

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TREDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 45 • april–jun 2016

Beograd, septembar 2016

IZDAVAČ
Fondacija za razvoj ekonomske nauke (FREN)
Kamenička 6, Beograd
Tel/Fax: 011 3021 069
E-mail: office@fren.org.rs
<http://www.fren.org.rs>

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET
Mihail Arandarenko (odgovorno lice Izdavača)
Jurij Bajec
Pavle Petrović
Branko Urošević
Boško Živković

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK
Milojko Arsić

IZVRŠNI UREDNIK
Saša Randelović

AUTORI
Milojko Arsić
Aleksandra Anić, Zaposlenost i zarade
Danko Brčerević, Privredna aktivnost
Mirjana Gligorić, Platni bilans i spoljna trgovina
Milan Pejić, Cene i devizni kurs
Saša Randelović, Fiskalni tokovi i politika
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

GRAFIČKO OBLIKOVANJE
Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM
Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA
Nikola Drinčić

Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika (*QM*) osmisnila je Kori Udovički, koja je bila glavna urednica prvih šest brojeva *QM*-a. Od sedmog do dvadeset trećeg broja, glavni urednik *QM*-a bio je prof Pavle Petrović. Glavna urednica dvadeset četvrtog broja *QM*-a bila je Diana Dragutinović. Od broja dvadeset pet-dvadeset šest, glavni urednik *QM*-a je Milojko Arsić.

Sadržaj

Uvodnik 5

TRENDovi

1. Pregled	7
2. Privredna aktivnost	11
3. Zaposlenost i zarade	17
4. Platni bilans i spoljna trgovina	21
5. Cene i devizni kurs	28
6. Fiskalni tokovi i politika	34
7. Monetarni tokovi i politika	40

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

Podatke dajemo u valuti u kojoj se bitni ekonomski procesi najbolje odražavaju, bez obzira na to u kojoj valuti je podatak objavljen ili koja valuta je zvanično u upotrebi u transakcijama koje se opisuju. Na primer: *bilans plaćanja Srbije* dajemo u evrima, jer se najveći deo tokova u spoljnoekonomskim transakcijama Srbije vrednuje u evrima i jer je taj izraz najbliži realnom merenju tokova. Drugačiji primer: *analizu kreditne aktivnosti banaka* dajemo u evrima jer ih bankarski sektor u najvećoj meri indeksira u evrima, ali je kreditna aktivnost banaka u *monetarnom pregledu Srbije* data u dinarima, jer je cilj analize monetarnog pregleda objašnjavanje generacije dinarskih agregata.

Definicije agregata i indeksa

Ukoliko se domaća upotreba definicija razlikuje od međunarodne konvencije, nastojimo da, gde god je to moguće, koristimo međunarodne definicije radi međunarodne uporedivosti.

12-mesečni indeksi kretanja – Poređenje u odnosu na isti period prethodne godine obaveštava o procesu tako što apsorbuje efekat svih sezonskih varijacija koje se dogode u prethodnoj godini, naročito same sezone koja se posmatra, a podiže meru promene na godišnji nivo. (Skloniji smo upotrebi ovog indeksa – stope rasta – nego što je to kod nas praksa).

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

Tokovi – Tokovi se izvode kao promena stanja između dva perioda (u monetarnim računima izvorni podaci su stanja).

Tradicionalna privreda – Privredni subjekti koji su – sada, ili nekad –, bili društvena ili državna preduzeća.

Notacija

12-m – indeks ili rast u odnosu na 12 meseci ranije ili u odnosu na isti period prethodne godine. Pravilan pravopisni oblik dvanaestomesecni, zamenujemo sa 12-m zbog ekonomičnosti pisanja.

H – primarni novac

Kumulativ – upotrebljavamo u dva konteksta: (1) kretanje neke veličine u više perioda u okviru jedne godine, pri čemu se u svakom narednom periodu dodaje i tok iz prethodnog perioda i (2) kod cena i deviznog kursa kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

IMC – indeks maloprodajnih cena

IIP – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

ITŽ – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

M2 dinarski – gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju i oročeni dinarski depoziti (u skladu s definicijom MMF-a; isto što i M2 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji).

M2 – gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju, oročeni dinarski depoziti i devizni depoziti (u skladu s definicijom MMF-a; isto što i M3 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji).

NDA – neto domaća aktiva

NSA – neto strana aktiva (aktiva koja je obaveza nerezidentnog lica)

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

ECB – Evropska centralna banka

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

FED – Američka centralna banka (Federal Reserve System)

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

MAT – Makroekonomске analize i trendovi, časopis Ekonomskog Instituta u Beogradu

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

NZS – Nacionalna služba za zapošljavanje

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

Q1, Q2, Q3, Q4 – kvartali: 1. 2. 3. i 4.

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktnе investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Prvi put od 2008. Srbija ostvaruje solidan rast privrede koji je pri tome široko rasprostranjen po privrednim delatnostima i pretežno je generisan na poželjan način - investicijama i izvozom. Rast privrede Srbije u 2016. godini iznosiće 2,5-3% što je na nivou očekivanog proseka za zemlje Centralne i Istočne Evrope od 2,7%. Iako će rast privrede Srbije u ovoj godini biti najviši od počeka krize, on i dalje dostiže samo polovinu prosečne stope rasta iz perioda 2001-2008. godina, a pri tome je znatno manji od rasta koji će neke evropske zemlje, poput Rumunije ili Slovačke, ostvariti u ovoj godini. Visoke stope rasta u dužem vremenskom periodu su neophodne da bi se ostvario znatniji, a pri tome održiv, rast standarda građana. Kao što je prosečan rast BDP od blizu 6% u periodu 2001-2008. godina podigao prosečne plate sa 100 na blizu 400 evra, tako je i u budućnosti za značajnije podizanje standarda neophodan rast od 4-5% godišnje u dužem periodu. Visoke stope rasta su uslov da Srbija tokom nekoliko narednih decenija nadoknadi istorijski zaostatak i sustigne razvijene evropske zemlje. Međutim, za razliku od prekriznog perioda, kada je rast pretežno generisan domaćom tražnjom, što je dovelo do visokih spoljnih i unutrašnjih neravnoteža, održiv rast privrede u budućnosti treba da se zasniva pre svega na investicijama i izvozu, dok domaća tražnja treba da raste sporije od BDP.

Sa obzirom na to da Srbija još uvek ostvaruje umerene stope rasta, a da predstavnici Vlade najavljuju visoke stope raste u narednim godinama postavlja se važno pitanje – da li su i u kojoj meri već sada ispunjeni uslovi za dugoročno održiv rast privrede Srbije? Prilično je nesporno da je tokom prethodnih godina ostvaren značajan napredak u većem broju oblasti koje su važne za privredni rast, ali je takođe sasvim izvesno da je stanje u mnogim oblastima i dalje nezadovoljavajuće. Ostvaren je značajan napredak na polju učvršćivanja makroekonomске stabilnosti: inflacija je niska i stabilna, fiskalni i spoljni deficit su značajno smanjeni, dok su rizici od krize javnog i spoljnog duga za sada otklonjeni. Međutim, makroekonomска stabilnost još uvek je krhka i postoje rizici da se usled problema u delu neprivatizovanih i nerestrukturiranih preduzeća ponovo poveća deficit. Deficit bi mogao da se poveća i ako se preterano poveća potrošnja ili smanje porezi. Mada je od 2000. godine ostvaren značajan napredak u uspostavljanju funkcionalne tržišne privrede, stanje u mnogim oblastima još uvek ne pogoduje privrednom

rastu. Pravosuđe i administracija su neefikasni, korupcija je visoka, infrastruktura u lošem stanju, kvalitet obrazovanja je nizak i neprilagođen potrebama privrede, itd. Stoga, se može zaključiti da je za postizanje dugoročno održivog rasta potrebne brojne reforme, kao i istražavanje na fiskalnoj konsolidaciji.

U kojoj meri su privredna kretanja u Srbiji još uvek nestabilna pokazuju najnoviji statistički podaci. Nakon visokih stopa rasta u prvom kvartalu, rast industrijske proizvodnje i izvoza u Q2 i julu se usporava, a spoljni deficit raste. Stoga se ocenjuje da je, uporedo sa reformama koje imaju za cilj poboljšanje privrednog ambijenta, neophodan i kratkoročni stimulans za ubrzanje rasta privrede. U slučaju Srbije taj stimulans može da dođe prvenstveno od javnih investicija u infrastrukturu i privatnih investicija u kapacitete namenjene izvozu. Rast domaće tekuće potrošnje stimuliše rast privrede, samo pod uslovom da nije preteran u odnosu na domaću proizvodnju.

Uprkos široko rasprostranjenim sumnjama koje su u domaćoj stručnoj i široj javnosti postojale pre dve godine u pogledu toga da li će fiskalna konsolidacija postići bilo kakav uspeh, dosadašnji rezultati prevazilaze očekivanja i najvećih optimista. Fiskalni deficit u ovoj godine, čak i nakon preuzimanja i izmirenja nekih vanrednih obaveza, poput obaveza Petrohemije prema NIS-u, iznosiće oko 2% BDP. Deficit u ovoj godini će biti manji za više od 2/3 od deficita koji je ostvaren u 2014. godini. Dok je Srbija u 2014. godini imala najveći fiskalni deficit u Evropi, u ovoj godini njen deficit će biti na nivou proseka zemalja članica EU. Kao rezultat značajnog pada fiskalnog deficita već u ovoj godini će biti zaustavljen rast javnog duga u odnosu na BDP. Rezultati fiskalne konsolidacije su još povoljniji ako se uzme u obzir da je privreda u prvoj godini fiskalne konsolidacije ostvarila skroman rast, a da će u ovoj godini dostići solidnu stopu rasta.

Mada su mere štednje dale ključan doprinos fiskalnoj konsolidaciji, doprinos poboljšane naplate poreza postaje sve značajniji. Poreski prihodi su u prošloj godini realno stagnirali, dok će u ovoj godini realno rasti za oko 7%, što značajno prevazilazi rast BDP i potrošnje. Rast poreskih prihoda, iznad rasta poreskih osnovica, manjim se delom može objasniti povećanjem poreskih stopa (uvodenje akciza na struju), dok je izrazito najveći doprinos došao od suzbijanja sive ekonomije. Efekat suzbijanja sive ekonomije

na naplatu poreza postojao je i u prošloj godini ali je on bio prikriven padom poreskih osnovica, prvenstveno potrošnje. Procenjuje se da su po osnovu suzbijanja sive ekonomije poreski prihodi u prošloj godini povećani za 0,5% BDP, a da su po tom osnovu u ovoj godini povećani za preko 1% BDP. Na osnovu toga moglo bi se zaključiti da je siva ekonomije u Srbiji sada na istorijski najnižem nivou, ali detaljnija analiza pokazuje da još uvek nije doстигнут stepen naplate koji je postojao u 2012. godini!? Ovakav rezultat je posledica toga što je od kraja 2012. do sredine 2014. godine došlo do značajnog rasta sive ekonomije, što je predstavljalo jedan od uzroka povećanja fiskalnog deficitu u tom periodu.

Stoga, je relevantno pitanje koji su uzroci povećanja sive ekonomije od kraja 2012 do sredine 2014. godine? Da li je siva ekonomija porasla zbog povećanja poreskih stopa, pogoršanja stanja u privredi ili je smanjena efikasnost u radu Poreske uprave? Uticaj povećanja poreskih stopa na rast sive ekonomije se prilično izvesno može odbaciti jer naplata poreza raste već dve godine pri istim poreskim stopama. Slično tome, rast sive ekonomije ne može se objasniti ni lošim stanjem u privredi jer je rast naplate poreza počeo sredinom 2014. godine, neposredno nakon poplava, kada je Srbija bila u recesiji. Stoga, se kao najverovatniji uzrok rasta sive ekonomije od kraja 2012. do sredine 2014. godine može identifikovati smanjenje efikasnosti u naplati poreza.

