

2. Privredna aktivnost

Međugodišnji rast BDP-a u Q3 iznosio je 3,8%, što predstavlja osetno usporavanje (za 1.1 p.p.) u odnosu na ostvareni rast u prvoj polovini godine. Usporavanje privrednog rasta u Q3 nije bilo neočekivano – u prethodnim izdanjima QM-a najavili smo da će to da se desi kako se postepeno budu iscrpljivali jednokratni činioci koji su vanredno ubrzali rast u prvoj polovini 2018. godine. Međutim, smanjenje rasta BDP-a u Q3 ipak je bilo nešto snažnije od naših prognoza (procenjivali smo da će rast BDP-a biti i dalje preko 4%, a bio je 3,8%). Razlog za nešto lošije rezultate privrede u Q3 od očekivanja jeste neuobičajeno veliki pad u proizvodnji uglja i električne energije. Pošto je ovaj pad verovatno bio privremen, tj ograničen samo na Q3, to ne bi trebalo da se znatno odrazi na rast BDP-a na godišnjem nivou. Zbog toga, i pored nešto lošijih rezultata privrede u Q3, za sada zadržavamo nepromenjenu prognozu rasta BDP-a u 2018. iz prethodnih izdanja QM-a od 4,3%. Privredni rast od 4,3% jeste solidan i tačno je na nivou proseka drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE), ali trebalo bi imati u vidu da se oko 1 p.p. ostvarenog rasta BDP-a Srbije u 2018. duguje oporavku poljoprivrede od suše iz 2017. godine. Bez toga, rast privrede bio bi oko 3,3%, tj. bio bi među nižim u CIE. U 2019. prognoziramo rast BDP-a Srbije od nešto preko 3,5% i to će, po svemu sudeći, opet biti ispod proseka zemalja CIE. Nedovoljan privredni rast i dugogodišnje zaostajanje privrede Srbije za uporedivim zemljama smatramo najvećim ekonomskim problemom zemlje. Vlada bi zato morala da ovaj problem prepozna i postavi kao ekonomski prioritet, što znači da se odlučnije sprovede strukturne reforme i unapređuje poslovni ambijent – umesto da se, kao do sada, tekući privredni trendovi predstavljaju površno, preterano optimistično i selektivno. Na kraju, napominjemo i to da je RZS u oktobru i krajem novembra sproveo velike revizije postojećih podataka o BDP-u. Ovim revizijama prosečna godišnja stopa rasta privrede Srbije od 2007. do 2017. povećana je za 0,4 p.p, a nominalni BDP povećan je u odnosu na prethodne podatke u svakoj godini za 6 do 7%.

Bruto domaći proizvod

Međugodišnji rast BDP-a usporio je u Q3 na 3,8%, sa 4,9% iz prve polovine godine

Po poslednjim podacima RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q3 iznosio je 3,8%. Ovi podaci potvrđuju naše analize iz prethodnih izdanja QM-a da je ostvarena relativno visoka stopa rasta privrede iz prve polovine godine od 4,9% bila privremena i neodrživa. Zbog toga ni ostvarena međugodišnja stopa rasta iz Q3 od 3,8% nije bila preterano iznenađenje – neuobičajene su zapravo bile relativno visoke stope rasta BDP-a iz prve polovine godine. Posmatrajući iste ove podatke i iz međunarodnog ugla dolazimo do sličnih zaključaka. Nakon što je u prvoj polovini godine Srbija privremeno izbila među vodeće zemlje u CIE po visokoj stopi rasta (samo je Poljska imala brži privredni rast u tom periodu), podaci za Q3 vraćaju Srbiju na njeno uobičajeno mesto na kom je praktično bila od završetka prvog talasa svetske ekonomske krize iz 2009. godine – među manje uspešne zemlje CIE. Međugodišnji rast BDP-a u Srbiji u Q3 od 3,8% ponovo je bio osetno manji od proseka CIE (4,4%), tj. većina zemalja CIE ponovo je u Q3 imala brži rast BDP-a od Srbije (Rumunija, Mađarska, Slovenija, Slovačka, Poljska, Baltičke zemlje i drugi).

Rast BDP-a Srbije u četavoj 2018. iznosiće oko 4,3%, u skladu sa našim prognozama od pre više od godinu dana

Detaljnije analize koje smo sprovedi u ovom broju QM-a pokazuju da će do kraja godine najverovatnije da se zadrži veoma slična stopa rasta BDP-a kao u Q3. To konkretno znači da će međugodišnji rast BDP-a u Q4 biti približno 3,8% koliko je ostvareno u Q3. Uzimajući to u obzir, sad je već gotovo izvesno da će privredni rast u 2018. iznositi oko 4,3%, kao posledica rasta BDP-a od 4,9% u prvoj polovini godine i od oko 3,8% u drugoj polovini godine. Rizici odstupanja od ove prognoze su neznatni. Čak i ukoliko rezultati privredne aktivnosti u Q4 budu osetno lošiji od Q3, odnosno, ukoliko, na primer, međugodišnji rast BDP-a dodatno uspori za 0,5 p.p (što ne očekujemo), to bi moglo da obori stopu godišnjeg rasta BDP-a tek na 4,2%. Zapravo, do veće promene bi moglo da dođe samo ako RZS znatno revidira već objavljene podatke, što nikada nije isključeno, ali je ipak manje verovatno. Ostvareni rezultati u prva tri kvartala 2018. tako u potpunosti potvrđuju naše prognoze rasta BDP-a u 2018. koje iznosimo u već duže vreme

– još u drugoj polovini 2017. izašli smo sa prognozom da će rast BDP-a u 2018. iznositi oko 4%, a u prethodna dva izdanja QM-a dali smo još precizniju prognozu da će stopa privrednog rasta biti oko 4,3%.

