

## 2. Privredna aktivnost

Početak 2018. obeležavaju načelno pozitivna privredna kretanja. Rast BDP-a u Q1 iznosio je 4,6%, pa je ovo kvartal sa najvećim međugodišnjim rastom u prethodnih deset godina. Ostvareni rezultat u Q1 pokazuje i to da naša prognoza da će privredni rast u 2018. iznositi oko 4% nije bila optimistična, već objektivna. Naime, iako u narednim kvartalima očekujemo nešto niže stope rasta BDP-a nego u Q1, malo je verovatno da će ukupan rast BDP-a u 2018. biti manji od 4%. Ono što, međutim, posebno ističemo u ovom izdanju QM-a je to da privredni rast od oko 4% u 2018. i dalje nije zadovoljavajući rezultat za Srbiju i da postoje neki zabrinjavajući privredni trendovi o kojima bi trebalo voditi računa. Druge zemlje Centralne i Istočne Evrope (CIE) u 2017. su ostvarile u proseku privredni rast od 4,6%, a u 2018. očekuje se da će imati rast od najmanje 4%. Zbog toga je prognozirani privredni rast u Srbiji tek na nivou proseka uporedivih zemalja. Uz to, privredni rast od 4% koji prognoziramo za Srbiju u 2018. nije potpuno održiv jer delom počiva na oporavku poljoprivrede od suše i oporavku elektroenergetskog sektora koji je takođe u 2017. imao privremeni pad. Rast najvećeg dela privrede Srbije zapravo je oko 3%. Detaljnija analiza privrednog rasta u Q1 potvrđuje ove nalaze. Relativno visok privredni rast u Q1 od 4,6% posledica je prvenstveno visokog rasta u tri sektora koja su se poredila sa niskom osnovom iz Q1 2017: građevinarstva, proizvodnje električne energije i poljoprivrede. Da nije bilo ovoga, rast BDP-a iznosio bi oko 3%. Uz to, u Q1 se nastavljaju negativni trendovi smanjenje neto izvoza, odnosno bržeg rasta uvoza od izvoza. Na kraju, zabrinjavajuće deluju i trendovi prerađivačke industrije čiji desezonirani indeksi proizvodnje pokazuju osetan pad od januara do aprila. Vlada zato ne bi trebalo da se „opušta“ zbog privremeno i prividno dobrih rezultata privrede, već da ulaže više napora u podsticanje privrednog rasta sprovođenjem strukturnih reformi javnog sektora i unapređenjem privrednog ambijenta (vladavina prava, smanjenje korupcije, povećanje efikasnosti državne administracije i drugo). Takođe, veoma je važno i da NBS odlučnije sprečava preterano jačanje dinara koje se negativno odražava na međunarodnu cenovnu konkurentnost privrede i pogoršanje neto izvoza. Smatramo da bi za ostvarenje ovih ciljeva bilo veoma dobro da se dogovori novi aranžman sa MMF-om koji bi bio prvenstveno usmeren na strukturne reforme koje su u prethodnom aranžmanu podbacile.

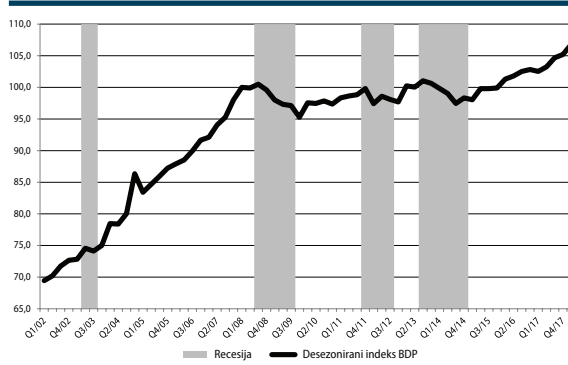
### Bruto domaći proizvod

*U Q1 ostvaren relativno visok rast od 4,6%*

Po poslednjim podacima RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q1 iznosio je 4,6% što je u osnovi dobar rezultat. Naime, međugodišnji rast osetno je ubrzao, za preko 2,5 p.p, u odnosu na 2017. kada je u proseku iznosio 1,9%. Takođe ostvareni privredni rast u Q1 najveći je još od izbijanja krize u 2008, što znači da u prethodnih deset godina privreda Srbije ni u jednom kvartalu nije imala ni približne stope rasta kao u Q1 2018. godine (u prethodnih deset godina samo u tri kvartala međugodišnji privredni rast bio je veći od 3% i nijednom nije dostigao granicu od 4%). Međutim, veoma je opasno ove, na prvi pogled, dobre pokazatelje preterano optimistično tumačiti, jer se ispod njih kriju i neki nepovoljni i nezadovoljavajući trendovi koji su privremeno zamaskirani relativno visokim rastom međugodišnjeg BDP-a.