Šta se u navedenom periodu dogodilo sa Poreskom upravom da bi naplata poreskih prihoda toliko opala? U navedenom periodu došlo je do smanjenja efikasnosti rada Poreske uprave po nekoliko osnova, kao što su smena iskusnih kadrova i postavljanje novih bez dovoljne kompetentnosti. Veći broj rukovodećih pozicija ostao je upražnjen u dužem periodu, jer su stari rukovodioci smerjeni, a novi nisu postavljeni, što je dovelo do usporavanja i blokade odlučivanja. Osim toga, rukovodioci i poreski inspektorji su osluškivali izjave predstavnika Vlade i rukovodstva Poreske uprave u kojima im je poručivano da treba da se oslove na dobrovoljno plaćanje poreza, čekaju uvođenje modernih fiskalnih kasa, umesto da primene zakonske mere za naplatu poreza i dr. Od sredine 2014. godine započeto je otklanjanje nekih od najkrupnijih poremećaja u radu Poreske uprave - rešeni su neki kadrovski problemi, zaoštrena je kaznena politika, odlučnije se primenjuju propisi o prinudnoj naplati, povećan je broj inspektora koji učestvuje u terenskoj kontroli, pojednostavljene su neke poreske procedure i dr.

Iskustvo sa urušavanjem Poreske uprave, a potom i sa njenim oporavkom može da posluži da se izvuku opštije pouke o privrednom i političkom sistemu u Srbiji. Ovo iskustvo pokazuje koliko su institucije u Srbiji slabe, kako lako odustaju od primene zakona, koliko se neod-

govorno vodi kadrovska politika u njima, kao i koliko su snažni neformalni (nezakoniti) uticaji na njihov rad. Slične pojave su prisutne i u drugim institucijama, kao što je pravosuđe, državna administracija, organi lokalne samouprave i dr. ali su posledice tamo manje opšte nego u slučaju Poreske uprave. Rast fiskalnog deficitu i opasnost od dužničke krize podstakli su Vladu da primeni oštре mere štednje, ali i da unapredi rad Poreske uprave. Mada je Poreska uprava u Srbiji još uvek daleko od dobro organizovanih uprava kakve postoje u razvijenim zemljama, bila je dovoljna primena nekih parcijalnih mera da se naplata poreza značajno poboljša. Rezultati bi bili još bolji da su primenjene sistemske mere poput unapređenja selekcije kadrova, uspostavljanja moderne organizacione strukture, dodatnog pojednostavljenja poreskih procedura, bolje obučenosti zaposlenih, efikasnije anti korupcijske politike, efikasnije saradnje sa drugim državnim organima i dr. I u slučaju drugih institucija primena važnih parcijalnih mera mogla bi u relativno kratkom roku dovede do značajnog poboljšanje njihovog rada, dok bi primene sistemskih mera dala još bolje i trajnije rezultate.

Anketa o radnoj snazi ponovo sadrži podatke o kretanju zaposlenosti koji su u neskladu sa kretanjem privredne aktivnosti i poreskih prihoda. Prema Anketi ukupna zaposlenost u drugom kvartalu je porasla za 6,7% odnosno za 174 hiljade u odnosu na isti period prethodne godine. Pri tome rast formalne zaposlenosti iznosi 2,7%, što je više nego što pokazuju podaci Centralnog registra (rast 0,1%), kao i rasta koji bi se očekivao na osnovu kretanja privredne aktivnosti i poreskih prihoda, ali se razlika ipak kreće u granicama statističke greške. Međutim, rast neformalne zaposlenosti iznosi čak 23% (!?), što je u velikom neskladu sa kretanjem privredne aktivnosti i potrošnje. Dodatnu sumnju u tačnost podataka o kretanju neformalne, a time i ukupne zaposlenosti, izaziva podatak iz Ankete da je najveći deo porasta neformalne zaposlenosti ostvaren u sektoru poljoprivrede i da on iznosi 83 hiljada, odnosno čak 26%!? Ukupan rast formalne i neformalne zaposlenosti u poljoprivredi iznosi 106 hiljada (rast za 20%), što nije u skladu sa rastom ukupne poljoprivredne proizvodnje, niti se može objasniti promenama u strukturi poljoprivredne proizvodnje ili tehnologiji proizvodnje. Konačno, ako bi poverovali u ovako snažan rast zaposlenosti u ukupnoj privredi, a naročito u poljoprivredi, to bi za posledicu imalo veliki pad produktivnosti, koji je malo verovatan. Stoga, sugerisemo da se objavljeni podaci o kretanju zaposlenosti u drugom kvartalu detaljno provere i koriguju kako bi verodostojno održavali kretanja na tržištu rada.



TRENDovi

1. Pregled

Makroekonomske trendove u 2016. možemo oceniti kao povoljne, mada u Q2 jeste došlo do manjeg i privremenog pogoršanja nekih makroekonomskih indikatora. Privredni rast u 2016. će, po našim prognozama, iznositi solidnih 2,5 do 3%, što je najveći rast privrede još od izbijanja krize u 2008. godini. Inflacija je niska i stabilna i prosečan rast cena u 2016. godini biće tek neznatno veći od 1%. Očekujemo da se u 2016. nastavi i blago smanjenje deficitu tekućeg bilansa, koji bi na godišnjem nivou mogao da iznosi oko 4,5% BDP-a, što je na relativno niskom nivou za Srbiju. Još važnije, deficit tekućeg bilansa u 2016. u potpunosti je pokriven najzdravijim prilivom kapitala iz inostranstva – stranim direktnim investicijama (SDI). Kao možda i najpozitivniji makroekonomski rezultat iz 2016. izdvaja se smanjenje fiskalnog deficitu na oko 2% BDP-a, čime je zaustavljen neodrživi rast učešća javnog duga u BDP-u. Pomenuti indikatori ukazuju da je, posle dugog niza godina u kojima su postojale velike makroekonomске neravnoteže i opasnost od izbijanja duboke krize, sada postignuta makroekonomска stabilnost – koja ujedno predstavlja i preduslov za opipljiv ekonomski napredak u narednim godinama.

Postoje, međutim, još uvek brojni izazovi koji se moraju savladati da bi privreda Srbije počela da ostvaruje visoke i održive stope rasta od preko 4% (što bi omogućilo osetno poboljšanje standarda građana u narednim godinama). Pre svega, učešće investicija u BDP-u moralno bi da se poveća sa sadašnjeg nivoa od oko 19% BDP-a na oko 25% BDP-a i da bude usmereno prvenstveno u razmenljive sektore privrede. Za to su, između ostalog, potrebne i odgovarajuće ekonomске politike, a to su pre svega: 1) da se učvrsti i osigura postignuta *makroekonomска stabilnost* i 2) da se unapredi *investicioni ambijent*. Najveća opasnost po *makroekonomsku stabilnost* i dalje preti sa fiskalne strane. Iako je rast javnog duga u odnosu na BDP zaustavljen, do toga je došlo kada je dug već premašio 75% BDP-a što je izuzetno visok nivo za zemlju poput Srbije. Sa toliko velikim javnim dugom, svaki novi spoljni „šok“ i recesija, poput one iz 2008. godine, doveli bi do njegovog novog rasta na preko 80% BDP-a i verovatno bi došlo do krize. Zbog toga fiskalna konsolidacija mora da se nastavi sve dok se deficit države ne umanji ispod 1% BDP-a, a javni dug počne ubrzano da se smanjuje. Takođe, veliki rizik po javne finansije i samim tim makroekonomsku stabilnost i dalje predstavlja ne reformisani javni sektor, pre svega, velika javna i državna preduzeća (EPS, Srbijagas, RTB Bor i dr.) – pa se problemi ovih preduzeća moraju, posle brojnih odlaganja, odlučno rešavati. Za poboljšanje *investacionog ambijenta* neophodno je sprovesti brojne reforme usmerene na: prosvetu, zdravstvo, povećanje efikasnosti sudstva, pojednostavljenje procedura i ubrzanje izdavanja dozvola, suzbijanje korupcije i drugo.

Privredna aktivnost u Q2 imala je nešto lošije rezultate nego u Q1 (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Međugodišnji rast BDP-a smanjen je sa 3,8% iz Q1 na 2%, a desezonirani BDP ostao je nepromenjen – što pokazuje da je došlo do kratkoročnog zastoja u privrednom oporavku. Ovakvo kretanje BDP-a nagovestili smo u prethodnom izdanju *QM-a*, jer su početkom godine SDI bile smanjene, a kreditna aktivnost banaka prema privredi u padu. Međutim, već sredinom godine, trend u prilivu SDI, kao i domaća kreditna aktivnost, ponovo se okreću nabolje, a poboljšali su se i drugi važni indikatori koji nagovještavaju povoljnije buduće kretanje BDP-a (vrednost ugovorenih građevinskih radova, desezonirani indeks prerađivačke industrije i drugo). Sve to ukazuje da je kočenje privrednog rasta u Q2 bilo kratkotrajno i da će se u preostalom delu godine ponovo uspostaviti rastući trend privredne aktivnosti. Analizirani podaci sugerisu da su privrednici bili nešto oprezniji i uzdržaniji u prvoj polovini godine, možda i zbog održavanja parlamentarnih izbora, što je privremeno umanjilo investicije i zaustavilo privredni rast u Q2. Međutim, posle kratke pauze, nastavlja se povećanje privredne aktivnosti započeto pre nešto više od godinu dana. Zbog toga i pored nešto lošijih rezultata privrede u Q2, zadržavamo nepromenjenu prognozu rasta BDP-a u 2016. od 2,5-3%, koju smo imali i u prethodnom broju *QM-a*. Dobra poljoprivredna sezona će uticati na to da rast bude blizu gornje granice navedenog intervala.

1. Pregled

Kretanja u platnom bilansu takođe su bila nešto nepovoljnija u Q2 u odnosu na Q1 (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). To se vidi u povećanju tekućeg deficit-a, koji je u Q2 iznosi 4,8% BDP-a, ali i u slabom prilivu kapitala (ne zbog umanjenja SDI, već zbog većeg odliva portfolio i ostalih investicija, što je ekonomski ipak nešto povoljniji scenario). Zbog većeg odliva portfolio investicija, tokom Q2 bili su izraženi depresijski pritisci na dinar, pa je NBS intervenisala na među bankarskom tržištu neto prodajom 255 mln evra. Upravo to je bio i glavni razlog zbog kog su devizne rezerve u Q2 umanjene za 317 mln evra. I pored ovih, ograničenih, pogoršanja u Q2, platnobilansna kretanja u 2016. ipak su povoljna. Izvoz ima visoke stope rasta, pokrivenost uvoza izvozom je na visokom nivou, a SDI su veće od tekućeg deficit-a. Uz sve to, od jula se ponovo snažno povećava i priliv kapitala u zemlju, zbog čega su se umesto depresijskih pojavili apresijski pritisci na dinar. Na te pritiske NBS je reagovala kupovinom 355 mln evra u julu, povećavajući devizne rezerve i sprečavajući preterano jačanje dinara u odnosu na evro – što smatramo dobrom ekonomskom politikom. Odnosi razmene trenutno su izuzetno povoljni, ali u narednom periodu se može očekivati viša jedinična vrednost uvoza, tj. određeno pogoršanje odnosa razmene.

Inflacija je i u Q2 i u nekoliko narednih meseci bila veoma niska (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Na kraju avgusta, rast cena je iznosi 1,2% u odnosu na isti period prethodne godine, a prosečan međugodišnji rast cena u prvih osam meseci iznosi je 1%. Glavni razlozi za nisku inflaciju u 2016. su niska agregatna tražnja, izostanak rasta regulisanih cena, kao i niska inflacija u međunarodnom okruženju. Do kraja godine, međutim, očekuje se postepeno ubrzavanje inflacije, jer raste aggregatna tražnja, najavljeno je i povećanje nekih regulisanih cena (poskupljenje električne energije za 3,8%), a na svetskom tržištu dolazi do blagog rasta cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda. Ovi činioци bi mogli da približe inflaciju granicama ciljnog koridora NBS od $4\pm 1,5\%$, ali malo je verovatno da inflacija do kraja godine uđe u taj koridor. Premda je niska i stabilna inflacija u načelu pozitivan makroekonomski pokazatelj, njeno postepeno vraćanje u ciljni koridor NBS bilo bi ekonomski poželjno, a važno je i za kredibilitet NBS. U sadašnjim okolnostima, pri postojanju aprecijskih pritisaka i uz veoma nisku inflaciju, intervencije NBS na strani kupovine deviza su opravdane. Međutim, u slučaju nove pojave deprecijacijskih pritisaka, bilo bi bolje uzdržati se od većih intervencija i dopustiti umerenu deprecijaciju. Umerena deprecijacija bila bi značajna zbog poboljšanja konkurentnosti privrede Srbije, dok bi u isto vreme uticala i na povratak inflacije unutar granica ciljnog koridora.