**Trend rasta
privrede u 2018.
zapravo je
između 3 i 3,5%
i pored većeg
rasta BDP-a**

Dobru ilustraciju i jednostavno objašnjenje šta se dešava sa privrednim kretanjima u 2018. upravo nam može dati pomenuta prognoza koju smo dali tokom prethodne godine. Premda na prvi pogled izgleda dosta neobično i hrabro da se sredinom 2017. u kojoj je privredni rast bio svega oko 2% izađe sa prognozom da će u narednoj, 2018, rast BDP-a biti dvostruko brži i iznositi oko 4%, to zapravo nije bilo toliko teško naslutiti. Naime, u 2017. najveći deo privrede imao je vrlo stabilan rast od oko 3%, a na lošije rezultate ukupnog BDP-a uticala je, pre svega, suša zbog koje je došlo do podbacivanja poljoprivredne proizvodnje za preko 10%.¹ Naša prognoza za 2018, dakle, u osnovi je značila da će se i u 2018. zadržati praktično nepromenjeni osnovni privredni trendovi iz 2017. od oko, ili nešto iznad, 3%, samo što će oporavak poljoprivrede od suše vanredno dodati na te trendove još 1 p.p. rasta – približno onoliko koliko je suša u 2017. oduzela privrednom rastu. Dakle, ono što se zapravo desilo u prethodne dve godine je to da je dugoročni trend rasta privrede Srbije koji iznosi 3-3,5% ostao sličan u obe godine, a da je ostvareni ukupni privredni rast u u 2017. i 2018 oscilirao za približno jedan procentni poen oko toga pod uticajem različitih poljoprivrednih sezona.

**U ostvarenom rastu
BDP-a u Q3 prednjači
poljoprivreda, a
građevinarstvo i
industrija snažno
usporavaju**

Detaljniju potvrdu prethodne analize mogu nam dati podaci o rastu BDP-a po proizvodnom principu, tj po pojedinačnim sektorima privrede, koje smo prikazali u Tabeli T2-1. U Tabeli se vidi da poljoprivreda koja je ostvarila međugodišnji rast od 15,9% ubedljivo odskake u odnosu na sve druge sektore. Ostatak privrede ostvario je rast u rasponu od 7% (građevinarstvo) do -1,2% (industrija). Ono na šta posebno skrećemo pažnju u tabeli T2-1 je upravo kretanje industrije i građevinarstva. Naime, ovo su dva jedina sektora koja su u Q3 značajno promenila (smanjila) stope rasta u odnosu na prethodna dva kvartala. Građevinarstvo je nakon realnog rasta od oko 25% iz prve polovine godine smanjio svoj međugodišnji rast na oko 7%, a industrija je u prvoj polovini godine ostvarila rast od 4% da bi u Q3 prešla u zonu međugodišnjeg pada od 1,2%. Upravo su kretanja u ova dva sektora dovela do smanjenja stope rasta privrede sa 4,9% iz prve polovine godine na 3,8% u Q3. Svi preostali sektori privrede u Q3 imaju gotovo identične stope rasta kao u prvoj polovini godine (Tabela T2-1).

Tabela T2-1. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2018¹

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018			Učešće
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	2017
Ukupno	97,3	100,7	102,0	99,3	102,9	98,4	101,8	103,3	102,0	101,6	101,8	102,2	102,5	104,8	104,9	103,8	100,0
Porezi minus subvencije	94,7	99,6	101,8	99,0	98,7	100,2	99,1	101,0	101,7	101,2	100,6	101,9	103,0	103,4	103,6	103,5	15,1
Bruto dodata vrednost	97,8	101,0	102,1	99,4	103,7	98,1	102,3	103,8	102,1	101,8	102,0	102,3	102,4	105,0	105,2	103,9	84,9
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	97,5	101,1	102,2	100,8	102,5	97,8	102,3	103,4	103,3	102,4	103,0	104,1	103,7	104,7	104,5	102,8	92,8 ²⁾
Poljoprivreda	100,8	99,6	100,9	83,0	121,0	102,0	102,0	108,3	88,8	92,3	89,4	86,3	88,6	110,6	114,8	115,9	7,2 ²⁾
Industrija	90,7	100,3	103,8	100,6	106,6	92,1	104,2	103,5	102,8	100,1	102,9	105,6	102,8	105,5	102,4	98,8	23,6 ²⁾
Građevinarstvo	87,2	92,6	114,8	101,2	82,5	101,4	116,8	107,9	105,7	99,5	99,6	104,2	116,0	127,1	122,5	107,0	4,7 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	99,8	102,5	98,2	98,4	99,3	98,9	103,0	104,6	105,5	105,9	104,9	106,5	104,7	105,4	105,7	106,1	18,4 ²⁾
Informisanje i komunikacije	106,5	102,9	108,2	113,7	104,3	102,8	102,6	103,7	103,8	103,5	103,4	103,2	105,2	104,3	105,3	105,0	6,0 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	106,2	106,6	100,9	104,6	101,1	99,6	101,2	105,4	100,9	105,2	101,8	99,4	97,5	100,2	102,6	100,4	3,6 ²⁾
Ostalo	101,6	101,1	101,0	100,5	102,8	100,5	98,9	101,6	102,2	102,1	102,3	102,1	102,3	102,0	102,9	102,8	33,3 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

