

## 2. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost je podbacila u prvom kvartalu 2017. godine. Međugodišnji rast BDP-a iznosio je 1,2%, a desezonirani rast u odnosu na prethodni kvartal bio je svega 0,1%. Po oba pokazatelja Q1 je kvartal sa najnižim rastom BDP-a još od 2015. godine. Dodatna analiza pokazuje i to da je privredni rast iz Q1 u Srbiji bio znatno niži u poređenju sa drugim zemljama iz okruženja, koje su u Q1 ostvarile prosečan međugodišnji rast BDP-a od oko 4,5%. Postoje dve grupe razloga za nepovoljno kretanje privredne aktivnosti u Q1. Prva se odnosi na jednokratne činioce – ogroman pad proizvodnje u EPS-u do kog je došlo usled lošeg upravljanja ovim preduzećem i osetan pad građevinske aktivnosti zbog nešto hladnije zime nego prošle godine. Međutim, sve i da nije bilo ovih jednokratnih činilaca, Srbija bi po stopi privrednog rasta od nešto preko 2% zaostajala u odnosu na skoro sve zemlje Centralne i Istočne Evrope. Dakle, postoji i drugi, trajniji, razlog zbog kog Srbija godinama zaostaje za regionom – a to je, pre svega, loš poslovni ambijent. Srbija nije privlačno mesto za investiranje, što se najbolje vidi po veoma niskom učešću investicija u BDP-u od oko 18% BDP-a (a trebalo bi da bude blizu 25% BDP-a). I pored loših rezultata u Q1, još uvek je moguće osetnije ubrzanje privredne aktivnosti do kraja godine, što bi omogućilo da se ostvari planirani rast BDP-a u od 3%. U narednim kvartalima trebalo bi očekivati bolje rezultate građevinarstva i proizvodnje električne energije (ukoliko EPS reši probleme koji mu obaraju proizvodnju). Takođe, budući da čitava Evropa u 2017. ostvaruje rekordne stope rasta od izbijanja krize, deo tog rasta trebalo bi da se prenese i na Srbiju. Međutim, čak i da se to desi, što nije izvesno – jedini održiv i siguran način da Srbija trajno ubrza svoj privredni rast i počne da sustiže razvijenije zemlje CIE je sprovođenje strukturnih reformi za unapređenje privrednog ambijenta.

### Bruto domaći proizvod

**U Q1 ostvaren je relativno nizak rast BDP-a od 1,2%**

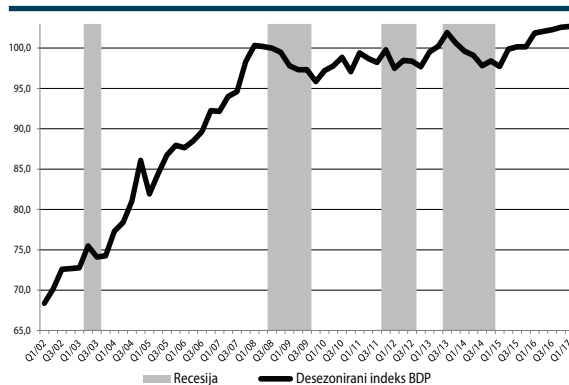
Po poslednjim podacima RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q1 iznosio je 1,2% što ocenjujemo kao loš rezultat. Naime, tokom 2016. međugodišnji rast BDP-a po kvartalima bio je u rasponu od 2,1 do 3,8%, pa rezultati iz Q1 ukazuju na značajno usporavanje privredne aktivnosti u odnosu na prethodnu godinu. Takođe, stopa međugodišnjeg rasta od 1,2% u Q1 otežava dostizanje prognoziranog rasta BDP-a od 3% u čitavoj 2017, budući da će za dostizanje tog cilja u narednim kvartalima morati da se ostvari relativno visok prosečan međugodišnji rast BDP-a od 3,5%.