U uslovima veoma niske inflacije, NBS je nastavila oprezno da smanjuje referentnu kamatnu stopu i ona sada, nakon poslednjeg umanjenja iz jula, iznosi 4% (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Do ovog relaksiranja monetarne politike NBS možda je moglo da dođe i nešto ranije, jer je inflacija i tokom Q2 bila izuzetno niska, ali se, po svemu sudeći, čekao i zaokret na deviznom tržištu, do kog je došlo u julu (kada su se pojavili snažni pritisci ka jačanju kursa dinara). Ipak, verovatno, najvažnija vest iz monetarnih tokova u Q2 je ponovni rast kreditnih plasmana privredi. U Q1 jeste bio zabeležen ukupni rast plasmana banaka, ali samo zahvaljujući rastu zaduženosti države i blagom povećanju neto plasmana stanovništvu – dok se privreda razduživala. U Q2 su osnovne pokretače rasta kreditne aktivnosti činili rast neto plasmana privredi od 146 miliona evra, dok su neto plasmani stanovništvu uvećani za 103 miliona evra. Rast kreditnih plasmana privredi signalizira ponovno pokretanje privredne aktivnosti, nakon privremenog usporavanja iz Q2. Učešće loših kredita na kraju Q2 smanjeno je za 0,5 procenatnih poena u odnosu na Q1 što je, uz dodatno smanjenje od 0,5 p.p. iz jula, oborilo ukupno učešće loših kredita na 20,5% od ukupno plasiranih. U okviru ovog smanjenja loših kredita primetili smo i neke indikativne divergentne trendove – kod banaka u stranom vlasništvu smanjuje se učešće loših kredita, dok, kod onih u državnem, raste.

Trendovi na tržištu rada se nesumnjivo poboljšavaju, što se odražava na povećanje zaposlenosti i pad nezaposlenosti (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Međutim, potpuno precizna mera ovog poboljšanja nepoznata je zbog nedovoljne pouzdanosti zvaničnih podataka iz statistike zaposlenosti (ARS). Po podacima iz ARS-a ukupna zaposlenost je u Q2 porasla za 174 hiljade lica u odnosu na isti period prethodne godine (odnosno za 6,7%), a nezaposlenost je smanjena sa 17,3 na 15,2%. U okviru ovih podataka, izmereni rast formalne zaposlenosti od 2,7% smatramo

nešto pouzdanijim, jer je konzistentan sa makroekonomskim i fiskalnim podacima. Rast neformalne zaposlenosti iznosi impresivnih, ali prilično neverovatnih, 23%. Podaci o enormnom rastu neformalne zaposlenosti su prilično sumnjivi jer ukazuju na ogroman i malo verovatan pad produktivnosti u nekim delatnostima (poljoprivreda), a takođe su u suprotnosti sa pojačanim aktivnostima države na suzbijanju sive ekonomije, što potvrđuju fiskalni podaci o većoj naplati poreza u 2016. godini.

Poveljni fiskalni tokovi iz prethodnih kvartala nastavljeni su u Q2, kao i u julu (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). U Q2 zabeležen je sasvim mali deficit, dok je u julu čak ostvaren osetan suficit. Na osnovu podataka o izvršenju prihoda i rashoda opšte države od početka godine, procenjujemo da će ukupan fiskalni deficit u 2016. godini biti znatno niži od planiranog i da će iznositi oko 2% BDP-a. S obzirom na to da je za 2016. godinu planiran deficit od 4% BDP-a, ovakav rezultat predstavlja značajan uspeh. Do snažnog smanjenja fiskalnog deficitu u 2016. došlo je zahvaljujući većim javnim prihodima, dok će javni rashodi biti u skladu sa planom (možda ga blago probiju). Na prihodnoj strani beleži se rast svih velikih poreskih kategorija, a znatan jednokratni rast beleži se i kod neporeskih prihoda. Veliki rast poreskih prihoda u 2016. godini duguje se povoljnijim makroekonomskim prilikama, zbog kojih primarno rastu prihodi od doprinosa, poreza na dobit i dohodak, ali dobrom delom i borbi protiv sive ekonomije. Efikasnija naplata poreza usled suzbijanja sive ekonomije ogleda se najviše u rastu prihoda od PDV-a i akciza, što izdvajamo kao posebno povoljan trend. Za rashode se načelno može reći da su pod kontrolom, a ukoliko dođe do probijanja plana, to će biti primarno zbog rasta javnih investicija, što je ekonomski poželjno, jer Srbija ima nedovoljan nivo javnih investicija. Rashodna mera koja je podbacila u odnosu na (preambiciozan) plan je racionalizacija broja zaposlenih u javnoj upravi. To ipak neće dovesti do probijanja budžetskih rashoda za zaposlene, jer će u isto vreme biti isplaćene manje otpremnine za otpuštanje „prekobrojnih“ zaposlenih.

Zbog umanjenja deficitu na oko 2% BDP-a, u 2016. godini očekujemo zaustavljanje rasta javnog duga u odnosu na BDP i njegovu stabilizaciju na nivou od oko 76–77% BDP-a. Naime, za zaustavljanje rasta javnog duga u BDP-u potreban je deficit opšte države ispod 3% BDP-a, ukoliko je stopa privrednog rasta veća od 2,5%. Uz očekivani deficit od 2% BDP-a i stopu privrednog rasta od 2,5-3%, navedeni uslovi bili bi zadovoljeni već u 2016. godini (Fiskalnom strategijom i Aranžmanom sa MMF-om prognozirano je da do smanjenja javnog duga dođe tek u 2017. godini). Ukoliko se naše prognoze o fiskalnim kretanjima do kraja godine ostvare, to bi značilo da je 2016. prva godina nakon 2008. u kojoj nije došlo do rasta javnog duga prema BDP-u. Ovo jeste dobar rezultat, jer otlanja neposrednu opasnost od izbijanja krize javnog duga, ali trebalo bi imati u vidu i to da je dug od 76% BDP-a izuzetno visok, naročito za zemlju poput Srbije. Ukoliko bi se dogodio neki eksterni ekonomski šok zbog kog bi privreda zapala u recesiju, javni dug bi se lako istrgao kontroli i osetno premašio 80% BDP-a. Iz tog razloga potrebno je nastaviti fiskalnu konsolidaciju, kako bi dug počeo da se osetno smanjuje u odnosu na BDP, a Srbija učvrstila u „bezbednoj zoni“. Smatramo da bi fokus Vlade u narednom periodu trebalo da bude na osiguravanju postignutih fiskalnih rezultata kroz otlanjanje strukturnih problema koji su u prošlosti nametali velike fiskalne troškove, a potencijalno bi mogli da se pojave kao trošak i u budućnosti. To se primarno odnosi na odlučno reformisanje velikih javnih preduzeća, sa kojim se kasni dok dugovi preduzeća rastu, kao i završetak privatizacije državnih preduzeća, gde se stiglo tek do pola puta. Dodatno, potrebno je reformisati Poresku upravu, kao i redefinisati dalji tok racionalizacije javne uprave.

1. Pregled

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2006–2016

	Godišnji podaci										2015				2016		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Priredna aktivnost																	
BDP (u mld. dinara)	2.055,2	2.355,1	2.744,9	2.880,1	3.067,2	3.407,6	3.584,2	3.876,4	3.908,5	3.973,0	1,0	2,3	1,2	3,8	2,0
BDP	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	-1,8	0,7	-1,8	1,0	2,5	4,1	4,1	1,7	
Nepoljoprivredna BDV	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,5	1,1	1,6	-2,5	1,9	-1,7	2,8	4	2,5	4,1	2,4	
Industrijska proizvodnja	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	-6,5	8,2	-2,0	11,1	13,2	10,2	10,5	2,4	
Prerađivačka industrija	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	-1,4	5,3	4,2	7,3	6,4	3,2	6,5	5,9	
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²¹⁾	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	37.976	41.377	43.932	44.530	44.437	41.718	44.717	44.719	46.592	43.588	46.450	
Registrirana zaposlenost (CROSO)	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	1.866	1.865	1.864	1.845	1.990	1.977	1.977	1.978	1.978	1.978	1.978	
Fiskalni podaci																	
Javni prihodi	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	3,2	3,1	6,9	3,5	4,5	-1,4	8,8	9,8	
Javni rashodi	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	5,2	-3,2	-5,4	-3,8	-1,3	-2,6	7,1	4,0	
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³³⁾	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-258,1	-149,1	-21,2	-14,2	-15,8	-98,0	-16,0	15,1	
Platni bilans																	
Uvoz robe ⁴⁾	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.028	-14.693	-13.393	-15.350	-3.648	-3.869	-3.777	-4.057	-3.705	-4.220	
Ivoz robe ⁴⁾	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.394	10.540	9.732	11.344	2.601	2.986	2.882	2.875	2.955	3.304	
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	-1.857	-1.590	-511	-290	-343	-446	-246	-388	
u % BDP ⁵⁾	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-6,1	-4,8	-6,8	-3,4	-4,0	-5,2	-3,7	-5	
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.486	1.917	1.517	1.295	427	107	235	526	90	303	
(++) znači prvič kapital, §, rast obaveza																	
Strane direkte investicije ³⁾	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	1.210	1.803	339	441	510	513	344	496	
(++) znači povećanje	4.240	941	-1.687	2.363	.929	1.801	-1.137	697	-1.332	166	111	-32	300	-214	-836	-317	
Monetarni podaci																	
NBS neto sопствене rezerve ⁶⁾	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	788.293	931.320	854.636	858.972	902.526	931.320	884.093	846.969	
NBS neto sопствене rezerve ^{6), u mil.levra}	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.486	7.649	7.094	7.125	7.509	7.649	7.180	6.864	
Krediti nedržavnom sektoru	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.927.668	1.982.974	1.919.958	1.918.917	1.929.573	1.982.974	1.961.626	2.009.537	
Devizna štednja stanovništva	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	998.277	1.014.260	1.004.948	1.010.179	995.123	1.014.260	1.027.439	1.048.123	
M2 (12-m realni rast, u %)	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	6,7	5,5	6,4	5,8	2,6	5,5	7,2	7,3	
Krediti nedržavnom sektoru	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	1,2	1,4	3,7	2	0,7	1,4	1,6	4,2	
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	48,4	47,9	47,6	47,6	48,4	47,4	49,4	
Cene i kurs																	
Indeks potrošačkih cena ⁷⁾	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,8	1,6	1,8	1,9	1,4	1,6	0,6	0,3	
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁸⁾	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	80,2	81,8	83,1	83,8	83,0	82,6	83,2	83,48	84,31	
Nominalni kurs dinara/evra ⁸⁾	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	117,25	120,8	121,6	120,4	120,2	120,8	122,85	123,01	

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010. ali nisu upoređive sa prethodnim godinama. * U 2015. godini promenjena je metodologija registrovane zaposlenosti, podatak u Q4 2015. je godisnji proslek za 2015.

Pod pojmom zaposleni podrazumevaju se lica koja imaju formalno pravni ugovor o zaposlenju, odnosno zasnovani radni odnos sa poslodavcem na određeno ili neodređeno vreme i lica koja rade van radnog odnosa na osnovu ugovora o delu ili na osnovu ugovora o obavljanju privremenih i povremenih poslova; lica koja obavljaju samostalne delatnosti ili su osnivači privrednih društava ili preduzetničkih radnji; kao i lica koja obavljaju poljoprivredne delatnosti a nalaze se u evidenciji Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja.

3) Pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).

4) Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju spoljnootgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po prepukamaodeljenja za statistiku UN, poče da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagodjenosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Prema novoj metodologiji NBS iz Q2 2014 (u skladu sa BPM6) izuzimaju se sve transakcije vezane za izvoz i uvoz robe na doradu. Usluge dorade će se po novoj metodologiji beležiti u okviru računa usluga. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008 i u Q2 2014. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije 2008. dovela je do manjeg deficitu tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina. Promena metodologije 2014 (u skladu sa šestim izdanjem IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual - BPM6) dovela je do većeg deficitu tekućeg računa, i do većeg finansijskog računa usled višeg iznosa SDI. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

6) NBS neto sопствene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbiru deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politika.

7) Podaci za 2004, 2005. i 2006. godinu bazirani su na Indeksu maloprodajnih cena. RZS je prešao na obračun inflacije Indeksom potrošačkih cena od 2007. godine.

8) Računica zasnovana na 12-m prosećima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosećima za kvartalne podatke.

2. Privredna aktivnost

Međugodišnji rast BDP-a u Q2 iznosio je 2% što je nešto lošiji rezultat od očekivanja za ovaj kvartal. Desezonirani BDP ostao je nepromenjen u Q2 u odnosu na Q1, što potvrđuje da je u Q2 došlo do kratkoročnog zastoja u privrednom oporavku. Ovaj zastoj nagoveštavali su još početkom godine smanjenje stranih direktnih investicija (SDI) i usporavanje kreditne aktivnosti banaka prema privredi. To je uticalo da u Q2 dođe do desezoniranog pada dve naročito važne komponente BDP-a – investicija i neto izvoza. Ove dve komponente zakočile su ukupan privredni rast i pored povećanja privatne i državne potrošnje. Međutim, do kraja godine najverovatnije će opet da se uspostavi uzlazna putanja privredne aktivnosti, jer relevantni indikatori koji upućuju na buduće kretanje investicija i ukupne privredne aktivnosti imaju od sredine godine ponovo pozitivne trendove (SDI, kreditna aktivnost, ugovoren građevinski radovi, desezonirani indeks prerađivačke industrije u junu i julu i drugo). Analizirani podaci, dakle, sugerisu da su privrednici bili nešto oprezniji i uzdržaniji u prvoj polovini godine, možda i zbog održavanja parlamentarnih izbora, što je privremeno umanjilo investicije i zaustavilo privredni rast u Q2, ali da su već polovinom godine nastavljeni pozitivni trendovi uspostavljeni u prethodnih, nešto više od godinu dana. Zbog toga i pored nešto lošijih rezultata privrede u Q2 zadržavamo nepromenjenu prognozu rasta BDP-a u 2016. od 2,5-3%, koju smo imali i u prethodnom broju *QM-a*. Za visok i održiv privredni rast u Srbiji od preko 4% potrebno je da se učešće investicija u BDP-u poveća na blizu 25% sa sadašnjih oko 19%. To znači da bi prioritetne ekonomske politike trebalo da podržavaju dalji rast investicija – učvršćivanjem makroekonomske stabilnosti i poboljšavanjem investicionog ambijenta. Ponovno pokretanje inicijativa da se povećanjem potrošnje pokrene privredni rast, ekonomski je neopravdano.

Bruto domaći proizvod

Međugodišnji rast BDP-a u Q2 od 2%

Prema proceni RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q2 iznosio je 2%, što je osetno manja stopa međugodišnjeg rasta u odnosu na 3,8%, koliko je bilo ostvareno u Q1. Umanjenje međugodišnje stope rasta u odnosu na Q1 nije preterano iznenađenje, jer smo u prethodnom izdanju *QM-a* već i najavili da će se međugodišnje stope rasta smanjiti nakon Q1 (koji je bio specifičan, jer se poredio sa izuzetno niskom bazom iz 2015. godine). Međutim, očekivali smo da će se u preostala tri kvartala 2016. ostvarivati prosečne međugodišnje stope rasta BDP-a od oko 2,5%, pa je rezultat u Q2 ipak bio nešto manji od očekivanja. Zbog toga smo detaljnije analizirali razloge za usporavanje rasta BDP-a u Q2 i pokušali da damo odgovor na pitanje da li je u pitanju privremen ili trajan trend, koji bi onda, ne samo ugrozio ostvarenje prognozirane stope rasta u 2016, već možda i očekivano ubrzanje privrednog rasta u narednim godinama.

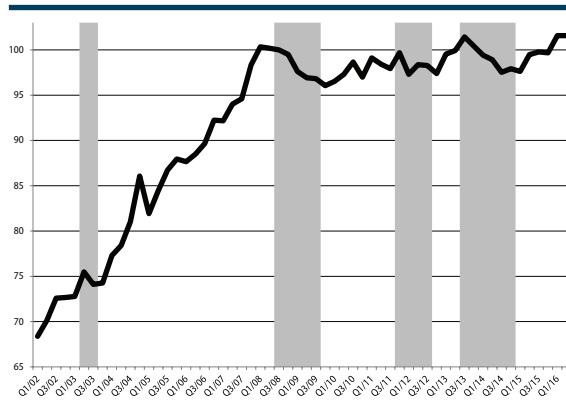
Desezonirani BDP stagnira u Q2

U Grafikonu T2-1 prikazani su desezonirani indeksi rasta BDP-a i osenčeni su periodi u kojima se privreda Srbije nalazila u recesiji (ocenjeni na osnovu *Bry-Boschan procedure*). Desezonirani BDP nam nešto pouzdanoje od međugodišnjih indeksa ukazuje na tekuće trendove privredne aktivnosti. U Grafikonu se vidi da je privredna aktivnost u Q2 ostala nepromenjena u odnosu na Q1, nakon relativno visokog rasta iz prethodnog kvartala. To potvrđuje našu prethodnu ocenu da je privredna aktivnost u Q2 nešto podbacila u odnosu na očekivanja. Međutim, u Grafikonu T2-2 takođe se vidi da je i u prethodnih godinu dana bilo sličnih oscilacija u privrednom rastu po kvartalima koje nisu uticale na uspostavljeni trend privrednog rasta, tako da nešto lošiji rezultati BDP-a u jednom kvartalu ne moraju po definiciji da predstavljaju prekid pozitivnog trenda iz prethodnog perioda.

Do usporavanja rasta BDP-a u Q2 došlo je zbog manjeg investiranja i pada neto izvoza

Kada se analizira struktura ostvarenog rasta BDP-a u Q2 po *potrošnji* (Tabela T2-2), uočavamo da je došlo do određenih promena u odnosu na prethodne kvartale. Investicije su nakon četiri kvartala u kojima su imale prosečan međugodišnji rast od skoro 10%, u Q2 osetno smanjile međugodišnji rast na 4,9%. Druga komponenta BDP-a koja je smanjila međugodišnji rast u

Grafikon T2-1. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2016 (2008=100)



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

i do rasta državne i privatne potrošnje i, naročito, uvoza.

Premda je jedan kvartal isuviše kratak vremenski period za ispoljavanje ekonomskih pravilnosti, a i uvoz može da raste zbog mnogo razloga,¹ veoma je indikativno da uporedo sa povećanjem potrošnje (privatne i državne), dolazi do snažnog rasta uvoza, koji automatski poništava značajan deo potencijalno pozitivnog uticaja povećanja potrošnje na BDP Srbije. Analize QM-a su i ranije pokazivale da je pokretanje privrednog rasta u Srbiji povećanjem potrošnje, neefikasno. To bi bilo moguće da u zemlji postoje neiskorišćeni proizvodni kapaciteti, koji bi se mogli uposlititi sa većom domaćom potrošnjom. Međutim, višedecenijski nizak nivo investiranja u Srbiji gotovo je onemogućio ovaj kanal uticaja potrošnje na BDP, pa je održivi oporavak BDP-a zapravo moguć jedino preko rasta investicija. Za potvrdu ove teze dovoljno je samo pogledati podatke o kretanju potrošnje i BDP-a u prethodnim godinama, koji pokazuju da je u periodu najvećeg fiskalnog deficit-a privreda bila u recesiji, kao i da je održivi privredni oporavak započet u 2015. bio pokrenut rastom investicija, a uz smanjenje, a ne rast, privatne i državne potrošnje (Tabela T2-2).

Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2016

	Međugodišnji indeksi							2015				2016		Učešće 2015
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,7	98,2	101,1	102,3	101,2	103,8	102,0	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	99,4	99,8	98,8	99,4	99,7	100,8	101,3	74,7
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	99,4	98,8	96,2	97,2	100,7	100,8	103,3	104,6	17,5
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,0	96,4	108,3	103,8	108,9	111,8	107,8	108,4	104,9	17,9
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	105,7	107,8	110,9	107,7	107,7	105,5	111,6	110,0	46,5
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	105,6	105,5	110,4	102,6	104,5	105,1	104,7	112,3	56,8

Izvor: RZS

Očekujemo vraćanje visokih stopa rasta investicija u narednim kvartalima

Rast investicija, dakle, ključan je za ekonomski oporavak i uspostavljanje visokog i održivog privrednog rasta u Srbiji u budućnosti. Trenutno investicije čine manje od 19% BDP-a, što je još uvek nedovoljno za visok privredni rast. Zbog toga će biti neophodno nekoliko godina daljeg rebalansiranja privrede Srbije u pravcu povećanja investicija i neto izvoza, a uz sporiji rast privatne i državne potrošnje u odnosu na BDP. Zbog velikog značaja investicija na rast BDP-a, njihovo tekuće kretanje smo detaljnije analizirali – jer smatramo da upravo od toga presudno zavisi i rast BDP-a i u 2016. i u srednjem roku, odnosno da su upravo investicije ključ za praćenje najvažnijih trendova privredne aktivnosti u Srbiji. Desezonirani pad investicija koji se desio u Q2 bio je donekle očekivan i najavljen je u prethodnim izdanjima QM-a. Naime, od početka godine došlo je do osetnog smanjenja SDI, kao i kreditne aktivnosti banaka prema preduzećima, što su dva indikatora koja obično prethode kretanju investicija u Nacionalnim računima. Tada, međutim, nismo mogli sa sigurnošću da znamo da li je u pitanju trajan ili privremeni trend. Najnoviji podaci, međutim, pokazuju da od juna dolazi do ponovnog oporavka SDI i kreditne

odnosu na Q1 je izvoz, ali ovo smanjenje je bilo tek neznatno i izvoz je i u Q2 zadržao relativno visoku, dvocifrenu, međugodišnju stopu rasta. U Q2 je, međutim, došlo do snažnog rasta uvoza, što je bio glavni razlog zbog kog je neto izvoz bio u osetnom padu (izvoz nije toliko usporio koliko je povećan uvoz). Sa druge strane, međugodišnji indeksi pokazuju i to, da su privatna i državna potrošnja ubrzale su svoj rast u Q2 (Tabela T2-2). Radi potvrde indikacija na koje ukazuju međugodišnji indeksi komponenti BDP-a po potrošnji, desezonirali smo ih. Desezonirani indeksi pojedinačnih komponenti BDP-a potvrđuju da je u Q2 došlo do smanjenje investicija i izvoza u odnosu na Q1, ali

¹ Može na primer rasti uvoz opreme, repromaterijala i drugo.

aktivnosti privrede, što ukazuje da je zastoj u investicionoj aktivnosti iz Q2 verovatno bio privremen. Dodatnu potvrdu ovih trendova daje i indeks ugovorenih građevinskih radova koji je u Q2 imao najveći rast u prethodnih nekoliko godina. Svi ovi indikatori ukazuju da u Q2 nije došlo do trajnijih negativnih promena u kretanju investicija i ukupnog BDP-a, već da je najverovatnije došlo do privremenog odlaganja ambicioznijih poslovnih projekata i stranih investicija za vreme posle parlamentarnih izbora.