*Desezonirani rast BDP-a u Q1 u odnosu na prethodni kvartal bio je 1,5%*

U Grafikonu T2-1 prikazana je serija desezoniranog rasta BDP-a koji nešto pouzdanije pokazuju kratkoročne trendove privredne aktivnosti od međugodišnjih indeksa (osenećeni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu Bry-Boschan procedure). Desezonirani rast BDP-a u Q1, u odnosu na prethodni kvartal, iznosio je solidnih 1,5%, ali nam već on, za razliku od međugodišnjih indeksa, nagoveštava da u Q1 ipak nije došlo do zaokreta u dugoročnim privrednim trendovima, odnosno da nije bilo toliko neuobičajenih promena na koje ukazuje snažno povećanje međugodišnjeg rasta BDP-a. Naime, iako i desezonirani rast BDP-a u Q1 pokazuje ubrzanje trenda rasta BDP-a u odnosu na Q4 2017. (kada je iznosio 0,6%), ovakvo ubrzanje desezoniranog BDP-a nije toliko neuobičajeno, odnosno dešavalo se povremeno u prethodnim kvartalima (Grafikon T2-1), naročito na početku godine kada se unose novi podaci o poljoprivrednoj

**Grafikon T2-1. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2018. godina (2008=100)**

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

**U ostvarenom rastu BDP-a u Q1 prednjače građevinarstvo, proizvodnja električne energije i poljoprivreda**

no – analizom BDP-a po *proizvodnom* principu. Podatke o rastu proizvodnje po pojedinačnim sektorima privrede prikazali smo u Tabeli T2-2. U Tabeli se vidi da od svih sektora privrede ubedljivo najveći rast ima građevinarstvo sa međugodišnjim realnim rastom BDV-a od čak 26,4%. Za građevinarstvo jeste specifično to da u svake godine u Q1 ima velike oscilacije u proizvodnji pod uticajem promenljivih meteoroloških okolnosti (različiti broj radnih dana tokom zime kada je moguća građevinska aktivnost). Upravo je nešto toplija zima 2018. u odnosu na prethodnu godinu važan razlog zbog kog je građevinska aktivnost imala veoma visok rast. Uz to, smatramo da je jedan od razloga za prikazani ekstremno visok rast građevinarstva u Q1 i nepouzdanost statističkog merenja ovog sektora, o čemu će više biti reči u posebnom poglavlju ovog teksta. Drugi sektor koji je imao relativno visok rast u Q1 od preko 6% je poljoprivreda, koja se poredi sa sušnom 2017. godinom.<sup>2</sup> Na kraju, iako se u Tabeli T2-2 sektor proizvodnje električne energije ne vidi neposredno jer je spojen sa prerađivačkom industrijom i rudarstvom u zajednički sektor industrije – proizvodnja električne energije takođe je svojim visokim međugodišnjim rastom od preko 10% bila treći pojedinačni sektor koji je značajno doprineo nešto boljim rezultatima privredne aktivnosti u Q1. Međugodišnji rast proizvodnje električne energije u Q1 bio je visok jer se poredio sa niskom proizvodnjom iz istog kvartala prethodne godine, kada je zbog problema u poslovanju EPS-a došlo do privremenog dubokog pada u proizvodnji električne energije.

**Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2018<sup>1)</sup>**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018	Učešće
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2016
Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	101,9	101,1	101,6	102,3	102,4	104,6	100,0
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,2	100,9	101,0	102,1	102,1	101,8	102,4	102,1	103,2	15,7
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,7	103,2	101,8	100,9	101,6	102,3	102,4	105,0	84,3
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,5	101,7	102,7	103,1	101,5	102,6	104,2	103,8	104,9	90,1 <sup>2)</sup>
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	102,0	92,3	108,1	90,5	93,7	90,9	88,1	90,5	106,1	9,9 <sup>2)</sup>
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,4	103,2	102,6	103,5	101,3	103,5	106,4	102,8	105,3	24,3 <sup>2)</sup>
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	98,5	102,7	103,2	105,5	96,3	97,9	106,0	117,9	126,4	5,2 <sup>2)</sup>
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	101,1	102,2	103,7	104,6	103,0	104,1	105,9	104,9	104,6	18,5 <sup>2)</sup>
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	96,1	101,7	105,8	101,2	99,9	101,3	100,9	102,7	105,1	5,2 <sup>2)</sup>
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	97,2	102,3	104,0	102,4	104,8	101,7	101,8	101,1	101,1	3,2 <sup>2)</sup>
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,9	99,8	101,5	101,1	100,6	101,1	101,2	101,3	102,6	33,8 <sup>2)</sup>

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

1 Metodologija RZS je takva da se očekivani međugodišnji rast poljoprivrede u 2018. u odnosu na 2017. približno ravnomerno raspodeljuje na sva četiri kvartala tokom godine. Imajući u vidu to da se u 2018. očekuje oporavak poljoprivrede od suše iz 2017. odnosno njen relativno visok rast, to se na desezoniranim indeksima odražava na jednokratni rast poljoprivrede i posledično ubrzanje BDP-a samo u Q1. U narednim kvartalima poljoprivredna proizvodnja će imati znatno sporiji rast pa stoga neće znatnije uticati na rast desezoniranog BDP iz kvartala u kvartal.

2 Iako u Q1 još uvek nisu izvesni rezultati poljoprivredne sezone u 2018. metodologija RZS je takva da se u Q1 poljoprivredna proizvodnja procenjuje na nivou svog višegodišnjeg proseka. Budući da je 2017. bila sušna godina i poljoprivredna proizvodnja je bila znatno ispod svog višegodišnjeg proseka, u Q1 je procenjen relativno visok međugodišnji rast poljoprivrede.