**Snažno usporavanje
građevinarstva bilo
je očekivano, ali ne i
industrije**

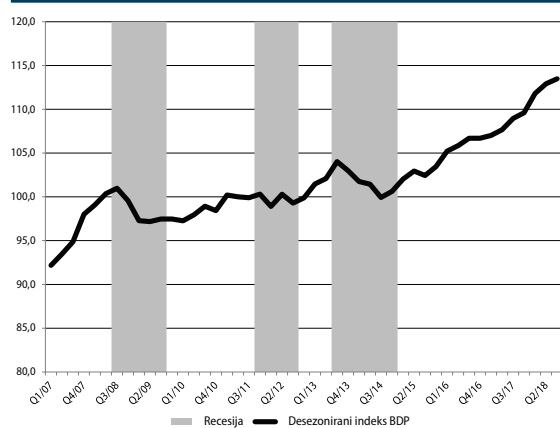
Visok rast građevinarstva iz prve polovine godine od skoro 25% nije bio održiv, jer je bio delom posledica poređenja sa niskom osnovom iz istog perioda 2017, a delom verovatno i poteškoća u praćenju ovog sektora od strane zvanične statistike. Proizvodnja cementa, koja nam služi kao alternativan i pouzdan pokazatelj trajnijih kretanja u građevinarstvu, ukazivala je na trend rasta ovog sektora privrede u 2018. od nešto preko 10%. Zbog toga je bilo očekivano da građevinarstvo u drugoj polovini godine snažno uspori rast i to smo upravo i najavili u prethodnom izdanju QM-a (upravo zato smo i prognozirali smanjenje stope rasta BDP-a sa 4,9% iz prve polovine godine na nešto preko 4% u Q3). Ono što je bilo neočekivano u Q3 je pad sektora industrije.

¹ Bilo je još nekih značajnih jednokratnih činilaca koji su privremeno oborili proizvodnju u 2017. godini, poput problema u proizvodnji EPS-a (videti QM49, QM50 i QM51, odeljak „Privredna aktivnost“). Suša je, međutim, svakako imala daleko najveći uticaj na nizak privredni rast u toj godini.

Detaljnija analiza pokazuje da je do pada industrijske proizvodnje došlo praktično pod uticajem samo dve oblasti – eksploatacije uglja koja je u Q3 imala međugodišnji pad od oko 20% i pada u proizvodnje električne energije koji je iznosio oko 7%. Najgori rezultati ostvareni su u avgustu kada je proizvodnja uglja imala vrlo neuobičajen pad od preko 30%, a proizvodnja električne energije od preko 10%. Ovi indikatori donekle podsećaju na one iz prvog kvartala 2017. kada je zbog lošeg upravljanja EPS-om došlo do ozbiljnih problema u iskopavanju uglja i posledično proizvodnji električne energije. S druge strane, u oblastima čija proizvodnja dominantno zavisi od poslovanja jednog velikog preduzeća ponekad dolazi do velikog smanjenja proizvodnje kada to preduzeće sprovodi remonte najznačajnijih postrojenja (slično se na primer dešavalo sa proizvodnjom derivata nafte, koja zavisi od poslovanja NIS-a). U takvim situacijama, međutim, obično se prave pre planiranog smanjenja proizvodnje, što se sada nije desilo. Šta god da je pravi razlog lošeg kretanja proizvodnje uglja i električne energije u Q3, podaci iz septembra i oktobra nagoveštavaju da je ovako dubok pad bio incidentan i da će se u Q4 ukupna industrija ponovo vratiti u zonu pozitivnog međugodišnjeg rasta, tj. da ovaj pad neće imati dubljih posledica na stopu rasta privrede na godišnjem nivou.

Desezonirani rast BDP-a u Q3 u odnosu na prethodni kvartal usporio je na 0,5%

Grafikon T2-2. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2018. godina (2008=100)



Izvor: QM na osnovu podataka RZS

Trendni rast privrede stabilan, u rasponu od 3 do 3,5%

Rezimirajući sve analize koje smo sproveli do sada dolazimo do zanimljivog zaključka da je trendni rast BDP-a u Srbiji (bez jednokratnih činilaca) zapravo bio izuzetno stabilan u prethodne dve godine i da je iznosio između 3 i 3,5%. Drugim rečima, sve oscilacije međugodišnjeg rasta BDP-a u prethodne dve godine (povećanje stope rasta BDP-a sa 2% tokom 2017. na čak 4,9% u prvoj polovini 2018, pa zatim smanjenje na 3,8% u Q3 2018. godine) možemo u potpunosti pripisati uticaju jednokratnih činilaca (uticaj suše na poljoprivredu, privremeni „statistički“ uzlet građevinarstva u prvoj polovini 2018, povremeni problemi u proizvodnji uglja i električne energije). Ova ocena veoma je važna za prognozu privrednog rasta u narednoj godini u kojoj ne očekujemo da će na kretanje BDP-a značajno uticati privremeni činioci.

Privredni rast u Srbiji strukturno zaostaje za zemljama CIE

U Tabeli T2-3 prikazali smo rast BDP-a u Srbiji (ukupan i trendni) u odnosu na privredni rast u drugim zemljama Centralne i Istočne Evrope (CIE). Pre nego što predemo na komparativnu analizu, još jednom skrećemo pažnju na prva dva reda u Tabeli u kojoj je prikazan ukupni i trendni (očišćen od jednokratnih činilaca) rast BDP-a Srbije. I ova Tabela pokazuje da je strukturni rast BDP-a bio veoma stabilan praktično još od 2016. i pored znatnih oscilacija ukupnog BDP-a. Takođe, kumulativni rast i trendnog i ukupnog BDP-a u prethodnih 5 godina (uključujući i 2018.) je gotovo identičan i iznosi oko 10%, što potvrđuje da su jednokratni činioci u dužem periodu jednako uticali i na povećanje i na smanjenje ukupne stope rasta BDP-a. Ono što je stvarni problem privrede Srbije je to što su u istom posmatranom periodu (Tabela T2-3) druge zemlje CIE u proseku ostvarile kumulativni rast od skoro 20%, tj. dva puta veći privredni rast od Srbije. Situacija nije mnogo bolja ni u 2018. godini iako će ukupni rast BDP-a Srbije biti na

nivou proseka zemalja CIE, jer kada se oduzmu jednokratni činioci vidi se da privreda Srbije i u 2018. zaostaje za oko 1 p.p. u brzini privrednog rasta za uporedivim zemljama.²