**Desezonirani rast BDP-a svega 0,1%**

U Grafikonu T2-1 prikazana je serija desezoniranog rasta BDP-a koji nešto pouzdanije pokazuju kratkoročne trendove privredne aktivnosti (osenčeni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu *Bry-Boschan* procedure). Desezonirani rast BDP-a u Q1 iznosio je svega 0,1% u odnosu na prethodni kvartal, što je takođe najlošiji rezultat još od 2015. godine. Analiza desezoniranog BDP-a ukazuje na veoma slične zaključke kao analiza njegovog međugodišnjeg rasta – na primer, da bi se u 2017. ostvarila stopa rasta BDP-a od 3% potrebno je da u narednim kvartalima dođe do snažnog ubrzanja desezoniranog BDP-a. Pretvoreno u brojeve, to znači da bi za rast privredne aktivnosti u 2017. od 3%, desezonirani kvartalni rast BDP-a u naredna tri kvartala trebalo da iznosi 1,7% (prosečno), što bi predstavljalo dosta veliko ubrzanje u odnosu na dosadašnje srednjoročne trendove (u 33 kvartala od 2009. desezonirani kvartalni rast veći od 1,5% zabeležen je samo četiri puta u razmaku od po nekoliko godina, a sada bi ga trebalo očekivati u tri uzastopna kvartala). U drugom delu ovog teksta nešto detaljnije ćemo objasniti zašto smatramo da je dostizanje stope rasta od 3% u 2017, iako teško, još uvek moguće. U ovom delu teksta ćemo se još malo zadržati na oceni rezultata privredne aktivnosti u Q1 posmatrajući ih iz međunarodnog konteksta.

**Rast BDP-a u Q1 znatno ispod regionalnog proseka**

U Tabeli T2-2 prikazali smo rast BDP-a Srbije i zemalja u okruženju. Iako smo u Tabeli prikazali samo tri poslednje godine, Srbija zapravo još od početka oporavka od krize (od 2010. godine) ostvaruje ispod prosečan privredni rast u odnosu na zemlje okruženja. U Q1 je taj zaostatak dodatno produbljen budući da je prosečan međugodišnji rast regiona iznosio 4,5%, a

**Grafikon T2-1. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2017. godina (2008=100)**

Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

Češka 3%). Evrozona je u Q1 ubrzala međugodišnji rast BDP-a na 1,9%, a desezonirani rast Evrozone u odnosu na prethodni kvartal iznosio je 0,6%, što bi anualizovano odgovaralo stopi godišnjeg rasta od oko 2,5%.

**Tabela T2-2. Srbija i zemlje okruženja: Rast BDP-a i učešće investicija u BDP-u, 2014-2017**

	2014	2015	2016	Q1 2017	Učešće investicija u BDP-u <sup>1)</sup>
Srbija	-1,8	0,8	2,8	1,2	17,7
Zemlje okruženja (ponderisani prosek)	2,7	3,4	3,5	4,5	22,7
Albanija	1,8	2,6	3,4	-	27,2
Bosna i Hercegovina	1,1	3,1	2,5	-	17,3
Bugarska	1,3	3,6	3,4	3,8	21,0
Hrvatska	-0,5	1,6	2,9	2,5	19,5
Mađarska	4,0	3,1	2,0	4,2	21,7
Makedonija	3,6	3,8	2,4	0,0	23,0
Crna Gora	1,8	3,4	2,4	-	20,3
Rumunija	3,1	3,9	4,8	5,7	24,7

1) U 2015. godini

Izvor: EU Komisija, European Economic Forecast – Winter 2017

### **Na nizak rast BDP-a u Q1 u Srbiji uticali su delom privremeni činioci**

Jedan deo objašnjenja za nizak rast BDP-a u Srbiji u Q1 odnosi se na jednokratne činioce. Naime, u Q1 došlo je do naglog pada u iskopavanju uglja i u proizvodnji električne energije od oko 10% i 15% (respektivno), a najgore je bilo u martu u kom je pad proizvodnje uglja iznosio 20%, a električne energije skoro 25%. Ovaj pad proizvodnje pripisujemo višegodišnjem lošem upravljanju kompanijom EPS. Naime, EPS godinama nije ulagao dovoljno u otvaranje novih ugljokopa, a stari se tehnološki sve teže eksploatišu i uz sve veće rizike od havarija. Po informacijama iz medija, upravo zbog neodgovarajućeg načina eksploatacije rude došlo je do odrona zemlje u Kolubari, što je smanjilo proizvodnju uglja i posledično električne energije. Uz EPS, solidan međugodišnji pad od oko 5% u Q1 imalo je i građevinarstvo i ovaj pad je po svojoj prirodi najverovatnije jednokratn – odnosno posledica je nešto hladnije zime u 2017. u odnosu na 2016, zbog čega je izvedeno manje građevinskih radova. Kada se pogledaju drugi indikatori građevinske aktivnosti koji nisu toliko podložni meteorološkim promenama vidi se da je pad iz Q1 najverovatnije privremen. Proizvodnja cementa je imala međugodišnji rast od preko 10%, kamatne stope su na istorijskom minimumu i drugo. Da nije bilo pada u proizvodnji električne energije i u građevinarstvu, međugodišnji rast BDP-a u Q1 bio bi između 2 i 2,5% umesto ostvarenih 1,2%.