**Najveći deo privrede u Q1 ostvario je rast od oko 3%**

Dakle, relativno visok međugodišnji rast BDP-a u Q1 najvećim delom se duguje snažnom povećanju proizvodnje u manjem delu privrede (visokom rastu proizvodnje tri sektora koja zajedno čine tek nešto preko 15% privrede Srbije). Ostatak, odnosno ubedljivo najveći deo privrede, ostvario je u Q1 međugodišnji rast proizvodnje od oko 3%. Ovaj podatak ukazuje da u Q1 zapravo nije došlo do suštinskog ubrzanja trenda privredne aktivnosti u odnosu na prethodnu godinu (što nagoveštavaju i desezonirani indeksi). Naime i u 2017. najveći deo privrede Srbije ostvario je rast od oko 3% (Tabela T2-4), a niža stopa ukupnog privrednog rasta koja je ostvarena u toj godini od 1,9%, posledica je pre svega privremenog pada poljoprivrede usled suše i pada u proizvodnje električne energije (o čemu smo detaljno pisali u prethodnim izdanjima *QM*-a). Sada su ovi privremeni činioci okrenuli smer i privremeno utiču na nešto veće međugodišnje stope privrednog rasta tokom 2018, ali osnovni trendovi privredne aktivnosti Srbije za sada su veoma slični u 2018. kao u 2017. i nema jasnih naznaka njihovog ubrzanja.

**U narednim kvartalima očekujemo postepeno usporavanje međugodišnjeg rasta BDP-a**

Kretanje BDP-a će i u narednim kvartalima, baš kao u Q1, u velikoj meri zavistiti od promena u ograničenom delu privrede, odnosno u tri pomenuta sektora (poljoprivreda, građevinarstvo i proizvodnja električne energije). Od tri pomenuta sektora privrede samo će poljoprivreda zadržati visoke stope rasta do kraja godine, jer će se čitave godine porediti sa sušnom 2017. godinom (stope međugodišnjeg rasta će se verovatno i nešto ubrzati u narednim kvartalima). Proizvodnja električne energije i građevinska aktivnost osetno će se usporiti rast već u Q2 u odnosu na Q1, mada će i tada verovatno imati solidan međugodišnji rast, budući da će se i u tom kvartalu porediti sa relativno niskom bazom iz prethodne godine (i u Q2 2017. ovi sektori su imali osetan pad proizvodnje, samo je taj pad bio nešto manji nego u Q1 2017. godine). Pošto u drugoj polovini 2017. nije bilo pada proizvodnje u ova dva sektora, ne očekujemo da će oni više moći da toliko značajno doprinose rastu ukupnog BDP-a Srbije u Q3 i Q4. Uzimajući sve navedeno u obzir, očekujemo da će međugodišnji rast BDP-a i u Q2 biti oko 4%, a da će u drugoj polovini godine (ukoliko se ništa značajnije ne promeni u međuvremenu) međugodišnja stopa rasta BDP-a najverovatnije pasti ispod 4%.

**Za sada se ostvaruje prognoza QM-a da će rast BDP-a u 2018. iznositi oko 4%**

Kao što smo istakli, očekujemo da će u prvoj polovini 2018. rast privredne aktivnosti biti nešto iznad 4%, jer će se porediti sa niskom osnovom iz prethodne godine – a da će u drugoj polovini godine (ukoliko ne dođe do nekih značajnijih promena, poput na primer izuzetno dobre poljoprivredne sezone), međugodišnji rast BDP-a da se smanji na ispod 4%. Rezultat ovakvih kvartalnih kretanja BDP-a bio bi privredni rast u 2018. od oko 4%, što smo upravo i prognozirali u prethodna tri izdanja *QM*-a. Jedna od važnijih poruka ovog izdanja *QM*-a upravo je to da rast BDP-a od oko 4% kakav očekujemo u 2018. niti predstavlja iznenađenje (najavljivali smo ga još sredinom prethodne godine), niti je impresivan (posledica je dobrim delom visokog rasta manjeg broja sektora privrede koji se porede sa niskom bazom iz 2017. a ne osetnog ubrzanja osnovnog trenda privredne aktivnosti). Ovo je važno istaći zbog toga što se u javnosti već neko vreme daju neumereno optimistične ocene privrednih kretanja početkom godine iz čega proizilaze i neka ekonomski neutemeljena obećanja Vlade – poput velikog povećanja penzija i plata u javnom sektoru. Što je još gore, uz precenjivanje ostvarenih rezultata privrede početkom 2018. zanemaruju se i neki važni, a prilično zabrinjavajući trendovi o kojima će više reći biti u nastavku ovog teksta.