Usporavanje rasta građevinarstva i industrije konzistentan sa kretanjem investicija i neto izvoza

Posmatrano po *proizvodnom* principu (Tabela T2-3) vidimo da su u Q2 najveće promene u odnosu na prethodni kvartal imali industrijska proizvodnja i građevinarstvo koje su značajno usporile svoj rast u odnosu na prethodne kvartale. Građevinarstvo je od Q2 2015. godine imalo prosečan međugodišnji rast od 15%, koji je u Q2 sveden na 6,1%. Dodata vrednost u industriji je u Q2 čak prešla u zonu negativnog međugodišnjeg rasta, takođe nakon četiri kvartala u kojima je beležila relativno visok rast od oko 7%. Razlog za usporavanje industrije u Q2 najvećim delom leži u privremenom padu proizvodnje električne energije, ali je i prerađivačka industrija imala nešto lošije rezultate u Q2 u odnosu na Q1 (detaljnija analiza kretanja industrijske proizvodnje će biti prikazana u posebnom delu ovog poglavlja). Poljoprivreda u čitavoj prvoj polovini godine ima solidan međugodišnji rast koji je dobrim delom posledica poređenja sa sušnom 2015. godinom, a ostali proizvodni sektori BDP-a imaju relativno stabilan međugodišnji rast u rasponu od 1,8 do 4% (Tabela T2-3).

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2016¹⁾

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2015				2016		Učešće 2015
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,7	98,2	101,1	102,3	101,2	103,8	102,0	100,0
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,2	99,8	100,4	98,8	100,0	100,1	101,3	102,3	15,8
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,9	97,8	101,6	102,8	101,4	104,3	102,0	84,2
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,5	101,9	98,4	102,8	104,0	102,4	104,1	101,7	90,5 ²⁾
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	102,0	92,5	91,6	90,2	94,0	93,4	107,1	104,3	9,5 ²⁾
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,4	104,7	96,4	107,9	108,5	106,5	106,4	99,4	24,7 ²⁾
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	98,5	111,1	97,7	117,4	119,0	108,2	115,1	106,1	5,6 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	101,1	100,7	100,2	100,5	101,2	100,6	104,1	103,0	18,1 ²⁾
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	96,1	99,6	96,7	99,6	102,6	99,6	102,6	102,8	5,0 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	97,2	102,2	101,8	98,7	105,2	103,8	103,3	103,9	3,2 ²⁾
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,9	99,1	98,3	98,4	100,0	99,6	101,4	101,8	34,0 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cennama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

Očekujemo rast BDP-a u 2016. u intervalu od 2,5 do 3%

Premda su rezultati privredne aktivnosti u Q2 bili nešto lošiji od očekivanja, već smo pomenuli da analiza *QM*-a pokazuje da sredinom godine dolazi do poboljšanja određenih indikatora koji prethode rastu privredne aktivnosti (SDI, kreditna aktivnost i dr.). Zbog toga očekujemo da se do kraja godine nadoknadi privremeni zastoj u privrednom rastu iz Q2 i da se ipak ostvari stopa rasta BDP-a od 2,5-3% koju smo prognozirali u prethodnom izdanju *QM*-a. Moguće je da će privredni rast biti i nešto veći od sadašnjih prognoza i dostići oko 3%, ukoliko jesenji rezultati poljoprivredne proizvodnje budu iznadprosečni, za šta takođe postoje određene indikacije. Ne potcenjujući značaj ostvarenja veće stope rasta BDP-a i uspešnije poljoprivredne sezone, ipak moramo istaći da rast poljoprivrede zbog povoljnijih meteoroloških okolnosti ne predstavlja trajan trend i pravu meru rasta BDP-a u 2016. godini.

Rast BDP-a u 2017. od oko 3%, uz dalje povećanje investicija, bio bi veoma dobar rezultat

Rast BDP-a od 2,5-3%, koji očekujemo u 2016, je dobar rezultat i u skladu sa kretanjem privredne aktivnosti u regionu. Međutim, ne bi trebalo zaboraviti da je jedan deo ovog rasta u Srbiji posledica oporavka poljoprivrede posle sušne 2015. godine. To je jednokratan činilac koji će se iscrpeti do kraja godine, pa je trendni rast privrede, sa kojim se ulazi u 2017. godinu zapravo nešto ispod 2%. Dakle, trend rasta privredne aktivnosti (očišćen od jednokratnih činilaca) ubrzao sa za 1-1,5 p.p. u 2016. u odnosu na prethodnu godinu, u kojoj je iznosio oko 0,5%.²⁾ Iako ova analiza ukazuje da se pravi trend rasta privredne aktivnosti u 2016. (bez jednokratnih činilaca) ubrzava veoma postepeno i da je ipak nešto skromniji od 2,5-3%, koliko će biti ukupni porast BDP-a, trebalo bi uvek imati u vidu i to da je od same brzine ekonomskog rasta daleko bitnije da do toga dođe na ekonomski zdrav i održiv način – prvenstveno kroz povećanje investicija u razmenljive

²⁾ Za više detalja videti *QM* 43 i *QM* 44, odeljak: „Privredna aktivnost“

2. Privredna aktivnost

sektore privrede i rast neto izvoza. U 2017. godini bilo bi dobro da se pozitivni trendovi iz 2016. nastave i prošire, što bi onda dovelo da daljeg ubrzanja trendnog rasta privrede za dodatnih 1-1,5 p.p., odnosno sa oko 2% iz 2016. na oko 3% u 2017. godini (što bi u 2017. najverovatnije bila i stvarna stopa rasta BDP-a).

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja osetno je usporila međugodišnji rast u Q2

U Q2, industrijska proizvodnja ostvarila je međugodišnji rast od 2,4% (Tabela T2-4), što je dosta niže od uobičajenih stopa rasta industrijske proizvodnje iz prethodnih nekoliko kvartala. Međutim, razlog za ovo smanjenje međugodišnjeg rasta u Q2 najvećim delom leži u promenama stope rasta rudarstva i proizvodnje električne energije. Ova dva sektora industrijske proizvodnje su u prethodnih godinu dana imali izuzetno visoke stope međugodišnjeg rasta, jer su se pore dile sa periodom u kom je zbog poplavljenih kopova uglja došlo do pada u eksploataciji uglja i proizvodnji električne energije. U Q2 situacija je potpuno promenjena i proizvodnja električne energije je imala snažan međugodišnji pad od oko 10%, dok je rudarstvo ostalo približno ne promenjeno u odnosu na prethodnu godinu. Do ovih promena je došlo, pre svega, jer se od Q2 rezultati ova dva sektora više ne porede sa kvartalima u kojima su kopovi uglja bili potopljeni. Dodatno, i međugodišnji pad u proizvodnje električne energije je, kao i rast pre toga, posledica uticaja privremenih okolnosti. Naime, u letnjim mesecima uobičajeno je da se vrši remont elektroenergetskih postrojenja i da se smanjuje proizvodnja, što se u Q2 2016. i desilo. Međutim u Q2 2015. proizvodnja električne energije je bila neuobičajeno visoka za to doba godine, jer su kapaciteti već bili rehabilitovani tokom saniranja posledica poplava kada je proizvodnja bila zakočena. Zbog toga međugodišnji indeksi sada privremeno pokazuju značajan pad, koji će se najverovatnije izgubiti do septembra.

Tabela T2-4. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2016

	Međugodišnji indeksi								Urešće								
	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2014
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	98,0	111,1	113,2	110,2	110,5	102,4	100,0			
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	84,0	115,8	130,9	123,7	114,3	99,2	8,5			
Preradivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	104,2	107,3	106,4	103,2	106,5	105,9	73,9			
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacijom	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	87,0	129,0	141,0	134,9	120,9	90,2	17,6			

Izvor: RZS

Trend rasta industrijske proizvodnje u 2016. iznosi oko 5%

Zbog velikih, ali privremenih, promena u proizvodnji rudarstva i električne energije u prethodne dve godine (od poplava iz 2014.), međugodišnji indeksi industrijske proizvodnje (Tabela T2-4) ne daju pouzdanu sliku o trendovima u industrijskoj proizvodnji. Naime, niti je održivi rast industrijske proizvodnje bio preko 10% koliko je iznosio u prethodnih godinu dana, niti je sada umanjen na 2,5%. Stvarni trend rasta industrijske proizvodnje dobijamo kada isključimo privremene činioce i on u 2016. iznosi oko 5% za ukupnu industriju (oko 6% za preradivačku), što je solidan rezultat. Očekujemo da će u Q3 ukupna industrijska proizvodnja imati i dalje niži rast od 5% pošto će još uvek trajati privremeni međugodišnji pad proizvodnje električne energije zbog remonta, ali da će od Q4 međugodišnji indeksi industrijske proizvodnje biti približno u skladu sa njenim trendovima.

Desezonirani indeksi ukazuju na smanjenje preradivačke industrije u Q2

Kratkoročne promene u kretanju industrijske proizvodnje i preradivačke industrije (koja je narocito bitna, jer nije toliko pod uticajem privremenih činilaca), najbolje se vide u desezoniranim podacima. U Grafikonu T2-5 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i posebno preradivačke industrije, zaključno sa poslednjim dostupnim podatkom za jul 2016. godine. U Grafikonu se uočava da, nakon vrlo brzog rasta koje je trajao gotovo godinu dana, u Q2 dolazi do zaustavljanja tog trenda i blagog pada proizvodnje. Ohrabrujuće je međutim to što se taj negativni pad zaustavlja već u junu i od jula se ponovo uspostavlja rastući trend u industriji. Očekujemo da je upravo to znak da je u Q2 došlo samo do privremenog zastoja u industrijskoj proizvodnji i da će se ona već od narednog kvartala ponovo vratiti na uspostavljeni trend relativ-

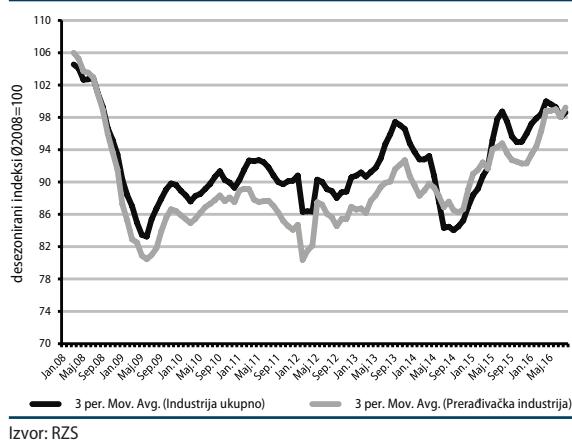
Industrijska proizvodnja je blizu svog nivoa iz 2008., ali je sada daleko konkurentnija

no snažnog rasta. Dodatan argument da će od narednog kvartala doći do ponovnog ubrzanja rasta industrijske proizvodnje je i to što je kretanje desezoniranog indeksa industrijske proizvodnje i prerađivačke industrije u Q2 bilo konzistentno je sa našom ocenom kretanja ukupne privredne aktivnosti koju smo izneli u prethodnom delu teksta, gde smo takođe izneli očekivanja da će u narednim kvartalima doći do ubrzanja privredne aktivnosti.

U Grafikonu T2-5 takođe se vidi da je industrijska proizvodnja vrlo blizu svog pretkriznog nivoa iz 2008. godine (u julu jeste bila oko 1% niža, ali u aprilu je već bila i dostigla pretkrizni nivo, pa je onda privremeno pala). U tumačenju ovog podatke međutim, moramo uzeti u obzir i velike strukturne promene koje su se u međuvremenu desile, naročito u prerađivačkoj industriji – zbog čega je ocena sadašnje industrijske proizvodnje daleko povoljnija nego one od pre osam godina, iako je obim proizvodnje sličan. Naime, pre osam godina Srbija je imala predimenzioniranu do-

maću potrošnju zbog čega je industrija mnogo veći deo svojih proizvoda nego sada plasirala na domaće tržište. Privatna potrošnja u Srbiji je od 2008. bila u padu i u 2016. je i dalje preko 3% realno manja nego u 2008. godini. Industrijska proizvodnja, stoga, nije mogla da se osloni na domaće tržište kako bi pokrenula svoj oporavak, ali se uspešno priлагodila na promenjene okolnosti boljim integriranjem u svetsko tržište. To se vidi i po tome što je izvoz u odnosu na 2008. godinu realno porastao za preko 70%, a uvoz za preko 20%. Zbog toga smatramo da je trenutno stanje industrije u Srbiji daleko bolje od onog od pre krize iz 2008. godine, iako je obim proizvodnje sličan.