### **Međutim, Srbija bi imala relativno nizak privredni rast i da nije bilo privremenih činilaca**

Sve i da je Srbija imala rast u Q1 u rasponu od 2-2,5% to bi opet bilo najniži privredni rast u odnosu na sve zemlje Centralne i Istočne Evrope (izuzev Makedonije) – a podsećamo i na to da zaostajanje Srbije za regionom traje još od 2010. godine. Zbog toga zaključujemo da nisu samo privremeni činioci bili razlog za relativno nizak rast BDP-a u Q1, već da je takav rezultat samo nastavak dugoročnih nepovoljnih privrednih trendova. Indikaciju strukturnih problema koji onemogućavaju visok rast BDP-a prikazali smo takođe u Tabeli T2-2. Naime, u poslednjoj kolo-

u Srbiji 1,2%. Od svih posmatranih zemalja za koje su dostupni podaci za Q1 (Tabela T2-2) samo je Makedonija imala niži rast od Srbije, ali to je bilo i očekivano uzimajući u obzir veliku političku nestabilnost koju je ta zemlja imala početkom godine. Dodatna analiza pokazala je da ne samo zemlje okruženja, već praktično čitava Evropa beleži solidno ubrzanje privredne aktivnosti početkom 2017. godine. Preostale zemlje Centralne i Istočne Evrope imale su slično ubrzanje rasta u Q1 kao zemlje okruženja Srbije i ostvarile su prosečan međugodišnji rast od oko 4% (Slovenija 5%, Poljska 4,2%, Baltičke zemlje malo preko 4%, Slovačka i

ni Tabele pokazujemo da je učešće investicija u BDP-u u Srbiji znatno manje u odnosu na zemlje okruženja – iznosi tek oko 18% BDP-a<sup>1</sup> u odnosu na oko 23% BDP-a zemalja iz okruženja. A sa tako niskim nivoom investicija, daleko nižim u odnosu na uporedive zemlje, Srbija ne može da očekuje da će u skorij budućnosti početi da ih pristiže. O razlogu za niske investicije pisali smo detaljno u više navrata u prethodnim izdanjima *QM-a*, pa ih ovde nećemo ponovo opisivati. Ono što je važno napomenuti je da su ti razlozi uglavnom strukturnog karaktera (vladavina prava, neefikasnost državne administracije, visok nivo korupcije, loše stanje infrastrukture i drugo) i mogu se otkloniti samo srednjoročnim reformama ovih oblasti koje se u Srbiji uporno izbegavaju.

### Struktura rasta BDP-a u Q1 nije bila ekonomski povoljna

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a u Q1 po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-3. Za razliku od 2016. kada je privredni rast bio pokrenut investicijama (rast od oko 5%) i neto izvozom (rast izvoza od 12% skoro dvostruko veći od rasta uvoza) – struktura rasta u Q1 znatno je drugačija. Lična potrošnja imala je rast od skoro 2% i to je njen najveći kvartalni međugodišnji rast od 2011. godine. Premda cilj ekonomske politike svakako jeste brži rast životnog standarda i potrošnje domaćinstva, u Srbiji je potrebno da rast lične potrošnje još neko vreme bude sporiji od rasta BDP-a, jer još uvek postoji spoljna neravnoteža (relativno visok tekući deficit) – odnosno Srbija još uvek značajno više troši nego što proizvodi, a investicije su još uvek niske. U Q1 je, međutim, rast privatne potrošnje bio osetno veći od rasta BDP-a (Tabela T2-3). Drugi negativan indikator koji vidimo u strukturi rasta BDP-a po potrošnji je nizak rast investicija od svega 1,3%. Da bi Srbija mogla uopšte da se nada visokom i održivom rastu privrede od preko 4%, neophodno je da investicije narednih nekoliko godina rastu stopama od preko 5% kako bi njihovo učešće u BDP-u znatnije poraslo. Treći negativan indikator je brži rast uvoza od izvoza, što dovodi do relativno velikog smanjenja neto izvoza i dodatnog pogoršanja spoljne neravnoteže.

**Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2017**

	Međugodišnji indeksi													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017	Učešće 2015
									Q1	Q2	Q3	Q4		
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	103,8	102,1	102,8	102,5	101,2	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	100,5	100,8	100,8	101,0	100,5	101,0	101,9	74,7
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	99,4	98,5	102,3	102,3	103,7	100,8	102,3	100,5	16,2
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,0	96,4	105,6	104,9	106,8	104,4	106,2	102,6	101,3	17,7
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	105,7	110,2	111,9	112,4	110,7	110,7	113,8	108,7	46,7
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	105,6	109,3	106,8	104,3	111,1	105,7	105,9	110,9	56,4

Izvor: RZS

### Postoji, međutim, osnov za brži rast BDP-a u narednim kvartalima

Nešto detaljnija analiza BDP-a po *potrošnji* koji je prikazan u Tabeli T2-3 ipak pokazuje i neke pozitivne indikatore koji bi trebalo da budu osnov za ubrzanje rasta BDP-a u narednim kvartalima. Pre svega, to je činjenica da je izvoz nastavio sa trendom visokog rasta od skoro 10%. Ocenjujemo da će u narednim kvartalima doći do usporavanja rasta uvoza, koji je u Q1 dobrim delom bio povećan usled privremenog rasta uvoza energenata od oko 60%. Naime, deo ovog rasta uvoza energenata bio je posledica većih cena nafte i gasa u Q1 2017. u odnosu na Q1 2016, što sada više nije slučaj, jer su se cene vratile na niske nivoe. Takođe, vanredno visok je bio i uvoz električne energije zbog problema u poslovanju EPS-a i taj trend će se sigurno usporiti u letnjim mesecima kada je potrošnja električne energije u Srbiji niža. Sa gotovo izvesnim usporavanjem uvoza u narednim kvartalima, uz zadržane stope rasta izvoza (privredna aktivnost u Evropi ubrzo raste, što bi trebalo da pozitivno utiče na srpski izvoz) – očekujemo da će neto izvoz već od Q2 početi ponovo da pozitivno doprinosi rastu BDP-a, umesto da ga smanjuje što je bio slučaj u Q1. Takođe, nizak nivo investicija bio je uglavnom posledica pada u građevinarstvu, koji ocenjujemo kao privremen, dok su kreditna aktivnost i proizvodnja investicione opreme beležili solidan rast. Zato u narednim kvartalima očekujemo i osetno povećanje rasta investicija. Na kraju, dobro je to što je državna potrošnja u Q1 imala dosta nizak rast za koji se nadamo da će se produžiti u narednim kvartalima, a privatna potrošnja, iako je bila nešto veća nego što bi bilo poželjno, nije se potpuno otrgla. Uz očekivani rast neto izvoza i investicija u narednim kvartalima, rast BDP-a bi mogao da se poveća na oko 3%. To bi onda značilo da će i struktura privrednog rasta ponovo

<sup>1</sup> Precizni podaci o učešću investicija u BDP-u u 2016. za Srbiju i zemlje okruženja još uvek ne postoje, ali na osnovu nešto bržeg rasta investicija od ostalih komponenti BDP-a u 2016. zaključujemo da će ovo učešće u Srbiji da se poveća sa 17,7% BDP-a na oko 18% BDP-a.

**U Q1 rast usluga je bio brži od rasta materijalne proizvodnje**

biti održiva ukoliko se privatna i državna potrošnja zadrže na sličnim nivoima kao u Q1 – odnosno da će privatna i državna potrošnja ponovo da rastu sporije od rasta BDP-a.