Tabela T2-3. Srbija i zemlje CIE: Rast BDP-a 2014-2018. godine

	2014	2015	2016	2017	2018 (Q1-Q3) ¹⁾
Srbija	-1,6	1,8	3,3	2,0	4,5
Srbija – trendni privredni rast ²⁾	-1,1	1,0	2,9	3,3	3,4
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	2,9	3,8	3,1	4,6	4,3
Albanija	1,8	2,2	3,4	3,9	4,4
Bosna i Hercegovina	1,1	3,1	3,1	3,1	2,7
Bugarska	1,3	3,6	3,9	3,6	3,1
Crna Gora	1,8	3,4	2,9	4,4	4,7
Češka	2,7	5,3	2,6	4,4	2,9
Estonija	2,9	1,7	2,1	4,9	3,8
Hrvatska	-0,1	2,3	3,2	2,8	2,7
Letonija	1,9	3,0	2,2	4,5	4,7
Litvanija	3,5	2,0	2,3	3,8	3,3
Mađarska	4,2	3,4	2,2	4,0	4,8
Makedonija	3,6	3,9	2,9	0,0	2,3
Poljska	3,3	3,8	3,0	4,6	5,3
Rumunija	3,1	4,0	4,8	6,9	4,1
Slovačka	2,8	3,9	3,3	3,4	4,3
Slovenija	3,0	2,3	3,1	5,0	4,5

1) Za BiH, Albaniju i Crnu Goru dostupni samo podaci za Q1 i Q2

2) Isključeni jednokratni činioci (suše, poplave, privremeni problemi EPS-a i drugo)

Izvor: Eurostat i republički zavodi za statistiku za BiH i Crnu Goru

Glavni razlog zbog kog Srbija zaostaje u rastu BDP-a za drugim zemljama su niske investicije

O tome da su niske investicije glavni problem zbog kog Srbija zaostaje za uporedivim zemljama pisali smo veliki broj puta u prethodnim godinama. Ukratko, da bi Srbija mogla da ima dugoročno održiv visok privredni rast od preko 4%, potrebno je da učešće investicija u BDP-u bude blizu 25%. Međutim, učešće investicija u BDP-u Srbije je nakon izbijanja krize u 2009, palo na ispod 20% BDP-a i u postkriznom periodu bilo je najniže u poređenju sa drugim zemljama CIE (koje su u proseku imale učešće investicija u BDP-u od oko 22%). Ono što ovom prilikom ističemo je to da se poslednjom revizijom podataka o BDP-u (koju RZS sprovodi u više koraka od oktobra 2018), ispostavilo da je prosečno učešće investicija u BDP-u u prethodnih deset godina još manje nego što se ranije mislilo tj. da je bilo 17,5% umesto oko 18,5% kako je glasio raniji podatak. To znači da je u prethodnih deset godina godišnje nedostajalo preko 7 p.p. BDP-a investicija da bi njihovo učešće bilo na potrebnom nivou od oko 25%. Zato i ne bi trebalo da čude podaci o strukturnom, dugogodišnjem zaostajanju Srbije za uporedivim zemljama. Vlada na povećanje investicija može da utiče svojim politikama preko tri glavna kanala: 1) rast državnih, javnih, investicija; 2) reforma javnih i privatizacija preostalih državnih preduzeća koji trenutno ne investiraju dovoljno; i verovatno najvažnije 3) poboljšanje investicionog ambijenta kako bi domaći privatni sektor mogao da investira više. Ovo poslednje konkretno znači napredak u vladavini prava, smanjenju korupcije, povećanje efikasnosti državne administracije i drugo.

U 2018 rastu investicije, ali se pogoršava neto izvoz

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a po potrošnji prikazali smo u Tabeli T2-4. U Tabeli se vidi da u Q3 investicije imaju međugodišnji rast od 7%, koji je znatno usporio u odnosu na prvu polovinu godine. Međutim, trebalo bi imati u vidu da je rast investicija u prvoj polovini godine bio vanredno povećan zbog visokog rasta građevinarstva koje nije bilo održivo. Zbog toga smatramo da podatak iz Q3 zapravo pouzdanije opisuje dugoročnu putanju investicija u 2018. od podataka za prvu polovinu godine. Za razliku od investicija, neto izvoz je u Q3 nastavio da podbacuje, jer je rast uvoza bio osetno brži od rasta izvoza (Tabela T2-4). Ovakvi trendovi pogoršanja neto izvoza traju već skoro dve godine i ne mogu se objasniti samo lošom poljoprivrednom sezonom u 2017. i manjkom poljoprivrednih proizvoda za izvoz. Naime, trendovi smanjenja neto izvoza su dugotrajniji i široko rasprostranjeni, a pokrenuti su, ne toliko usporavanjem rasta izvoza,

² Za poređenje rasta BDP-a u Srbiji sa prosekom CIE zapravo je najrelevantnije porediti trendni rast Srbije sa prosečnim rastom zemalja CIE iako iz njihovih rezultata nismo isključivali jednokratne činioce. Naime u grupu CIE uključili smo relativno veliki broj zemalja (u našem uzorku 15 zemalja), tako da se eventualni slučajni jednokratni činioci u tim zemljama, ukoliko postoje, u proseku poništavaju.

koliko ubrzanjem rasta uvoza. Vlada i NBS bi zato morali obratiti posebnu pažnju na njih. Vlada bi trebalo da vodi računa o tome da li svojim politikama previše podstiče potrošnju umesto investicije i izvoz, a NBS bi trebalo da razmotri da li je sadašnji kurs dinara više podsticajan za uvoz ili izvoz, odnosno da li je potrebno sprovoditi još snažnije mere za sprečavanje preteranog jačanja dinara.