**U Q1 se nastavlja snažan pad neto izvoza**

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a u Q1 po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-3. U Tabeli se vidi da je u Q1 došlo do ubrzanja međugodišnjeg rasta investicija koji je u tom kvartalu dostigao 14,9%. Ovaj, načelno veoma pozitivan trend rasta investicija za sada tumačimo veoma oprezno, jer je posledica izuzetno snažnog rasta građevinarstva usled blage zime koje se neće održati do kraja godine. Uz to, kao što smo pomenuli, veoma visok realni rast građevinarstva u Q1 od preko 25% verovatno je jednim delom posledica i nepouzdanog merenja ovog sektora privrede od strane RZS-a (videti poglavlje o građevinarstvu). Određenu rezervu u pogledu održivosti i pouzdanosti prikazanog visokog rasta investicija imamo i zbog toga što domaća proizvodnja

i uvoz kapitalne opreme nemaju ni izbliza tako snažan trend rasta poput građevinarstva.<sup>3</sup> Za razliku od investicija, neto izvoz je u Q1 podbacio, jer je rast uvoza osetno brži od rasta izvoza (Tabela T2-3). Ovakvi trendovi neto izvoza početkom 2018. ne mogu se objasniti samo lošom poljoprivrednom sezonom u 2017. i manjkom poljoprivrednih proizvoda za izvoz, jer su trendovi smanjenja neto izvoza široko rasprostranjeni. Vlada i NBS bi zato morali obratiti posebnu pažnju na njih. Naročito ističemo to da je jačanje dinara u prethodnih godinu dana veoma opasno jer negativno utiče na kretanje neto izvoza. Tim kanalom mogao bi da se potkopava privredni rast Srbije, odnosno da dođe do ponovnog širenja spoljno-ekonomske neravnoteže koja su se od izbijanja krize 2008, pa do 2016. snažno smanjila. Stoga bi u narednom periodu NBS morala da preduzme daleko snažnije mere za sprečavanje jačanja dinara.

**Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2018. godine**

	Međugodišnji indeksi														
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018	Učešće
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2016
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	101,9	101,1	101,6	102,3	102,4	104,6	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	100,5	101,0	101,8	102,1	101,6	101,8	101,8	103,0	72,4
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	99,4	98,5	102,2	101,0	100,4	101,6	101,0	101,1	102,3	16,0
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,0	96,4	105,6	105,1	106,2	102,4	102,6	106,2	112,4	114,9	17,7
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	105,7	110,2	112,0	109,8	109,1	111,2	111,6	107,5	109,3	50,0
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	105,6	109,3	109,0	110,7	111,3	108,9	110,7	112,1	112,5	57,5

Izvor: RZS

**Privatna potrošnja u Q1 ima nešto brži rast nego što je uobičajeno i poželjno**

Realni rast privatne potrošnje u Q1 iznosio je 3%, što je najbrži kvartalni rast ove komponente BDP-a još od izbijanja krize u drugoj polovini 2008. godine. Ovakav trend ubrzanja rasta privatne potrošnje zapravo nije toliko povoljan budući da privreda Srbije ima i dalje izraženu strukturnu neravnotežu koja proizilazi iz znatno veće potrošnje od proizvodnje (relativno visok tekući deficit platnog bilansa) i visoko učešće privatne potrošnje u BDP-u (privatna potrošnja učestvuje u BDP-u Srbije sa preko 70%, dok je prosečno učešće ove komponente u BDP-u drugih zemalja CIE ispod 60%). Za Srbiju bi dakle optimalno bilo da privatna potrošnja u dužem periodu raste makar jedan procentni poen sporije od dugoročnog rasta BDP-a. Iako na prvi pogled izgleda da je rast potrošnje u Q1 zadovoljavao ovaj uslov, odnosno da je bio za oko 1,5 p.p. niži od rasta BDP-a (potrošnja je porasla 3%, a BDP 4,6%), podsećamo još jednom da je osnovni trend rasta privrede Srbije zapravo 3%, a ne 4,6% (dodatno ubrzanje privrednog rasta u Q1 posledica je privremenih činilaca). Ubrzanju potrošnje u Q1 najverovatnije je doprinela Vlada Srbije svojom odlukom da plate u opštoj državi poveća u 2018. u proseku za oko 9% iako je to ne samo osetno brže od rasta nominalnog BDP-a, već i od rasta plata u privatnom sektoru koji u prva četiri meseca 2018. godine iznosi svega 4,5% međugodišnje.

**Očekujemo da će privredni rast Srbije u 2018. biti na nivou regionalnog proseka.**

U Tabeli T2-4 pokazali smo rast BDP-a Srbije i drugih zemalja iz regiona od 2014, zaključno sa prognozama za 2018. godinu. Podaci iz Tabele jasno pokazuju da Srbija sistematski znatno zaostaje za stopama rasta uporedivih zemalja, jer je u prethodne četiri godine gotovo uvek imala najniži privredni rast u čitavoj CIE. Iako u 2018. očekujemo da će rast BDP-a Srbije ubrzati na oko 4%, ni to neće predstavljati toliko impresivan rezultat u regionalnom kontekstu – po prognozama Evropske komisije to bi predstavljalo tek prosečan privredni rast uporedivih zemalja.<sup>4</sup>

U Tabeli T2-4 smo pored rasta BDP-a Srbije dodatno prikazali i njen „trendni” privredni rast – iz kog smo isključili privremene činioce koji utiču na rast BDP-a (poljoprivredne sezone, prome-