Rast BDP-a po *proizvodnom* principu (Tabela T2-4) bio je konzistentan sa rastom BDP-a po *potrošnji*. U strukturi rasta prednjačile su usluge – finansijske delatnosti sa međugodišnjim rastom od 4,5% i trgovina, saobraćaj i turizam sa rastom od 2,8%. Sa druge strane najveći pad od oko 5% imalo je građevinarstvo. Ukupna industrijska proizvodnja imala je skroman rast od 1,3% koji je bio posledica solidnog rasta prerađivačke industrije od oko 7%, snažnog pada proizvodnje električne energije od oko 15% i pada ukupnog rudarstva (zbog proizvodnje uglja) od oko 6%. Poljoprivreda je po preliminarnim procenama imala manji međugodišnji pad od oko 2%, ali to još uvek ne predstavlja dobru indikaciju kretanja poljoprivredne proizvodnje u 2017. godini. Za to će morati da se sačekaju rezultati letnjih i jesenjih poljoprivrednih kultura koji dominantno utiču na kretanje ovog sektora.

**Tabela T2-4. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2017<sup>1)</sup>**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017	Učešće
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2015
Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	103,9	102,0	102,8	102,5	101,2	100,0
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,2	100,9	101,1	101,0	101,7	100,2	101,4	102,0	16,0
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,7	103,1	104,4	102,1	103,4	102,7	101,0	84,0
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,5	101,7	102,6	104,2	101,9	102,4	102,1	101,3	90,5 <sup>2)</sup>
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	102,0	92,3	108,3	107,7	104,6	111,8	108,1	97,8	9,5 <sup>2)</sup>
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,4	103,2	103,0	107,0	100,3	102,8	102,2	101,3	24,4 <sup>2)</sup>
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	98,5	102,7	106,4	112,9	107,8	108,6	99,4	94,9	5,2 <sup>2)</sup>
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	101,1	102,2	103,9	105,1	103,1	103,4	104,2	102,8	18,4 <sup>2)</sup>
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	96,1	101,7	102,3	102,4	102,3	101,9	102,6	101,4	5,1 <sup>2)</sup>
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	97,2	102,3	103,4	102,7	103,5	104,2	103,2	104,5	3,2 <sup>2)</sup>
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,9	99,8	101,1	101,3	101,3	100,6	101,3	100,6	34,3 <sup>2)</sup>

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

**I pored loših rezultata iz Q1 i dalje ne menjamo procenu rasta BDP-a u 2017. od 3%**

Neke od glavnih argumenata zbog kojih očekujemo osetno ubrzanje privrednog rasta u narednim kvartalima već smo izneli u prethodnom delu teksta. Naime, u narednim kvartalima očekujemo da se iscrpe privremeni činioci koji su obarali privredni rast u Q1 – pre svega u građevinarstvu i proizvodnji električne energije. Takođe, očekujemo snažniji povoljan uticaj spoljnih činilaca na privrednu aktivnost Srbije. Ubrzan privredni rast zemalja EU sa kojima privreda Srbije tesno saraduje podsticajno će delovati na srpski izvoz. Takođe, ukoliko se ubrzanje rasta u EU pokaže kao trajnije, to će se odraziti i na povećanje stranih direktnih investicija koje u Srbiju uglavnom dolaze iz zemalja EU. Drugi spoljni činilac, koji je u prošlosti već znatno uticao na ubrzanje privredne aktivnosti u Srbiji, je novi snažan pad cena energenata. Taj pad je naročito izražen u junu i njime je potpuno poništio sve efekte postepenog rasta cena energenata iz prethodnih godinu dana. Što je još važnije, analitičari očekuju da će se niske cene nafte zadržati još neko vreme. Treći spoljni činilac su niske kamatne stope koje nastavljaju da obaraju svoje istorijske rekorde i nema naznaka da će se situacija u skoro vreme promeniti. Važno je, međutim, istaći i to da iako očekujemo solidno ubrzanje privrednog rasta u narednim kvartalima i moguće dostizanje prognoziranog rasta BDP-a na godišnjem nivou od 3% –Srbija će i dalje biti pri začelju zemalja Centralne i Istočne Evrope po privrednom rastu. Da bi se to promenilo potrebne su strukturne reforme usmerene na poboljšanje privrednog ambijenta i posledično snažno povećanje učešća investicija u BDP-u.