Tabela T2-4. 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	Q2	Q3	2017
BDP	97,3	100,7	102,0	99,3	102,9	98,4	101,8	103,3	102,0	101,6	101,8	102,2	102,5	104,8	104,9	103,8	100,0
Privatna potrošnja	96,7	99,4	101,4	98,3	98,3	99,9	99,7	101,3	101,9	101,7	101,0	102,1	102,9	103,1	103,3	103,3	70,8
Državna potrošnja	98,3	100,0	101,6	100,4	97,9	100,9	96,3	101,2	103,3	102,3	103,6	103,5	103,7	102,1	104,8	104,0	16,2
Investicije	77,5	93,5	104,7	113,9	88,0	96,6	104,9	105,4	107,3	103,1	103,8	107,5	113,6	116,5	112,3	107,0	17,7
Izvoz	88,5	116,9	105,6	102,9	118,0	104,3	109,4	111,9	108,2	107,8	109,3	109,9	105,7	109,3	106,7	109,1	50,5
Uvoz	78,1	99,9	107,2	99,4	106,5	105,1	104,0	106,7	111,1	108,4	108,2	113,4	114,4	113,1	109,4	111,2	57,1

Izvor: RZS

Privatna potrošnja u 2018. ima nešto brži rast nego što je poželjno

Realni rast ubedljivo najveće rashodne komponente BDP-a, privatne potrošnje, u Q3 iznosio je 3,3% i bio je skoro nepromenjen u odnosu na prvu polovinu godine.³ Rast privatne potrošnje u 2018, dakle, približno je jednak trendu rasta BDP-a (bez jednokratnih činilaca). Mi smatramo da ovo nije povoljan ekonomski trend, odnosno da bi rast privatne potrošnje morao da bude nešto sporiji od trendnog rasta BDP-a. Privreda Srbije ima i dalje izraženu strukturnu neravnotežu koja proizilazi iz znatno veće potrošnje od proizvodnje (osetan tekući deficit platnog bilansa) i visoko učešće privatne potrošnje u BDP-u (privatna potrošnja učestvuje u BDP-u Srbije sa oko 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. S tim u vezi, pitanje je koliko je ekonomski opravdana politika Vlade da se plate u opštoj državi i u 2019, kao i u 2018, povećaju u proseku za 9%. Ovoliki rast plata zaposlenih u opštoj državi ne samo što je osetno brži od rasta nominalnog BDP-a, već i od rasta plata u privatnom sektoru koji u 2018. iznosi oko 5%.

U 2018. očekujemo rast BDP-a od oko 4,3%, a u 2019. od 3,5 do 4%

Kao što smo već pomenuli, jednokratni činioци koji su znatno uticali na kretanje BDP-a Srbije u prethodnim godinama (Tabela T2-3), trebalo bi da se iscrpe do početka 2019. godine. Zbog toga ocenjujemo da će ukupan rast BDP-a u 2019. biti blizak njegovom trendnom rastu koji trenutno iznosi nešto ispod 3,5%. Trenutne prognoze QM-a su da bi rast BDP-a u 2019. mogao da bude i iznad 3,5%, odnosno u rasponu od 3,5 do 4%, jer očekujemo blago ubrzanje trendnog rasta BDP-a u odnosu na 2018. zbog nešto bržeg rasta investicija u 2018. godini.

Okvir 1: Revizija podataka o BDP-u

RZS je od oktobra 2018. započeo veliku reviziju podataka o BDP-u, koja bi na kraju procesa trebalo da obuhvati sve podatke od 1996. godine. Za sada su revidirane različite serije podataka o BDP-u od 2006. godine, a ostatak revizija za istorijske podatke će se završiti tokom 2019. godine. Među do sada revidiranim indikatorima, do najvećih promena došlo je u obračunu nominalnog BDP-a. Stare i nove podatke o nominalnom BDP-u Srbije u milijardama evra prikazali smo u Tabeli T2-5.

Dakle, poslednjim revizijama nominalni BDP u prethodnih deset godina povećan je u proseku za preko 2 mlrd evra godišnje, tj za oko 6,3% u proseku. Razlika je približno konstantna po godinama što ukazuje da se revizija odnosila na sistemske komponente, a na neka vanredne događaje. Ova promena uticaće na veličinu svih indikatora koji se posmatraju kao učešće u BDP-u – poput javnog duga, spoljnog duga, tekućeg deficita i drugo. Na primer, učešće javnog duga u BDP-u koje je na kraju 2015. po starim podacima bilo 75,8%, ovom revizijom smanjeno je na nešto oko 71% BDP-a.

Osim nominalnog BDP-a, revizijom su osetno promenjene i njegove realne stope rasta po godinama. Ove promene, međutim, ipak nisu bile toliko velike kao što je bila korekcija nominalnog BDP-

³ Ovo je još jedan pokazatelj koji upućuje na zaključak da i pored relativno snažnog usporavanja privrednog rasta u Q3 sa 4,9% na 3,8%, nije došlo do suštinskih promena u dugoročnijim privrednim trendovima, tj da je do usporavanja u Q3 došlo usled postepenog iscrpljivanja pojedinačnih vanrednih činilaca a ne trajnijih i široko rasprostranjenih trendova privrede.