<sup>3</sup> Nije sporno da građevinarstvo, kao i ukupne investicije rastu u Q1 2018. ali prikazane stope njihovog ekstremnog međugodišnjeg rasta ne odlikavaju dobro njihove tržišne trendove i nisu održive. Visok rast građevinarstva je privremena posledica blaže zime sa više radnih dana, a verovatno nije ni dobro izmeren od strane RZS-a. Budući da rast građevinarstva pd preko 25% nije održiv, samim tim nije održiv ni rast investicija od oko 15%. Zapravo već i sami ovi podaci – da je građevinarstvo poraslo preko 25%, a ukupne investicije gotovo upola manje, oko 15% – ukazuju na neprirodan disbalans između investiranja u građevinske radove i investiranje u opremu. Naime, građevinarstvo čini skoro polovinu ukupnih investicija u Srbiji, tako da gotovo upola sporiji rast ukupnih investicija implicira da su sve druge investicije imale veoma skroman rast. Da je snažno povećanje ukupne investicione aktivnosti opšti i održiv privredni trend onda razlike u investiranju građevinske radove i investiranje u opremu ne bi bile ovoliko velike.

<sup>4</sup> Napominjemo i to da su prognoze Evropske komisije po pravilu konzervativne, tako da je vrlo verovatno da će privredni rast zemalja CIE biti i u 2018. kao u prethodne tri godine nešto veći od prognoza Komisije koje trenutno iznose 4% (Tabela T2-4). Na primer, Komisija je u istom izveštaju za Srbiju prognozirala rast BDP-a u 2018. od svega 3,3% koji je niži čak i od konzervativnih prognoza Vlade i MMF-a od 3,5%. Sada je već gotovo izvesno da se prognoza EU za Srbiju neće ostvariti, odnosno da će rast BDP-a u Srbiji biti veći, a slično bi moglo da se desi i za većinu drugih zemalja CIE.

**Nakon isključenja  
jednokratnih činilaca  
privredni rast Srbije  
i dalje je sporiji od  
proseka regiona**

ne proizvodnje električne energije i iskopavanja uglja koje su bile pod velikim uticajem poplava iz 2014, i problema u poslovanju EPS-a u prvoj polovini 2017. godine). U Tabeli se vidi da je trendni privredni rast Srbije u 2018. zapravo niži od 4% i da iznosi oko 3% (Tabela T2-4). To zapravo znači da privredni rast u Srbiji i u 2018. nastavlja strukturno da zaostaje u odnosu na druge uporedive zemlje, baš kao u prethodne četiri godine za koje smo prikazali podatke.

**Tabela T2-4. Srbija i zemlje okruženja: Rast BDP-a, 2014-2018. godina**

	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>1)</sup>
Srbija	-1,8	0,8	2,8	1,9	4,0
Srbija – trendni privredni rast <sup>2)</sup>	-0,8	1,2	2,3	2,9	3,1
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	2,9	3,8	3,1	4,6	4,0
Zemlje okruženja (ponderisani prosek)	2,7	3,5	3,7	4,9	4,0
Albanija	1,8	2,2	3,4	3,9	3,6
Bosna i Hercegovina	1,1	3,1	3,1	3,1	-
Bugarska	1,3	3,6	3,9	3,6	3,8
Hrvatska	-0,1	2,3	3,2	2,8	2,8
Mađarska	4,2	3,4	2,2	4,0	4,0
Makedonija	3,6	3,9	2,9	0,0	3,1
Crna Gora	1,8	3,4	2,9	4,4	3,0
Rumunija	3,1	4,0	4,8	6,9	4,5

1) Prognoza Evropske komisije za zemlje CIE, za Srbiju prognoza QM. Za BiH se još uvek ne prognozira rast BDP-a, jer ova zemlja još nije dobila status kandidata za EU

2) Isključen efekat suše, poplava i lošeg upravljanja EPS-om

Izvor: Eurostat, Evropska komisija (*European Economic Forecast*, Spring 2018)

**Ključni strukturni  
problemi privrede Srbije  
su manjak investicija i  
relativno nizak izvoz**

Razloge za sistematski znatno niži privredni rast Srbije u odnosu na uporedive zemlje odavno smo prepoznali u znatno lošijoj strukturi BDP-a Srbije od drugih zemalja. Naime, Srbija se u odnosu na uporedive zemlje izdvaja po niskom učešću investicija u BDP-u i niskom učešću izvoza, dok je sa druge strane učešće privatne potrošnje u BDP-u izuzetno veliko, čak 15 p.p. iznad proseka CIE. Ova komparativna analiza jasno ukazuje da Srbija oslonac za trajno ubrzanje privrednog rasta ne može da traži u daljem povećanju privatne potrošnje koja je već sada predimenzionirana u odnosu na proizvodnju. Umesto toga, glavni pokretači rasta Srbije u srednjem roku trebalo bi da budu investicije i (neto) izvoz, a potrošnja bi morala da raste nešto sporije od rasta BDP-a. Zbog toga bi Vlada i NBS za potrebno održivo ubrzanje privrednog rasta morali da vode politike koje bi podstakle razvoj investicija u razmenjiva dobra i neto izvoza, a ne potrošnje.