## Industrijska proizvodnja

**Slab rast ukupne industrijske proizvodnje u Q1 posledica dva potpuno divergentna trenda**

Industrijska proizvodnja u Q1 imala je rast od 0,7%<sup>2)</sup> (Tabela T2-5), što je njen najniži međugodišnji rast u prethodne dve godine. Međutim, iza ovog rezultata kriju se dva potpuno divergentna trenda. Sa jedne strane prerađivačka industrija imala je visok međugodišnji rast od 7,3% koji je bio najveći još od 2013, kada je kompanija Fijat automobili Srbija (FAS) bila u punoj ekspanziji proizvodnje. Sa druge strane, pad proizvodnje električne energije od oko 15% i pad rudarstva od

2) Podatak se odnosi na fizički rast industrijske proizvodnje, dok je rast BDP u industriji iznosio 1,3%.

oko 6% gotovo da su uporedivi sa rezultatima koje su ovi sektori imali prilikom elementarnih nepogoda (poplave iz 2014. godine).

**Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2017**

	Međugodišnji indeksi										Učešće			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017	2015
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	110,5	102,4	103,7	102,8	100,7	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	104,0	114,3	99,2	103,4	100,5	93,7	7,0
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	105,3	106,5	105,9	104,4	105,3	107,3	80,1
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	102,7	120,9	90,2	102,1	95,9	85,5	12,9

Izvor: RZS

**Pad proizvodnje električne energije i rudarstva posledica problema u EPS-u**

Za loše rezultate proizvodnje električne energije i rudarstva odgovorno je samo jedno, ali najveće preduzeće u Srbiji – EPS. Ovim preduzećem se godinama loše upravlja, što rezultira ogromnim kumuliranim gubicima i rastom zaduženja, ali i sistematski veoma niskim nivoom investicija. U prethodnih deset godina EPS je svake godine investirao znatno manje od vrednosti amortizacije što je dovelo do urušavanja kapaciteta za proizvodnju električne energije. Jedna od posledica hronično niskih investicija je to što nije ulagano u nove rudnike uglja, a stari se polako iscrpljuju. Kako bi se ova situacija kratkoročno nadomestila, EPS je počeo sa dosta rizičnim potkopavanjima da bi došao do uglja sa kog nije potpuno skinuta otkrivka. Po informacijama iz medija, upravo odron zemlje u Kolubari doveo je do njenog mešanja sa ugljem što je onemogućilo efikasnu proizvodnju u zimskim mesecima kada je proizvodnja uglja i električne energije sezonski najveća. Budući da EPS nije na vreme obezbedio dovoljne zalihe uglja da prebrodi period umanjene proizvodnje u Kolubari, proizvodnja električne energije je u Q1 bila umanjena za oko 15% u odnosu na isti period prethodne godine, a manjak struje se uvezio (što je uticalo i na pogoršanje trgovinskog bilansa zemlje). Očekujemo da će u periodu smanjene proizvodnje električne energije (od aprila do novembra) EPS uspeti da reši ovaj problem i da narednu grejnu sezonu dočeka spreman za proizvodnju punim kapacitetom.

**Visok rast prerađivačke industrije je široko rasprostranjen**

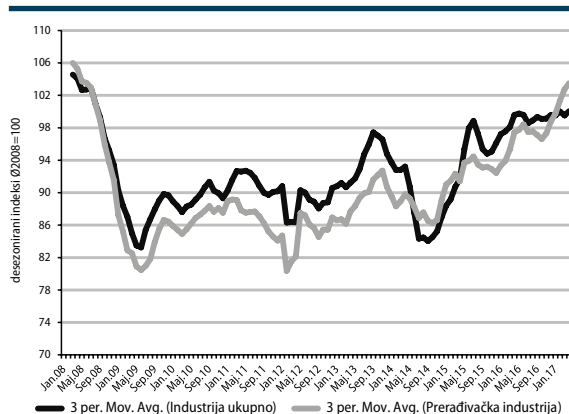
Visok međugodišnji rast prerađivačke industrije od preko 7% u Q1 bio je dosta široko raspoređen po pojedinačnim delatnostima, što povećava verovatnoću da će se nastaviti i u narednim kvartalima. Od ukupno 24 delatnosti prerađivačke industrije, njih 19 imalo je pozitivne međugodišnje stope rasta, a ubedljivo najveća delatnost, prehrambena industrija, imala je vrlo solidan rast u Q1 od 5,5%. Međugodišnjim rastom od 30% u Q1 prednjačila je proizvodnja osnovnih metala, što je posledica privatizacije Železare Smederevo do koje je došlo 2016. godine. Takođe, i kompanija FAS je u 2017. ušla sa proizvodnjom restilizovanog modela fiat 500L, tako da je u 2017. prvi put posle nekoliko godina i proizvodnja motornih vozila imala pozitivan međugodišnji rast. Od ostalih delatnosti prerađivačke industrije, snažan, dvocifren, rast imaju proizvodnja nemetalnih minerala (gde pripada i proizvodnja cementa), kao i izvozno orijentisana i već duži niz godina dosta uspešna delatnost proizvodnje proizvoda od gume i plastike.