Tabela T2-5. Srbija: BDP u milionima evra, stari i revidirani podaci, 2007-2017

	Stari podaci	Novi podaci	Razlika (mlrd evra)	Razlika (%)
2007	29.451,6	31.557,9	2106,3	7,2
2008	33.704,5	35.712,5	2008,0	6,0
2009	30.654,7	32.486,2	1831,5	6,0
2010	29.766,3	31.545,8	1779,5	6,0
2011	33.423,8	35.431,7	2007,9	6,0
2012	31.683,1	33.679,3	1996,2	6,3
2013	34.262,9	36.426,7	2163,8	6,3
2014	33.318,6	35.467,5	2148,9	6,4
2015	33.491,0	35.715,5	2224,5	6,6
2016	34.616,6	36.723,0	2106,4	6,1
2017	36.795,4	39.183,3	2387,9	6,5

Izvor: RZS

Tabela T2-6. Srbija: realni rast BDP-a, stari i revidirani podaci, 2007-2017

	Stari podaci	Novi podaci	Razlika (p.p.)
2007	5,9	6,4	0,5
2008	5,4	5,7	0,3
2009	-3,1	-2,7	0,4
2010	0,6	0,7	0,1
2011	1,4	2,0	0,6
2012	-1,0	-0,7	0,3
2013	2,6	2,9	0,3
2014	-1,8	-1,6	0,2
2015	0,8	1,8	1,0
2016	2,8	3,3	0,5
2017	1,9	2,0	0,1

Izvor: RZS

1 Izvor RZS, „Bruto domaći proizvod, 2015–2017. Revidirani podaci“

a. Prosečan rast BDP-a u prethodnih deset godina povećan je u svim godinama i to za oko 0,4 p.p. u proseku u odnosu na stare podatke. Stare i nove podatke o realnom rastu BDP-a prikazujemo u Tabeli T2-6.

Iako načelno pozdravljamo svako unapređenje statistike nacionalnih računa, smatramo da bi zbog veličine promena do kojih je došlo RZS morao mnogo detaljnije da objasni šta je tačno i zbog čega ispravljeno sa poslednjim revizijama. Na primer, kada je sprovedena slična revizija podataka u 2014, kojom

su takođe znatno povećane vrednosti nominalnog BDP-a (za oko 7% u proseku), pozadina ovih promena bila je jasna. Tada je, naime, došlo do poboljšanja obuhvata neformalne ekonomije, što se takođe dešavalo i u većem broju drugih evropskih statistika. Za poslednju reviziju, imamo relativno šture informacije da su otklonjeni nedostaci koji su identifikovani u bazi podataka Uprave carina, da je nova baza podataka Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) omogućila „bolje procene formalne zaposlenosti, a otuda i neformalne zaposlenosti i procene sive ekonomije“¹ da je došlo do promena u sektorizaciji, ekonomskim računima poljoprivrede i drugo. Smatramo, međutim, da bi tako veliko povećanje nominalnog BDP-a od preko 2 mlrd evra godišnje moralo da bude ispraćeno detaljnijim objašnjenjem i kvantifikacijom svih promena koje su do toga dovele.

Industrijska proizvodnja

Pad industrijske proizvodnje u Q3 pod uticajem rudarstva i proizvodnje električne energije

Industrijska proizvodnja u Q3 ostvarila je međugodišnji pad od 1,3% (Tabela T2-7). Ovo je prvi međugodišnji pad industrijske proizvodnje još od Q1 2015. godine i veoma je loš i neočekivan rezultat. Detaljnija analiza, međutim, otkriva da je pravi razlog za ovakve rezultate industrije kretanje rudarstva i električne energije koji su u Q3 imali dubok međugodišnji pad, dok je prerađivačka industrija i u Q3, i pored usporavanja, zadržala pozitivne međugodišnje stope rasta. Rudarstvo je u Q3 imalo pad od oko 13%, a za taj pad najodgovornije je bilo kretanje u iskopavanju uglja, koje je bilo za čak 20% manje nego u istom periodu prethodne godine. Proizvodnja električne energije je u Q3 imala pad od oko 7%, dok je prerađivačka industrija bila jedini sektor koji je u Q3 imao pozitivnu stopu rasta od 1,2% (što jeste povećanje u odnosu na prethodnu godinu, ali je takođe neuobičajeno nizak rast).

Tabela T2-7. 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	Q2	Q3	
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	102,5	98,7	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	98,1	87,2	10,2
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	102,1	101,2	72,5
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	106,3	93,2	17,3

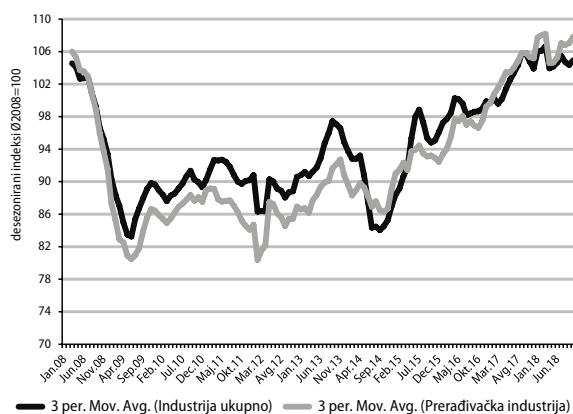
Izvor: RZS

Pad u proizvodnji električne energije i iskopavanju uglja verovatno je povezan sa poslovanjem EPS-a