Preveliko oslanjanje na domaću tražnju uz tolerisanje jačanja dinara i snažno povećanje spoljnotrgovinske neravnoteže upravo su bile osnovne greške u vođenju ekonomije Srbije u periodu 2005-2008. godine. Ovi, u osnovi neodrživi trendovi, bili su oštro prekinuti izbijanjem svetske ekonomske krize u drugoj polovini 2008, kada je došlo do snažnog pada vrednosti dinara uz naglo smanjenje BDP-a, potrošnje, uvoza i zaposlenosti. Međutim, važno je istaći i to da bi se privreda Srbije vrlo brzo suočila sa ograničenjima privrednog rasta zasnovanog na domaćoj potrošnji i da nije bilo svetske krize, odnosno morala bi da se prilagodi i restrukturira uz usporavanje ili smanjenje BDP-a. Ovu epizodu (2005-2008. godina) sada naročito ističemo, jer se pojavljuju prve naznake da se privreda Srbije ponovo okreće na istu stranu. Kurs dinara apesira, spoljnotrgovinska neravnoteža se otvara, a podaci o strukturi SDI za 2017. ukazuju da se smanjuje interes stranih ulagača za ulaganje u prerađivačku industriju, a raste ulaganje u trgovinu, bankarstvo i građevinarstvo. Sada postoje i određene razlike u odnosu na taj period, pre svega jer je rast BDP-a znatno niži, a fiskalna politike restriktivnija. Ipak, još jednom napominjemo da održiv način za ubrzanje privrednog rasta vodi kroz povećanje investicija u razmenjivu proizvodnju i rast izvoza, a da su se „prečiće“ koje vode preko povećanja domaće tražnje i investicija u nerazmenjivi deo privrede pokazale pogrešnim u ne tako dalekoj budućnosti, pa tu grešku ne bi trebalo ponavljati.

## Industrijska proizvodnja

**Solidan rast industrijske proizvodnje u Q1 od oko 6% dobrim delom zbog proizvodnje električne energije**

Industrijska proizvodnja u Q1 imala je rast od 5,9% (Tabela T2-5), koji je nešto veći od proseka 2017. godine (3,5%). Međutim, ovo ubrzanje privredne aktivnosti početkom 2018. u odnosu na 2017. posledica je oporavka proizvodnje električne energije nakon dubokog pada u Q1 2017. godine, zbog čega je samo ovaj deo industrijske proizvodnje ostvario rast od preko 10%. Sa druge strane, prerađivačka industrija koja predstavlja najvažniji deo industrijske proizvodnje i koja proizvodi najveći deo razmenjivih dobara privrede Srbije usporila je svoj rast u Q1 2018. u odnosu na prosek 2017. godine (ostvaren je međugodišnji rast prerađivačke industrije u Q1 od 5%, dok je prosečan rast u 2017. bio 6,4%).

**Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2018. godine**

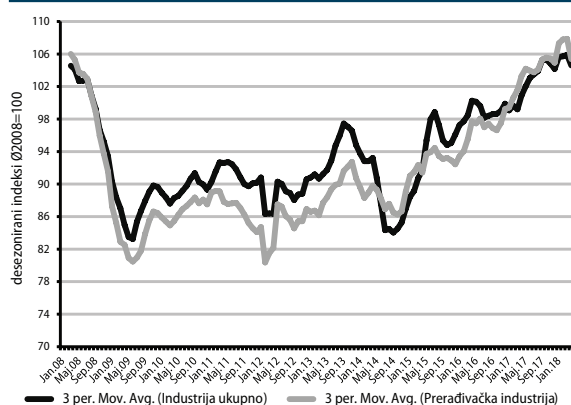
	Međugodišnji indeksi										Učešće				
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017		2018	2016		
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	103,5	100,7	103,1	106,3	103,5	105,9	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	104,0	102,7	93,7	107,3	105,3	105,4	103,0	6,5
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	105,3	106,4	107,3	105,1	107,7	104,9	105,0	80,0
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	102,7	93,8	85,5	94,1	100,7	97,4	110,9	13,5

Izvor: RZS

**Desezonirani podaci pokazu usporavanje prerađivačke industrije**

Detaljniju ocenu trendova industrijske proizvodnje u Q1 možemo dati na osnovu desezoniranih indeksa koje smo prikazali u Grafikonu T2-6. Posebno skrećemo pažnju na kretanje prerađivačke industrije (tamnija linija na Grafikonu). Prerađivačka industrija je nakon relativno visokog rasta tokom većeg dela 2017. usporila krajem godine da bi se njen rast zaustavio početkom 2018. godine. Ono što se, međutim, ne vidi toliko dobro na Grafikonu T2-6 su pojedinačni mesečni indeksi desezonirane industrijske proizvodnje (budući da smo u Grafikonu prikazali tromesečne pokretne proseke u cilju smanjenja mesečne volatilnosti indikatora). Pojedinačne mesečne dese-

**Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2018. godine**



Izvor: RZS

zonirane indekse proizvodnje prerađivačke industrije u 2018. prikazali smo zato posebno u Tabeli T2-7 zaključno sa poslednjim dostupnim podatkom za april. Desezonirana proizvodnja prerađivačke industrije je u januaru 2018. dostigla svoj maksimum, kada je bila za 6,4% veća od proseka 2017. godine. U svakom narednom mesecu 2018. desezonirana proizvodnja prerađivačke industrije imala je osetan pad, da bi u aprilu (poslednji dostupan podatak) pala ispod proseka 2017. godine. Slične trendove pokazuju i međugodišnji indeksi proizvodnje prerađivačke industrije po mesecima. Međugodišnji rast bio je najveći u januaru kada je iznosio preko 11%, da bi se do aprila smanjio na svega 1% (Tabela T2-7).