**Prerađivačka industrija došla na svoj pretkrizni nivo proizvodnje**

Na tendencije slične međugodišnjim indeksima u Q1 ukazuju i desezonirani indeksi industrijske proizvodnje i prerađivačke industrije koji su prikazani u Grafikonu T2-6. U Grafikonu se vidi da ukupna industrijska proizvodnja u Q1 približno stagnira u odnosu na Q4 2016. godine, ali da u okviru tog rezultata prerađivačka industrija (svetlija linija na Grafikonu) snažno ubrzava svoj rast, što znači da su desezonirano rudarstvo i proizvodnja električne energije u velikom padu u odnosu na Q4. U Grafikonu se takođe može videti da je prerađivačka industrija, nakon poslednjeg snažnog rasta iz Q1 dostigla svoj pretkrizni nivo proizvodnje iz 2008. godine. Iako je to nesporno bio veoma dug period i relativno spor oporavak prerađivačke industrije, u prethodnim izdanjima QM-a smo već pisali da je ovaj oporavak zapravo mnogo pozitivniji nego što to izgleda na prvi pogled. Naime, sadašnja prerađivačka industrija je daleko konkurentnija nego pre devet godina, što se najbolje vidi po snažnom rastu izvoza u odnosu na 2008. od preko 60% (a prerađivačka industrija proizvodi ubedljivo najviše izvoznih proizvoda). Konkurentna prerađivačka industrija iz 2017, iako je identična po obimu kao ona iz 2008, sada ima mnogo bolje perspektive za buduću snažan rast.

**Proizvodnja investicionih dobara ima visok rast**

**Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2017**



Izvor: RZS

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda (Tabela T2-7), jedina grupa koja je zabeležila snažan međugodišnji pad u Q1 jeste proizvodnja energije, a ostale grupe imale su relativno visok rast – od oko 6% (potrošna dobra) do 13% (investiciona dobra). Budući da smo većinu ovih trendova već praktično opisali u prethodnom delu teksta, sada ćemo se nešto duže zadržati na proizvodnji investicionih dobara. Ova analiza je od posebnog značaja budući da su investicije komponenta BDP-a koja je u Q1 imala vrlo razočaravajući rast od svega 1,3%, a investicije bi morale da budu ključni pokretač rasta privredne aktivnosti u srednjem roku. Rast proizvodnje investicionih dobara od oko 13% ukazuje na

pozitivne trendove investicione aktivnosti i pored njenog usporavanja u Q1 (koje se u potpunosti može pripisati građevinarstvu). Naime, kada iz proizvodnje investicionih proizvoda isključimo rast proizvodnje motornih vozila od oko 7%, jer je ta proizvodnja dominantno namenjena za izvoz (kompanija FAS), vidi se da je ostatak ove grupe proizvoda ostvario rast proizvodnje od skoro 20%, što je izuzetno dobar rezultat. Na osnovu toga zaključujemo da u Q1 verovatno ipak nije smanjena domaća tražnja za investicionim dobrima, odnosno da je usporavanje investicione aktivnosti u Q1, po svemu sudeći, bilo privremeno.