Grafikon T2-5. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2016



Izvor: RZS

U Q2 zabeležena su divergentna kretanja po namenskim grupama

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda, jedina grupa koja je zabeležila pad u odnosu na Q2 prethodne godine jeste proizvodnja energije. Nakon vrlo visokih stopa rasta koje ovaj sektor beleži od Q2 2015, došlo je do pada proizvodnje energije za gotovo 6%, prvenstveno usled smanjenja proizvodnje električne energije. Međutim, ostvareni nivo proizvodnje električne energije u Q2 zapravo je uobičajen, pa zabeleženi međugodišnji pad ne treba da zabrinjava. Do njega je, naime, došlo usled uobičajenog smanjenja proizvodnje električne energije tokom letnjih remonta u EPS-u, dok je u istom periodu prethodne godine proizvodnja električne energije bila neuobičajeno visoka, što smo već objasnili u prethodnom delu teksta. Nadalje, proizvodnja investicionih dobara prešla je u Q2 u blago pozitivnu zonu međugodišnjeg rasta iako je u prethodnom kvartalu bila u međugodišnjem padu. Ovaj podatak može na prvi pogled da iznenadi budući da smo već konstatovali da je u Q2 došlo do kočenja investicione aktivnosti. Međutim, trebalo bi imati u vidu da je ovoj namenskoj grupi industrije pripada proizvodnja kompanije Fijat automobili Srbija (FAS), čije poslovanje u znatnoj meri utiče na kretanje čitave grupe, a koja nije neposredno povezana sa investicionom aktivnošću u Srbiji. U Q2 je upravo proizvodnja motornih vozila smanjila svoj međugodišnji pad sa oko 10% iz Q1 na oko 5%, što je glavni razlog zbog čega je čitava grupa proizvodnje investicionih dobara imala nešto bolji rezultat i u uslovima nešto manje investicione aktivnosti. Kod preostalih namenskih grupa, proizvodnje intermedijalnih i potrošnih dobara, nastavlja se sličan trend rasta uspostavljen u prethodnim kvartalima.

2. Privredna aktivnost

Tabela T2-6. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2016

	Međugodišnji indeksi							2015			2016		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	108,2	98,0	111,1	113,2	110,2	110,5	102,4
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	116,9	88,5	124,1	141,7	129,8	118,3	94,3
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	103,0	112,1	109,1	94,5	99,0	97,7	100,3
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,3	99,3	107,8	104,8	110,2	111,2	110,6
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	104,0	99,4	105,6	106,9	99,7	107,4	103,9

Izvor: RZS

Građevinarstvo

Građevinarstvo u Q2 usporava međugodišnji rast na oko 5%

Građevinarstvo je u Q2 ostvarilo međugodišnji rast od nešto iznad 5%. Do ove procene dolazimo na osnovu kretanja nekoliko različitih indikatora i svi ukazuju da je trend rasta građevinarstva, uspostavljen pre godinu dana, nastavljen i u Q2, ali da je znatno usporen. Prema podacima RZS-a, dodata vrednost sektora građevinarstvo uvećala se za 6% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T2-3), a toliki međugodišnji porast beleži i indeks izvedenih građevinskih radova u stalnim cenama. Uz to, kretanje broja formalno zaposlenih i prosečnih zarada u građevinarstvu takođe sugerira da ovaj sektor raste nešto sporije nego u prethodnim kvartalima. Najzad, na sličan, mada nešto povoljniji, trend građevinarstva indirektno ukazuje i nezavisni pokazatelj koji QM prati kao dodatni indikator kretanja građevinske aktivnosti – indeks proizvodnje cementa. Ovaj pokazatelj zabeležilo je međugodišnji porast od 9,8% (Tabela T2-7).

Tabela T2-7. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2016

	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	-	-	-

Izvor: RZS

Očekujemo novo ubrzanje građevinske aktivnosti do kraja godine

Iako rast građevinarstva u Q2 jeste bio nešto sporiji, smatramo da je ovo usporavanje samo privremeno. Vrlo je moguće da je do ovog usporavanja došlo zbog odlaganja investicionih projekata uoči izbora, pa da će u narednim kvartalima građevinarstvo ponovo nastaviti da raste po višim stopama. Da ovo usporavanje iz Q2 jeste privremeno dodatno potvrđuje i rast vrednosti ugovorenih građevinskih radova. Indeks vrednosti ugovorenih građevinskih radova u stalnim cenama zabeležio je međugodišnji porast od 43%, što je njegova najveća vrednost od kako građevinarstvo kontinuirano raste (Q2 2015). Iako ovaj pokazatelj nije sasvim pouzdan, smatramo da je njegova vrednost u Q2 dovoljno visoka da može biti indikator budućeg skorog porasta građevinarstva. Takođe i porast SDI i kreditne aktivnosti od sredine godine, koje po pravilu prethode rastu građevinske aktivnosti, takođe ukazuje na ubrzanje građevinarstva u narednim kvartalima. S obzirom na to da građevinarstvo čini oko pola celokupne investicione potrošnje, nastavak rasta sektora građevinarstva je važan indikator uspostavljanja visokog i održivog rasta privredne aktivnosti, zasnovane na rastu investicija i neto izvoza.

3. Zaposlenost i zarade

Podaci Ankete o radnoj snazi u Q2 2016. pokazuju značajna poboljšanja na tržištu rada. Stopa nezaposlenosti (15+) od 15,2% je dostigla najnižu vrednost od 2009. godine¹. Ostali indikatori takođe pokazuju poboljšanja: stopa aktivnosti (15+) iznosi 54,1%, što je više u odnosu na isti kvartal prethodne godine za 2,6 pp, kao i u odnosu na prosek za 2014. i 2015. godinu. Stopa zaposlenosti (15+) je porasla međugodišnje za 3,3 pp. Ukupna zaposlenost je porasla za 174 hiljade lica, odnosno 6,7%. Rast formalne zaposlenosti iznosi solidnih 2,7% što je konzistentno sa makroekonomskim i fiskalnim podacima, dok rast neformalne zaposlenosti iznosi impresivnih, ali prilično neverovatnih, 23%. Podaci o enormnom rastu neformalne zaposlenosti su prilično sumnjivi jer se ne mogu objasniti sezonskim faktorima (u poljoprivredi i dr.), a takođe su u suprotnosti sa pojačanim aktivnostima na suzbijanju sive ekonomije. Neto zarade su nominalno i realno porasle. Većina delatnosti beleži međugodišnji rast desezoniranih realnih neto zarada. Delatnosti koje pretežno pripadaju državnom sektoru beleže skroman rast zarada. Najveći rast zarada zabeležen je u sektoru poslovanja nekretninama 8,5%, potom rast od 7,6% je zabeležen u sektoru stručnih, naučnih i tehničkih delatnosti, što nije u skladu sa kretanjem bruto dodate vrednosti (BDV) koja je u istom periodu realno opala. Prerađivačka industrija beleži konstantan rast zarada. U državnom sektoru zarade su ostavarile skroman realan rast od 0,4% u administraciji do 1,2% u obrazovanju. Rast zarada u ostalim sektorima, uglavnom je u skladu sa kretanjem BDV-a.

Zaposlenost

Prema podacima ARS zabeležena su poboljšanja na tržištu rada ...

Rekordno niska vrednost stope nezaposlenosti od 15,2% ...

Prema podacima Ankete o radnoj snazi (ARS) u Q2 2016. zabeležena su značajna poboljšanja na tržištu rada i u odnosu na isti kvartal prethodne godine i u odnosu na 2015. Stopa nezaposlenosti (15+) je dostigla rekordno nisku vrednost od 15,2%, što je za 2,1 pp manje u odnosu na isti kvartal prethodne godine, 2,5 pp manja u odnosu na 2015. i čak 4 pp manja u odnosu na 2014. Stopa zaposlenosti (15+) je za 3,3 pp veća u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok je stopa aktivnosti (15+) povećana u istom periodu za 2,6 pp. Ukupan broj nezaposlenih lica prema ARS iznosi 496 hiljada, što je 8,6% manje u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok se broja aktivnih lica povećao za 4,1%. Stopa nezaposlenosti je smanjena usled pada broja nezaposlenih i rasta broja aktivnih lica. U Tabeli T3-1 prikazano je kretanje osnovnih indikatora tržišta rada u periodu 2014–Q2 2016.

Tabela T3-1. Osnovni indikatori tržišta rada (15+)

	2014	2015	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q2 2016/ Q2 2015
Stopa nezaposlenosti	19,2	17,7	19,0	17,3	16,6	17,7	19,0	15,2	-2,1
Stopa zaposlenosti	42,0	42,5	41,2	42,6	43,4	42,7	42,6	45,9	3,3
Stopa aktivnosti	51,9	51,6	50,8	51,5	52,0	51,9	52,6	54,1	2,6

Izvor: ARS, RZS

Međugodišnji rast zaposlenosti od 6,7% ...

Ukupan broj zaposlenih se povećao za 6,7%, odnosno za 174 hiljade u Q2 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. U 2015. u odnosu na 2014. zaposlenost je porasla za skromnih 0,6%. U Q2 2016. u odnosu na prosek 2014. i 2015. rast zaposlenosti iznosi 7,9% i 7,3%, respektivno. Ako pogledamo sektorskiju strukturu, broja zaposlenih se najviše povećao u sektoru usluga (101 hiljada), odnosno rast od 6,8%. Ostali sektori takođe beleže rast zaposlenosti, rast u sektoru poljoprivrede² iznosi 6%, dok u sektoru industrije iznosi 7,8%. Trend kretanja formalne i neformalne zaposlenosti je promenjen u 2016. u odnosu na 2015. Tabela T3-2 prikazuje kretanje stope neformalne zaposlenosti, promenu ukupnog broja zaposlenih, broja formalno zaposlenih i broja neformalno zaposlenih.

¹ ARS se sprovodi od 2008. godine, kada je stopa nezaposlenosti iznosila 13,6%. S obzirom na promene metodologije, podaci pre 2014. nisu uporedivi.

² Sektor poljoprivrede obuhvata delatnost A-poljoprivrede, šumarstvo i ribarstvo.

3. Zaposlenost i zarade

Tabela T3-2. Kretanje formalne i neformalne zaposlenosti 2015-Q2 2016.

	2015	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016
Stopa neformalne zaposlenost	20,4%	19,7%	19,7%	21,5%	20,4%	20,3%	22,7%
Ukupna zaposlenost - međugodišnja promena							
U hiljadama	14,80	50,50	39,50	-2,90	-28,20	66,60	173,70
U %	0,6%	2,1%	1,6%	-0,1%	-1,1%	2,7%	6,7%
Neformalna zaposlenost - međugodišnja promena							
U hiljadama	-18,6	9,30	-9,30	-34,00	-40,40	28,40	117,20
U %	-3,4%	1,9%	-1,8%	-5,7%	-7,1%	5,8%	23,0%
Formalna zaposlenost - međugodišnja promena							
U hiljadama	33,3	41,2	48,8	31,0	12,1	38,20	56,60
U %	1,7%	2,1%	2,4%	1,5%	0,6%	1,9%	2,7%

Izvor: ARS, RZS

Rast ukupne zaposlenosti od 6,7% je teško objasnjavljiv uzimajući u obzir ostala makroekonomска i fiskalna kretanja. Iako podaci ARS pokazuju da imamo rast neformalne zaposlenosti, fiskalni podaci pokazuju smanjenje sive ekonomije (videti deo Fiskalni tokovi i politika). Jedna od posledica rasta zaposlenosti od 6,7% uz rast privredne aktivnosti od 2,5-3% je i značajno smanjenje produktivnosti, što je malo verovatno s obzirom na to da je rast prvenstveno generisan proizvodnim delatnostima, a ne uslugama. Za detaljnu analizu tokova na tržištu rada, koji bi mogli da rasvetle nedoumice izazvane poslednjim podacima, neophodne su dodatna mikroekonomска istraživanja.