**Tabela T2-7. Srbija: desezonirani i međugodišnji indeksi prerađivačke industrije u 2018. godini**

	januar	februar	mart	april
Prerađivačka industrija (desezonirani indeksi)	106,4	103,0	101,4	99,2
Prerađivačka industrija (međugodišnji indeksi)	111,3	104,7	100,0	101,0

Izvor: RZS

### Usporavanje prerađivačke industrije je relativno široko rasprostranjeno

Sledeće pitanje na koje smo potražili odgovor je šta stoji iza izraženog trenda usporavanja prerađivačke industrije tokom prva četiri meseca 2018. godine. Naime, ukoliko je do usporavanja došlo usled nepovoljnog kretanja manjeg broja pojedinačnih oblasti (npr. pad proizvodnje prehrambene industrije zbog loše poljoprivredne sezone), a najveći deo prerađivačke industrije nastavlja sa visokim rastom i u 2018, onda ne bi trebalo da bude mnogo razloga za zabrinutost. Detaljnija analiza po sektorima, međutim, pokazuje suprotno – da je usporavanje prerađivačke industrije bilo relativno široko rasprostranjeno, pa je samim tim znatno opasnije. Pojedinačne oblasti koje su u prošlosti znale da svojim incidentnim padovima dovedu do privremenog usporavanja čitave prerađivačke industrije u prva četiri meseca 2018. zapravo su bile veoma stabilne. Tako je prehrambena industrija u prva četiri meseca imala relativno stabilan međugodišnji pad od 1% i njen trend se i pored loše prošlogodišnje poljoprivredne sezone zapravo nije značajnije promenio u odnosu na prethodnu godinu (u 2017. prehrambena industrija je imala blagi pad od 0,1%). Takođe, i proizvodnja motornih vozila, koja je u prošlosti znala da dovede do privremenog usporavanja čitave prerađivačke (kad dođe do zastoja u proizvodnji FAS-a) imala je relativno stabilne rezultate u prva četiri meseca 2018. odnosno minimalan, ali stabilan, međugodišnji rast od 0,2%. Ovaj rezultat proizvodnje motornih vozila u 2018. čak je i nešto bolji nego prethodne godine kada je ova oblast prerađivačke industrije imala pad od 3,3%. Analiza po pojedinačnim oblastima nam sugerise da je postepeno usporavanje industrijske proizvodnje tokom 2018. zajednički trend najvećeg dela prerađivačke industrije i da nije posledica incidentnih padova ograničenih na samo nekoliko delatnosti. Iako je još rano izvlačiti dalekosežnije zaključke iz podataka za svega četiri meseca 2018. godine (od kojih su januar i februar bili zapravo relativno dobri), trendove prerađivačke industrije ćemo u narednim kvartalima pratiti sa nešto većim oprezom.

### Proizvodnja investicionih proizvoda beleži pad

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda (Tabela T2-8), u Q1 je došlo do određenih promena u odnosu na prethodne kvartale. Pre svega, došlo je do relativno snažnog ubrzanja proizvodnje energije, ali je ovaj trend lako objasniti visokim međugodišnjim rastom proizvodnje EPS-a koja se poredila sa niskom bazom iz prethodne godine. Zbog toga očekujemo da je ovo ubrzanje međugodišnjeg rasta proizvodnje energije prolaznog karaktera i da će se iscrpeti do sredine godine. Sa druge strane, najveću negativnu promenu u Q1 imala je proizvodnja investicionih dobara koja je u Q1 prešla u međugodišnji pad od 1,3%, nakon što je u 2017. ostvarila rast od skoro 10% (Tabela T2-8). Kao što smo pomenuli, analiza proizvodnje u oblasti proizvodnje motornih vozila (koja pripada ovoj namenskoj grupi) ukazuje na to da se pad proizvodnje investicionih dobara u Q1 2018. ne može objasniti eventualnim zastojima u kompaniji FAS, budući da ova oblast u 2018. ima zapravo i nešto bolje rezultate nego u prethodnoj godini. Rasprostranjeni pad proizvodnje investicionih proizvoda dodatno dovodi u sumnju podatak iz nacionalnih računa da su investicije u Q1 imale izuzetno visok rast od 15%. Ostale namenske grupacije, proizvodnja intermedijarnih i potrošnih dobara, imale su u Q1 načelno slična kretanja kao u prethodnim kvartalima.

**Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2018. godine**

	Međugodišnji indeksi										2017				2018
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	103,5	100,7	103,1	106,3	103,5	105,9	
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	116,9	101,9	97,2	88,0	95,2	108,7	100,1	107,9	
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	103,0	101,6	109,2	113,0	107,0	114,6	103,6	98,7	
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,3	109,5	110,0	110,3	109,5	110,3	109,3	110,7	
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	104,0	105,6	102,4	105,8	105,3	98,7	100,9	103,3	

Izvor: RZS

## Građevinarstvo

Po proceni RZS-a građevinarstvo je u Q1 ostvarilo izuzetno visok realni međugodišnji rast od 26,4% (Tabela T2-5). Taj podatak uticao je presudno na uočeno snažno ubrzanje rasta investicija i značajno je doprineo povećanju rasta ukupne privredne aktivnosti u Q1. Međutim, prave trendove građevinarstva zapravo je veoma teško ispravno oceniti. Problem sa praćenjem ovog sektora privre-