**Tabela T2-7. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2017**

	Međugodišnji indeksi												
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	110,5	102,4	103,7	102,8	100,7
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	116,9	101,9	118,3	94,3	96,5	97,1	88,0
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	103,0	101,6	97,7	100,3	104,7	102,6	113,0
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,3	109,5	111,2	110,6	108,0	106,5	110,3
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	104,0	105,6	107,4	103,9	107,0	105,6	105,8

Izvor: RZS

## Građevinarstvo

**Građevinarstvo u Q1 ima pad od oko 5%, koji ocenjujemo kao privremen**

Kao što smo pokazali u prethodnim delovima ovog poglavlja, glavni razlog za usporavanje investicija u Q1 bilo je nepovoljno kretanje građevinske aktivnosti. Građevinarstvo je po podacima iz statistike nacionalnih računa u Q1 imalo pad od oko 5%, što potvrđuje i međugodišnji pad vrednosti izvedenih građevinskih radova u zemlji meren u stalnim cenama od 7%. Međutim, kretanje građevinarstva u Q1, pa i ovaj nesporni pad iz Q1 2017, trebalo bi uzimati sa određenom rezervom. To je zato što je građevinska aktivnost zimi sezonski uvek niža za oko 50% u odnosu druga godišnja doba. To znači da rezultat iz Q1 ne mora znatno da utiče na godišnji rast ove delatnosti, jer se lako može nadoknaditi u narednim kvartalima. Takođe, međugodišnje poređenje građevinske aktivnosti u Q1 pod velikim je uticajem promenljivih meteoroloških uslova u različitim godinama. Zato međugodišnje kretanje građevinske aktivnosti u Q1 uglavnom odslikava razliku u broju povoljnih dana za gradnju, a ne suštinske trendove ove aktivnosti. Budući da je zima 2017. bila osetno hladnija od zime 2016, to je najverovatniji razlog međugodišnjeg pada građevinarstva u Q1 od oko 5%.

**Proizvodnja cementa ima rast od preko 10%**

Da bismo pouzdanije ocenili stvarne trendove građevinske aktivnosti analizirali smo dodatne indikatore koji ne zavise toliko od meteoroloških uslova. Na prvom mestu to je indeks proizvodnje cementa, jer se cement koristi u gotovo svim građevinskim radovima i relativno dobro oslikava ukupna kretanja čitavog sektora (uključujući i mala privatna preduzeća koje zvanična statistika ne može dovoljno pouzdano da prati). U Tabeli T2-8 vidi se da je proizvodnja cementa u Q1

imala međugodišnji rast od preko 10%, što ukazuje da su stvarni trendovi građevinske aktivnosti verovatno pozitivni i pored privremeno manje izvedenih radova u prva tri meseca 2017. godine. Poslednji indikator koji smo gledali je kretanje broja zaposlenih na osnovu podataka iz Centralnog registra obaveznog osiguranja (CROSO) koji su daleko pouzdaniji od podataka iz Ankete o radnoj snazi (ARS). Po tim podacima broj zaposlenih u građevinarstvu povećan je u Q1 u

**Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2017**

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	103,7	108,1	110,1	105,9
2009	34,1	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3
2012	107,9	88,3	58,2	84,9	79,6
2013	83,5	78,7	127,6	93,5	94,9
2014	136,2	90,3	96,2	104,7	101,5
2015	77,9	112,4	104,5	108,7	103,1
2016	120,2	109,8	109,9	100,4	108,9
2017	110,4	-	-	-	-

Izvor: RZS

*Građevinarstvo će u 2017. verovatno imati solidan rast između 5 i 10%*

odnosu na isti period prethodne godine za oko 1%. Da je trajniji trend građevinske aktivnosti njeno smanjenje to bi se odrazilo na otpuštanje, a ne povećanje broja zaposlenih u ovoj delatnosti.

U 2017. očekujemo rast građevinarstva kao u 2016. kada je iznosio 6,4%. Smatramo da nema razloga za značajniju promenu trenda građevinske aktivnosti u 2017. u odnosu na prethodnu godinu. Tačno je da su javne investicije nešto usporile početkom godine, ali to se još uvek može nadoknaditi u narednim kvartalima. Sa druge strane, privredna aktivnost nastavlja da se oporavlja (iako sporijim tempom nego što bi bilo poželjno), kamatne stope i dalje su na istorijskim najnižim nivoima, što utiče na rast kreditne aktivnosti u Srbiji, raste broj izdatih građevinskih dozvola, a poslednji podaci ukazuju i na postepeno oživljavanje tržišta nekretnina.