of Serbia: Old problems, new reform challenges. *Economic Horizons*, 192.
- Knežević, G. (2008). *Analiza finansijskih izveštaja*. Beograd: Univerzitet Singidunum.
- Ministarstvo finansija RS. (2020, Septembar). Retrieved Mart 12, 2021, from <https://www.mfin.gov.rs>: <https://www.mfin.gov.rs/tip-dokumenta/makroekonomski-podaci/>
- Narodna banka Republike Srbije. (2021, Januar). Retrieved Mart 11, 2021, from Narodna banka Republike Srbije: https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/finansijska-stabilnost/prezentacije/prezentacija_invest.pdf
- Republički zavod za statistiku. (2020). *Trendovi*. Retrieved Mart 17, 2021, from Performanse poslovanja privrede 2015-2019: www.stat.gov.rs
- Republički zavod za statistiku. (2021, Januar). *Trendovi IV kvartal 2020 str 7*. Retrieved Mart 9, 2021, from www.stat.gov.rs
- Slović, S. (2010). *Savremeni finansijski menadžment*. Beograd: Visoka strukovna škola za računovodstvo i berzansko poslovanje.
- Žarković, Z. (2020, Decembar 16). *Poređenja prošlogodišnjih i ovogodišnjih rezultata: Naopacke, naglavačke*. Retrieved Decembar 2020, from Biznis & Finansije: <https://bif.rs/2020/12/poredenja-proslogodisnjih-i-ovogodisnjih-privrednih-rezultata-naopacke-naglavacke/>
- Živanović, M. (2018). Analiza finansijskih performansi privrede Srbije. *Kvartalni monitor br 52, Januar-Mart*, 59.

LIQUIDITY AND SOLVENCY ANALYSIS OF THE REAL SECTOR OF THE ECONOMY OF SERBIA FOR 2018-2019

Sandra Zajmi

PhD; Professor of applied studies; R&B College, Imotska 1, Beograd, Srbija; sandra.zajmi@gmail.com

Summary: *Issues of liquidity and solvency of companies, and not only issues of profitability, are crucial in the context of considering the future business of companies, and thus the economic sectors and the economy as a whole. For several years now, the required short-term funds are still not enough to service current liabilities. Liquidity rates are at half of a satisfactory level, while the growth of long-term loans, together with equity, is still not sufficient to finance fixed assets (solvency). Liquidity and solvency issues affect both the efficiency and productivity of the company, and indirectly the profitability. Based on the available information, the paper discusses the results of the real sector of the Serbian economy for the period 2018-2019, in the context of liquidity and solvency, as well as selected individual sectors, using generally accepted indicators. In the new crisis caused by the COVID 19 virus, companies have found themselves in a position where many of them need additional capital in order to improve and harmonize their financial structure. The illiquidity of the economy is a chronic problem, it is structural in its nature, which is the result of business inefficiency and a high degree of volatility on the impact of exogenous variables. In terms of solvency, we can conclude that one of the basic problems of all sectors is efficiency in inventory management, slow collection of receivables and late payment of liabilities. If we add the IMF forecasts, to this already disrupted structure of the solvency of the economy, ie the real sector, in which, the share of insolvent companies in developing countries will increase by between 14% and 30% in 2020, (due to the pandemic), we can be not optimistic. On the other hand, we must emphasize that the forecasts of economic growth for the countries of the region in 2021 are fairly optimistic, and for Serbia the predicted growth is 6.1%. The result of the analysis points to the conclusion that there will be no significant changes in terms of revenue and profitability of the real sector in the short term, but that the crisis caused by coronavirus will mostly affect small, micro and medium enterprises when it comes to liquidity and solvency, in this respect. In the long run, impaired solvency, and after that liquidity, will affect the still intact profitability of the sector. In that regard, solvency issues have a more significant impact, because in the long run, if corrective measures are not being taken, they will cause the inability of the companies to pay long-term overdue liabilities, and increase the number of companies operating without equity and the number of blocked companies. The sectors that will have the biggest problems in terms of liquidity and solvency are certainly transport, accommodation and tourism, art, entertainment and recreation, and very likely construction.*

Keywords: liquidity; solvency; sector analysis; economic trends.

The JEL Classification: E37