**Građevinarstvo  
po RZS-u snažno  
ubrzava rast u Q1  
na preko 25%**

**Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja cementa,  
2001–2018**

	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	104,1	96,4	118,7	105,9
2018	107,5	-	-	-	-

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

de je u tome što u njemu posluje veliki broj malih privatnih kompanija koje se brzo osnivaju i gase, što zvanična statistika otežano prati, a dobar deo aktivnost obavlja se i u sivoj zoni, van vidokruga statistike. Uz sve to, građevinska aktivnost u Q1 sezonski dosta zavisi i od meteoroloških uslova, odnosno broja radnih dana u kojima se građevinski radovi mogu izvoditi neometano od vremenskih uslova. Detaljnija analiza QM-a pokazuje da je građevinarstvo nesporno imalo visok rast u Q1, ali da je ipak malo verovatno da je taj rast iznosio preko 25% kao što RZS pokazuje.

Za nešto pouzdanije praćenje kretanja građevinarstva u QM-u analizirali smo pored vrednosti izvedenih građevinskih radova (koja se koristi kao glavni indikator za procenu kvartalnog rasta proizvodnje ovog sektora privrede) i čitav niz dodatnih indikatora povezanih sa ovom delatnošću (kretanje registrovane zaposlenosti, plata zaposlenih u građevinarstvu, proizvodnju cementa i drugo). Dakle, vrednost izvedenih građevinskih radova u Srbiji imala je u Q1 vi-

sok međugodišnji rast od čak 28% u stalnim cenama i to je bio glavni pokazatelj na osnovu kog je statistika prikazala izuzetno visok rast ove delatnosti. Međutim, ostali indikatori građevinske aktivnosti ukazuju da rast građevinarstva u Q1, iako nesporno visok, najverovatnije nije bio toliko ekstremno. Tako je registrovana zaposlenost u građevinarstvu u Q1 imala međugodišnji rast od 5,7%, a plate u građevinarstvu realno su porasle za oko 2,7%. Proizvodnja cementa u Q1 zabeležila je međugodišnji rast od 7,5% (Tabela T2-9).

Kao što smo istakli, dugoročnije trendove građevinske aktivnosti veoma je teško precizno oceniti samo na osnovu podataka iz Q1. Naime, zima 2018. jeste bila nešto toplija od one iz prethodne godine tako da je to bio važan jednokratni činilac koji je doprineo međugodišnjem povećanju časova rada u ovom sektoru i, posledično, privremenom ubrzanju rasta građevinarske delatnosti u Q1. Drugi važan činilac za koji smatramo da je takođe privremeno povećao građevinsku aktivnost u Q1 je pristrasnost u statističkom merenju ovog sektora ka velikim i državnim građevinskim preduzećima. Pošto zvanična statistika teško građevinsku aktivnost privatnog i neformalnog sektora, pristrasna je ka velikim i državnim kompanijama, koje obavljaju veće i lakše vidljive radove (obično javne investicije). Tako se dešava da zvanična procena kretanja građevinske aktivnosti u većoj meri nego što bi trebalo odražava dinamiku izvršenja javnih investicija, što mislimo da je upravo bio slučaj i u Q1. Naime, u Q1 izvršenje kapitalnih rashoda države imalo je izuzetno veliko povećanje od čak 2,3 puta u odnosu na isti period prethodne godine, što se prenelo i na neuobičajeno veliki rast čitavog sektora građevinarstva.<sup>5</sup> Međutim, i kad uzmemo u obzir da je visok rast građevinarstva u Q1 bio privremen i delom posledica nepouzdanog merenja od strane RZS-a, postoji dovoljno drugih i pouzdanih indikatora koji nagoveštavaju ubrzanje građevinske aktivnosti u 2018. u odnosu na 2017. godinu (proizvodnja cementa, ubrzanje rasta registrovane zaposlenosti u građevinarstvu i drugo). Na sve to trebalo bi dodati i dobre eksterne uslove za brz rast ovog sektora (povoljan privredni ciklus u čitavoj Evropi, još uvek niske kamatne stope na zaduživanje i drugo). Uzimajući sve navedeno u obzir ocenjujemo da će građevinarstvo u 2018. imati najverovatnije visok dvocifren rast od preko 10%.

<sup>5</sup> Javne investicije bile su rekordno niske u Q1 2017, pa je zbog toga došlo do njihovog izuzetno velikog međugodišnjeg rasta u Q1 2018. godine. U narednim kvartalima izvesno će doći do smanjenja međugodišnjeg rasta javnih investicija, koje će po svemu sudeći snažno uticati i na smanjenje međugodišnjeg rasta građevinske aktivnosti u zvaničnoj statistici. Napominjemo i to da je u vreme oštrog smanjenja javnih investicija u Q1 2017, građevinska aktivnost zabeležila neočekivani pad, koji smo u tadašnjim analizama (QM48) pripisali nepouzdanom merenju građevinarstva i ocenili kao privremen – što se pokazalo tačnim.

**Očekujemo rast  
građevinarstva u 2018.  
od preko 10%**