Tačan razlog za dubok pad proizvodnje uglja i električne energije u Q3 još uvek je nepoznat. Ono što za sada znamo je da se ostvareni pad ne može u potpunosti objasniti nekim očiglednim razlozima, poput, na primer, povećane osnove za poređenje iz prethodne godine. Takođe, u ove dve oblasti industrije dominira samo jedno veliko preduzeće – EPS (koje je ujedno i najveće preduzeće u državi), tako da su kretanja u ova dva sektora u Q3 verovatno bila povezana sa poslovanjem ovog preduzeća. Struktura ostvarenog pada ne isključuje mogućnost da je opet došlo do problema u poslovanju EPS-a sličnim onima s početka 2017, ali to ne mora da bude slučaj (možda su u pitanju neki remont ili slično). Podsećamo, prethodni problemi EPS-a snažno su umanjili rast BDP-a u prvoj polovini 2017. i uticali su na nižu stopu rasta BDP-a u čitavoj godini za 0,2–0,3 p.p. Međutim, efekti pada u 2018. za sada su ipak dosta manji nego u 2017. godini – pad je sada bio nešto manji, kratkotrajniji i desio se leti, kada je proizvodnja električne energije u Srbiji sezonski za oko 50% manja nego zimi. Premda negativan uticaj kretanja proizvodnje uglja i električne energije na BDP u Q3 nije bio zanemarljiv, ukoliko se u Q4 proizvodnja ovih oblasti vrati na uobičajen nivo, to se neće značajno odraziti na godišnju stopu rasta BDP-a. Konkretnije, procenjujemo da je ovo oborio stopu rasta BDP-a u Q3 za oko 0,4 p.p. (da se ovaj pad nije desilo rast BDP-a u Q3 bio bi oko 4,2% umesto 3,8%), ali na godišnjem nivou negativan uticaj ograničen je na najviše 0,1 p.p. Na kraju, napominjemo da prava opasnost od letnjeg pada u proizvodnji uglja nije toliko uticaj koji to neposredno ima na stopu rasta BDP-a, već je opasnost u tome da EPS nije obezbedio dovoljne zalihe uglja za uobičajenu povećanu zimsku proizvodnju.

Desezonirani podaci možda najavljuju ponovno ubrzanje rasta prerađivačke industrije u Q4

Grafikon T2-8. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2018. godine



Izvor: RZS

Dodatnu ocenu trendova industrijske proizvodnje u Q3 možemo dati na osnovu desezoniranih indeksa koje smo prikazali u Grafikonu T2-8. U Grafikonu se jasno vidi razdvajanje trendova desezonirane prerađivačke industrije od ukupne industrijske proizvodnje (koju je oborila proizvodnja električne energije i rudarstvo). Pažnju bi ipak trebalo usmeriti na prerađivačku industriju (svetlija linija na Grafikonu) koja nakon zastoja početkom leta kao da opet pokazuje pozitivne znake povećanja proizvodnje (poslednji podatak koji smo uključili u Grafikon je za oktobar 2018. godine). Prerađivačka industrija je veoma važna za održivo ubrzanje privrednog

rasta kakvo je potrebno Srbiji, budući da takvo ubrzanje podrazumeva i rast neto izvoza, a prerađivačka industrija proizvodi ubedljivo najveći deo izvoznih proizvoda.

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda (Tabela T2-9), u Q3 veće promene u odnosu na prethodni kvartal imali su samo proizvodnja energije i potrošnih dobara. Proizvodnja energije u Q3 imala je pad od oko 4% na šta su presudno uticala opisana kretanja u iskopavanju uglja i proizvodnje električne energije. Međutim, uticaj pada ovih pojedinačnih oblasti na industrijsku proizvodnju energije dobrim delom je kompenzovalo relativno snažno povećanje proizvodnje derivata nafte koje je u Q3 imalo međugodišnji rast od preko 12%. Potrošna dobra su u Q3 imala pad od 2,7% kao posledica smanjenje proizvodnje pića i proizvodnje prehrambenih proizvoda. Ovaj pad za sada ne ocenjujemo toliko zabrinjavajućim tim pre što očekujemo da će već od Q4 na kretanje prehrambene industrije pozitivno uticati i bolja poljoprivredna sezona u 2018. godini. Ono što bi moglo negativno da utiče na kretanje prehrambene industrije u narednom periodu je uvođenje taksi na Kosovu. Ipak ocenjujemo da je prehrambena industrija dovoljno vitalna da bi je takve takse (ukoliko se zadrže) dugoročno ugrožavale. Preostale dve namenske grupacije proizvoda – investiciona i intermedijarna dobra u Q3 zadržavaju dosta slične stope rasta kao u Q2. Ovde je od većeg značaja pomenuti proizvodnju investicionih proizvoda, koja ne pokazuje znake snažnog usporavanja iako je rast ukupnih investicija u Q3 smanjen za oko 7 p.p. u odnosu na prvu polovinu godine. Kretanje proizvodnje investicionih dobara još jedna je potvrda da

usporavanje ukupnih investicija u Q3 nije bilo strukturne prirode, već je posledica privremenih i statističkih promena u kretanju građevinarstva.

Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2018. godine

	Međugodišnji indeksi															
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018		
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
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	102,5	98,7
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	104,3	95,9
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	105,0	104,0
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	101,8	101,9
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	100,5	97,2

Izvor: RZS

Građevinarstvo

Građevinarstvo po RZS-u usporava realni rast u Q3 na 7% sa skoro 25% iz prve polovine godine

Po proceni RZS-a građevinarstvo je u Q3 ostvarilo realni međugodišnji rast od 7% (Tabela T2-1). Ovaj podatak ukazuje na izuzetno snažno usporavanje građevinske aktivnosti koja je po podacima RZS-a u prvoj polovini godine imala realni rast od oko 25%. Desezonirani indeksi takođe ukazuju na izuzetno veliko smanjenje građevinske aktivnosti u Q3 u odnosu na Q2 (za oko 10%). Međutim, analiza QM-a, koja u obzir uzima veći broj posrednih indikatora za ocenu trendova građevinske aktivnosti, pokazuje da u Q3 zapravo nije došlo do snažnih promena u građevinskoj aktivnosti, već da su velike oscilacije u rastu građevinarstva posledica sektorskih specifičnosti i otežanog ocenjivanja ovog sektora privrede od strane zvanične statistike. Problem sa praćenjem građevinarstva 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 aktivnosti obavlja se i u svojoj zoni, van vidokruga RZS-a. Zbog toga u QM-u za pouzdaniju ocenu trajnijih građevinskih trendova, osim vrednosti izvedenih građevinskih radova (koja RZS koristi kao glavni indikator za procenu kvartalnog rasta proizvodnje ovog sektora privrede) pratimo i čitav niz dodatnih indikatora povezanih sa ovom delatnošću (kretanje zaposlenosti, plata zaposlenih u građevinarstvu, proizvodnju cementa i drugo). Ovakve analize ukazivale su nam i u prvoj polovini godine da su stvarni trendovi rasta građevinarstva u 2018. oko 10-15%, a ne oko 25%, kako su pokazivali podaci za taj period godine. Sada nam slične analize pokazuju da ni u Q3 nije bilo snažnog usporavanja rasta građevinske aktivnosti od oko 20 p.p. kako prikazuje zvanična statistika, već da su trendovi rasta građevinske aktivnosti, po svemu sudeći, ostali stabilni. Mi smo zapravo u prethodna dva izdanja QM-a i najavili da će statistički podatak o rastu građevinarstva da pokaže oštro usporavanje od Q3 kojim će se godišnji rast građevinarstva u 2018. spustiti u ocenjeni raspon od 10-15% – i to se na kraju i desilo.

Dodatni indikatori ukazuju da je stvarni rast građevinarstva u 2018. stabilan, između 10 i 15%

Kao što smo nagovestili, vrednost izvedenih građevinskih radova u Srbiji imala je u Q3 međugodišnji rast od 7% u stalnim cenama (nakon rasta od 24,9% u Q2) i to je bio glavni pokazatelj na osnovu kog je statistika prikazala već opisano kretanje ove delatnosti tokom godine. Međutim, svi posredni indikatori građevinske aktivnosti pokazuju mnogo stabilnije tendencije – po njima niti je bilo ogromnog rasta građevinarstva od preko 20% u prvoj polovini godine, niti je u Q3 došlo do snažnog usporavanja. Zapravo, neki indikatori, poput kretanja zaposlenosti u građevinarstvu ukazuju na ubrzanje, a ne usporavanje građevinske aktivnosti u Q3 – broj registrovanih zaposlenih, ali i broj ukupno zaposlenih u građevinarstvu uključujući i neformalni sektor (koji meri Anketa o radnoj snazi), pokazuju ubrzanje rasta u Q3 u odnosu na prethodne kvartale. Uz to, plate zaposlenih u građevinarstvu u Q3 su zadržale praktično nepromenjen realni rast iz prve polovine godine. Po ovim podacima masa zarada u građevinarstvu realno je porasla u Q3 preko 10% međugodišnje – što posredno ukazuje da je trend rasta građevinarstva u Q3 verovatno ipak bio veći od 7%.

Proizvodnja cementa ubrzala rast u Q3 na skoro 13%

Kao najpouzdaniji dodatni indikator koji opisuje kretanje građevinske aktivnosti izdvajamo proizvodnju cementa. Naime, cement se koristi u gotovo svim vrstama građevinskih radova, njegova proizvodnja se relativno lako i pouzdano prati (manji broj cementara), a potrošnja cementa je približno jednaka njegovoj proizvodnji, jer se kopnenim putem ne isplati njegov

Tabela T2-10. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2018. godine

	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	110,6	112,8	-	-

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

tako da relativno visok rast ove delatnosti znatno utiče na smanjenje nezaposlenosti. Za sada nema bojazni da će se ovaj pozitivan trend građevinarstva iz 2018. zaustaviti, čemu doprinose i dobri eksterni uslovi za brz rast ovog sektora (povoljan privredni ciklus u čitavoj Evropi, još uvek niske kamatne stope na zaduživanje i drugo).

dugačak transport, tj. spoljna trgovina ovog proizvoda je relativno mala. Proizvodnja cementa u Q3 zabeležila je međugodišnji rast od 12,8% (Tabela T2-10), a u prva tri kvartala rast proizvodnje cementa u odnosu na prethodnu godinu iznosio je 11%. Smatramo da upravo ovaj indikator daje dobar osećaj o stvarnim kretanjima građevinske aktivnosti u Srbiji u Q3, kao i tokom čitave 2018. godine.

Rast građevinarstva u 2018. koji (na godišnjem nivou) procenjujemo na preko 10% ocenjujemo vrlo povoljno. Građevinski radovi čine veliki deo ukupnih investicija Srbije (nešto ispod 50%), pa osetno brži rast građevinarstva od rasta BDP-a po pravilu znači i da se učešće investicija u BDP-u povećava – što je ekonomiji Srbije preko potrebno. Naravno, pri tom bi trebalo voditi računa i o tome da li se povećanje građevinske aktivnosti prvenstveno odnosi na izgradnju infrastrukture i proizvodnih kapaciteta privrede, ili na nekretnine.⁴ Takođe, građevinarstvo je radno intenzivna delatnost,

⁴ Strukturu rasta građevinarstva analiziraćemo u nekom od sledećih izdanja QM-a.