Formalna zaposlenost solidno raste prema ARS...

dok je rast zaposlenosti prema CROSO minimalan

Veliki rast neformalne zaposlenosti, prvenstveno u poljoprivrednim delatnostima ...

Kontrola rada na crno je pojačana, ... što je u skladu sa rastom formalna zaposlenosti, ali dovodi u pitanje enorman rast neformalne zaposlenosti

Formalna zaposlenost beleži konstantan međugodišnji rast tokom 2015. i 2016. godine. U Q1 2016. broj formalno zaposlenih je povećan za 1,9% međugodišnje, dok prema podacima Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSSO) u istom periodu broj registrovanih zaposlenih se povećao za 0,1%³. Prema podacima Ankete, broj formalno zaposlenih je povećan za 57 hiljada u Q2 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, odnosno 2,7%. Iako Anketa pokazuje nešto veći rast formalne zaposlenosti nego CROSSO, može se ocenite da su njeni podaci grubo konzistentni sa makroekonomskim i fiskalnim kretanjima.

Stopa neformalne zaposlenosti iznosi 22,7% u Q2 2016, povećana je u odnosu na isti kvartal prethodne godine za 3 pp, i u odnosu na prosek 2015., kada je iznosila 20,4%. Visok rast ukupne zaposlenosti se prema podacima Ankete prvenstveno duguje rastu neformalne zaposlenosti. Broj neformalno zaposlenih u Q2 2016. je međugodišnje povećan za 23%, odnosno 117 hiljada. Neformalna zaposlenost je skoncentrisana u sektoru poljoprivrede⁴ (64%), dok 36% neformalno zaposlenih radi u nepoljoprivrednom sektoru. Tokom prva dva kvartala 2016. imamo rast neformalne zaposlenosti, posebno u drugom kvartalu. U sektoru poljoprivrede došlo je do povećanja broja neformalno zaposlenih za 83 hiljade, odnosno za čak 26%. S druge strane sektor poljoprivrede beleži realni međugodišnji rast BDV-a od 7,1% i 4,3% u Q1 i Q2 2016., respektivno. Rast zaposlenosti u poljoprivredi je u neskladu sa rastom proizvodnje i promenama u njenoj strukturi. Ukupan rast formalne i neformalne zaposlenosti u poljoprivredi od čak 106 hiljada (rast za 20%), nije u skladu sa rastom ukupne poljoprivredne proizvodnje niti se može objasniti promenama u njenoj strukturi – rastom učešća radno intenzivnih delatnosti u poljoprivredi (povrtarstvo i dr.). Konačno, ako bi poverovali u ovako snažan rast zaposlenosti u poljoprivredi to bi za posledicu imalo veliki pad produktivnosti, što je malo verovatno. Rast poljoprivredne proizvodnje u ovoj godini posledica je rodne godine koja omogućuje visoke prinose, zbog primene moderen tehnologije, ne zahteva rast zaposlenostao za čak 20%.

Kontrola rada na crno je pojačana u 2016. Za prvi 7 meseci (zaključno sa 31. julom) broj inspekcijskih nadzora u oblasti radnih odnosa je iznosio 32.695, a toliko je iznosio i broj nadzora za celu 2015. (32.692). U periodu januar-jul 2016. u odnosu na isti period prethodne godine, inspekcija je zatekla 36% više radnika koji su bili na faktičkom radu, odnosno radu na crno. Prema izveštaju Inspektorata za rad, rad na crno je najviše zastupljen u građevinarstvu, poljoprivredi, ugostiteljstvu i trgovini. Usled sezonskog karaktera poslovanja, u ugostiteljstvu i građevinarstvu povećan je broj radnika na crno u letnjim mesecima. Inspektorat za rad najčešće zatiče nekvalifikovane

³ Poslednji dostupni podaci CROSSO su za Q1 2016.

⁴ Sektor poljoprivrede obuhvata delatnost A-poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo i deo sektora Delatnost domaćinstva kao poslodavca, koji se odnosi na poslove u poljoprivredi. Broj zaposlenih u sektoru poljoprivrede je iznosio 648,2 hiljade, dok je bez Delatnosti domaćinstva kao poslodavca koji se odnosi na poslove u poljoprivredi iznosio 522,4 hiljade u Q2 2016.

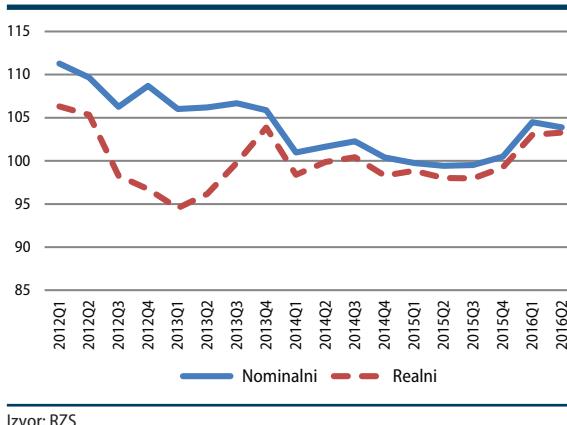
radnike, koji su često primaoci novčane socijalne pomoći ili drugih vrsta novčanih naknada i pomoći. Poslove koje obavljaju karakteriše niža produktivnost, nepovoljni uslovi rada, bez plaćenog obaveznog socijalnog osiguranja, ali često i bez redovnih zarada. Kao posledica inspekcijske kontrole, 83% radnika koji su bili na faktičkom radu su zasnovali radni odnos. Prema saopštenju Inspektorata za rad, pojačana kontrola ima za rezultat smanjenje rada na crno, što nije u skladu sa kretanjem neformalne zaposlenosti prema anketnim podacima.

Zarade

Neto zarade rastu i nominalno i realno...

U drugom kvartalu 2016. prosečne neto zarade su nominalno iznosile 46,450 RSD. Nominalni međugodišnji rast zarada iznosi 3,9%, dok je realni rast 3,3%. Nominalni rast u drugom kvartalu je nešto manji nego u prvom kvartalu, dok je realni rast za 0,3 pp veći u odnosu na prvi kvartal, što je dodatno smanjilo razliku između indeksa nominalnih i realnih zarada (videti Grafikon G3-1).

Grafikon G3-1 Međugodišnje kretanje indeksa nominalnih i realnih neto zarada, 2012-Q2 2016.

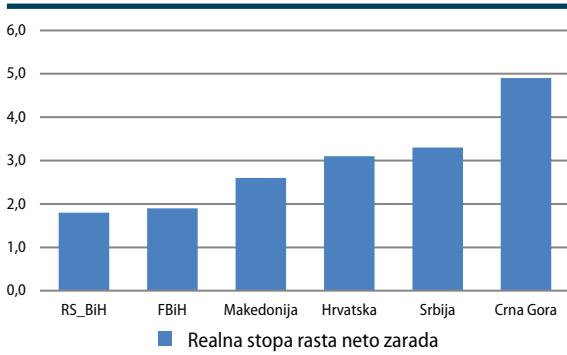


Izvor: RZS

Srbija ima među najvećom stopom rasta realnih neto zarada u poređenju sa zemljama regionala ...

Na grafikonu G3-2 su prikazane stope rasta realnih neto zarada u Srbiji, Crnoj Gori, Bosni i Hercegovini i Makedoniji.

Grafikon G3-2 Međugodišnje kretanje stopa rasta realnih neto zarada u regionu, januar-jun 2016.



Izvor: Nacionalni statistički zavodi
Napomena: Podaci za Federaciju Bosne i Hercegovine i Republiku Srpsku predstavljaju promenu jun 2016-jun 2015.

Većina delatnosti beleži međugodišnji rast realnih neto zarada...

U sektoru poslovanje nekretninama i stručne, naučne i tehničke delatnosti zarade znacajno rastu, iako realna bruto dodata vrednost opada... 2016. Najveći rast je zabeležen u delatnosti poslovanje nekretninama 8,5%, nakon čega sledi rast zarada u stručnim, naučnim i tehničkim delatnostima od 7,6%. Kretanje zarada u ova dva sektora je u neskladu sa kretanjem realne BDV. Sektor poslovanja nekretninama beleži realni međugodišnji pad BDV-a od 1%, dok stručne, naučne, tehničke, administrativne i druge pomoćne aktivnosti beleže realni pad BDV-a od 0,6% u Q2 2016. Pad zarada u sektoru građevinarstva je zabeležen tokom prva dva kvartala 2016, nakon konstatnog rasta zarada tokom 2015. (u prva tri kvartala stope rasta realnih zarada su bile dvocifrene). Realna stopa rasta BDV-a u delatnosti

nominalnih i realnih neto zarada je manja u odnosu na prvi kvartal, što je dodatno smanjilo razliku između indeksa nominalnih i realnih zarada (videti Grafikon G3-1). Rast formalne zaposlenosti od 2,7% prema Anketi i realnih neto zarada od 3,3% implicira rast fonda plata od 6,1% u Q2 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Rast fonda plata prema podacima o zaposlenosti CROSO (rast od 0,1% međugodišnje u Q1 2016) je manji i iznosi 3,1%. Realni rast poreskih prihoda od poreza na zarade i doprinos za socijalno osiguranje iznosi 2,9%, što približno odgovara rastu registrovane zaposlenosti prema CROSO i rastu prosečnih zarada.

Najnižu stopu rasta realnih zarada u regionalu ima Bosna i Hercegovina (1,8%-1,9%). Najveća stopa rasta je ostvarena u Crnoj Gori od skoro 5%. Stopa rasta zarada u Hrvatskoj je nešto manja u odnosu na stopu rasta u Srbiji, iako je Hrvatska u drugom tromesečju ostvarila realni rast BDP-a od 2,8% međugodišnje, što je za 0,8 pp veću u odnosu na Srbiju. Makedonija sa stopom rasta BDP-a od 2,2% je imala rasta zarada 2,6%. Prosečna stopa rasta zarada u predstavljenim zemljama regionala iznosi 2,9%. Stopa rasta realnih zarada u Srbiji je malo iznad proseka regionala.

Većina delatnosti beleži međugodišnji rast desezoniranih realnih neto zarada u Q2

3. Zaposlenost i zarade

Skroman rast zarada je zabeležen u državnoj upravi i odbrani, obaveznom socijalnom osiguranju i zdravstvenoj i socijalnoj zaštiti.

građevinarstva je nastavila svoj pozitivni trend zabeležen tokom 2015., i iznosila je čak 15% u Q1 2016. i 6% u Q2 2016. (međugodišnje). Prerađivačka industrija beleži rast zarada od 6,8%. Kretanje zarada u prerađivačkoj industriji je u skladu sa kretanjem ekonomskih aktivnosti u delatnosti prerađivačke industrije. Delatnosti koje pretežno pripadaju državnom sektoru beleže skroman rast zarada, 0,4% u državnoj upravi i odbrani, obaveznom socijalnom osiguranju, 0,8% u zdravstvenoj i socijalnoj zaštiti i 1,2% u obrazovanju. Međugodišnje kretanje desezoniranih realnih neto zarada u drugom kvartalu je kod većine delatnosti u skladu sa kretanjem BDV-a.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u Q2 2016. iznosi 388 miliona evra, tj. 4,6% BDP-a. Takva vrednost tekućeg deficit-a je nešto iznad nivoa iz prethodnog kvartala, kao i iznad ostvarenog nivoa u istom periodu prethodne godine, što se duguje većem robnom deficitu i višem deficitu na računu primarnog dohotka. Neto priliv na računu sekundarnog dohotka je povećan u odnosu na prethodni kvartal, pre svega usled većeg priliva doznaka, mada je niži u odnosu na isti period prošle godine. Istovremeno, suficit na računu usluga je gotovo nepromenjen u odnosu na prva tri meseca 2016, a znatnije iznad nivoa iz Q2 2015, pa je od početka godine zabeležen rast spoljnotrgovinskog deficit-a, a smanjenje u odnosu na prethodnu godinu. Porast robnog deficit-a posledica je ubrzanja rasta uvoza, dok izvoz blago usporava rast. Desezonirani podaci ukazuju da izvoz blago, a uvoz znatnije raste. I pored određenog usporavanja rasta, izvoz i dalje beleži veoma značajan međugodišnji rast, ubrzanje rasta uvoza je delom rezultat proizvodnih aktivnosti, pokrivenost uvoza izvozom je i u Q2 na visokom nivou, a odnosi razmene trenutno su izuzetno povoljni. Ipak, u narednom periodu se može očekivati viša jedinična vrednost uvoza, tj. pogoršanje odnosa razmene, što će nepovoljno uticati na spoljnotrgovinski bilans. Ostvaren je znatan priliv SDI i tokom Q2, tako da u prvoj polovini godine dostiže 840 miliona evra, tj. 5,1% BDP-a u istom periodu, a očekuje se da će u 2016. premašiti nivo tekućeg deficit-a. Priliv kapitala tokom Q2 je skroman jer predstavlja neto rezultat priliva SDI, sa jedne strane, i odliva portfolio i ostalih investicija, sa druge strane. Iako su ostvareni i istaknuti pojedini dosadašnji povoljni rezultati u domaćoj ekonomiji, treba imati u vidu da će krajnji uspeh u ostvarivanju ciljeva bitno zavisiti od daljih odluka i mera ekonomske politike, koje će između ostalog opredeliti uspešnost privlačenja stranog kapitala u trenutno turbulentnom međunarodnom okruženju, kao i dalje restrukturiranje domaće privrede ka većoj proizvodnji dobara za izvoz.

Deficit tekućeg računa u Q2 u blagom porastu...

...usled porasta robnog deficit-a...

...kao i deficit-a na računu primarnog dohotka

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u Q2 2016. iznosi 388 miliona evra (4,6% BDP-a). Takva vrednost tekućeg deficit-a je nešto iznad nivoa iz prethodnog kvartala (kada je iznosio 3,1% BDP-a), kao i iznad ostvarenog nivoa u istom periodu prethodne godine (3,3% BDP-a, Tabela T4-1).

Međugodišnje posmatrano (u poređenju sa Q2 2015), viši nivo deficit-a tekućeg računa duguje se većem robnom deficitu, višem neto odlivu na računu primarnog dohotka¹ i manjem neto prilivu na računu sekundarnog dohotka². Istovremeno, povećan je suficit na računu usluga, koji je nadomestio i premašio rast robnog deficit-a, tako da je zabeleženo međugodišnje smanjenje spoljnotrgovinskog deficit-a.

Kada poređimo vrednosti zabeležene u Q2 2016. sa vrednostima iz prva tri meseca 2016, viši nivo tekućeg deficit-a prvenstveno se duguje većem deficitu na računu primarnog dohotka, kao i određenom uvećanju robnog deficit-a (zbog ubrzavanja rasta uvoza). Sa druge strane, primetan je porast priliva na računu sekundarnog dohotka, dok je suficit na računu usluga gotovo nepromenjen (Tabela T4-1).

Rast robnog deficit-a usled ubrzavanja rasta uvoza....

... dok izvoz blago usporava rast

Tokom Q2 2016. ostvaren je robni deficit u iznosu od 916 miliona evra (10,7% BDP-a) i za 1,3 pp BDP-a je iznad deficit-a ostvarenog u istom periodu prethodne godine, a za 1,4 pp BDP-a iznad nivoa iz Q1 2016. Ovaj porast robnog deficit-a posledica je ubrzanja rasta uvoza, dok izvoz blago usporava rast. Naime, u Q2 izvezeno je robe u vrednosti od 3.304 miliona evra (38,7% BDP-a), što je za 3,5 pp BDP-a iznad vrednosti iz Q2 2015, a za 1 pp iznad vrednosti ostvarene u prva tri meseca 2016. Uvoz je u porastu i u Q2 2016. iznosi 4.220 miliona evra (49,4% BDP-a). Tako je nivo uvoza za 4 pp BDP-a iznad nivoa ostvarenog u Q2 prethodne godine, a za skoro 2 pp BDP-a je iznad nivoa iz prethodnog kvartala (Q1 2016). Blago pogoršanje robnog bilansa moglo bi dodatno da se produbi ukoliko bi domaća potrošnja u Srbiji u narednom periodu rasla brže od rasta BDP. Istovremeno je tokom Q2 na računu usluga ostvaren znatniji suficit (188

¹ Ova stavka u platnom bilansu obuhvata naknade za zaposlene, dividende, reinvestiranu dobit, kamate i druge dohotke od faktora proizvodnje.

² Ova stavka u platnom bilansu obuhvata doznake, donacije i druge vrste transfera.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

miliona evra), što je za skoro 1 pp BDP-a iznad suficita iz Q2 prethodne godine. Time, deficit robe i usluga je na nivou od 729 miliona evra (8,5% BDP-a) i za 0,4 pp BDP-a je niži od prošlogodišnjeg (Tabela T4-1).

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2014	2015	2015						2016	
			Q1		Q2		Q3		Q4	
			u milionima evra							
TEKUĆI RAČUN	-1.985	-1.577	-511	-279	-343	-445	-246	-388		
Roba	-4.111	-3.993	-1.046	-872	-895	-1.180	-750	-916		
Izvoz robe	10.641	11.357	2.601	2.997	2.882	2.877	2.955	3.304		
Uvoz robe	14.752	15.350	3.648	3.869	3.777	4.057	3.705	4.220		
Usluge	465	725	136	114	215	260	182	188		
Prihodi	3.810	4.273	927	1.004	1.167	1.175	992	1.068		
Rashodi	3.344	3.548	791	890	952	915	810	880		
Primarni dohodak	-1.343	-1.658	-296	-468	-491	-402	-348	-554		
Prihodi	642	682	144	203	165	170	142	182		
Rashodi	1.985	2.340	441	671	656	572	490	736		
Sekundarni dohodak	3.003	3.349	695	948	828	877	670	895		
Prihodi	3.400	3.795	789	1.060	946	1.000	772	1.010		
Rashodi	397	446	93	112	117	123	102	115		
Lični transferi, neto ¹⁾	2.442	2.671	568	758	665	680	521	735		
od čega: Doznaće radnika	1.863	2.077	437	605	523	512	379	577		
KAPITALNI RAČUN- neto	7	-18	4	-1	1	-22	5	-4		
FINANSIJSKI RAČUN	-1.705	-1.205	-427	-139	-243	-396	-90	-303		
Direktne investicije- neto	-1.236	-1.804	-339	-441	-510	-514	-344	-496		
Portfolio investicije	-369	289	-474	341	105	317	363	331		
Finansijski derivati	-6	2	2	4	-7	3	0	2		
Ostale investicije	1.703	141	273	-11	-131	10	728	176		
Ostali vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0		
Gotov novac i depoziti	830	-218	69	79	-133	-233	318	20		
Krediti	757	230	221	-39	-48	97	286	251		
Centralna banka	574	153	57	55	26	15	12	7		
Depozitne institucije osim centralne banke	795	434	100	103	10	222	90	197		
Država	-728	-464	63	-220	-86	-221	30	22		
Ostali sektori	115	107	0	23	2	82	154	26		
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	0	0	0	0	0	0	0	0		
Trgovinski krediti i avansi	116	129	-17	-51	50	146	123	-95		
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0		
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0		
Devizne rezerve	-1.797	166	111	-32	300	-213	-836	-317		
GREŠKE I PROPUSTI- neto	273	390	80	141	99	70	150	90		
PRO MEMORIA					u % BDP-a					
Bilans tekućih transakcija	-5,9	-4,8	-6,8	-3,3	-4,0	-5,2	-3,1	-4,6		
Bilans robne razmene	-12,3	-12,1	-13,9	-10,2	-10,4	-13,9	-9,6	-10,7		
Izvoz robe	31,8	34,3	34,6	35,2	33,6	33,8	37,7	38,7		
Uvoz robe	44,1	46,3	48,5	45,4	44,0	47,6	47,3	49,4		
Bilans robe i usluga	-10,9	-9,9	-12,1	-8,9	-7,9	-10,8	-7,2	-8,5		
Lični transferi - neto	7,3	8,1	7,6	8,9	7,8	8,0	6,6	8,6		
BDP u evrima ²⁾	33.419,8	33.138,9	7.520,2	8.522,4	8.578,5	8.517,8	7.839,3	8.534,6		

Napomena: Platni bilans Republike Srbije je usklađen sa međunarodnim smernicama sadržanim u Priručniku za izradu platnog bilansa br. 6 MMF-a (BPM6).

Izvor: NBS.

1) Lični transferi predstavljaju tekuće transfere između rezidentnih i nerezidentnih domaćinstava.

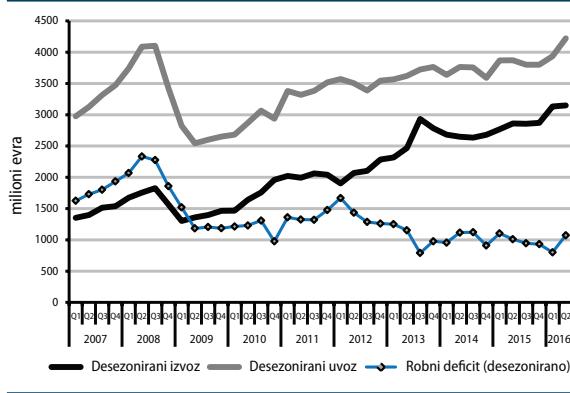
2) Kvartalne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

**Na osnovu
desezoniranih
podataka izvoz gotovo
stagnira, a uvoz raste...**

Kada posmatramo desezonirane podatke (izvoz robe, uvoz robe i robni deficit, v. Grafikon T4-2) izvoz gotovo stagnira u odnosu na prethodni kvartal (rast desezoniranog izvoza iznosi 0,5%), dok se beleži rast uvoza od 7,3% u odnosu na vrednost iz prethodnog kvartala. To je uticalo na preokretanje trenda smanjenja robnog deficit (njihove razlike), koji je po desezoniranim vrednostima beležen u pet uzastopnih kvartala. Naime, u Q2 2016 ovako posmatran robni deficit je za 33,9% viši u odnosu na nivo iz Q1 2016 (Grafikon T4-2).

**Međugodišnje
posmatrano rast
tekućeg deficit-a**

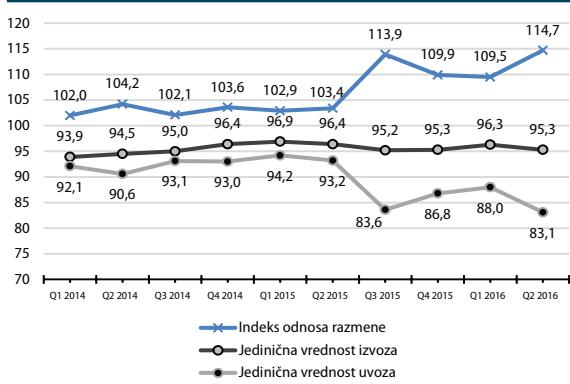
**Grafikon T4-2. Srbija: desezonirani izvoz i
uvoz, kvartalno, 2007-2016**



Izvor: NBS, RZS, QM

**Veoma povoljni odnos
razmene**

**Grafikon T4-3. Međugodišnji indeksi odnosa
razmene, 2014-2016**



Izvor: RZS, QM

baze kod uvoznih cena, čak pri nepromenjenim cenama energenata, a njen veći rast usled eventualnog porasta svetskih cena ovih proizvoda. To će, pri ostalim nepromenjenim okolnostima voditi povećanju spoljnotrgovinskog deficit-a. Stoga je važno da se ekonomskim politikama podstiče rast izvoza, kako bi se većim izvozom nadomestio negativan efekat verovatnog skorijeg pogoršanja odnosa razmene na spoljnotrgovinski bilans.

Tokom Q2 neto prihod na računu sekundarnog dohotka 10,5% BDP-a...
... a neto rashod na računu primarnog dohotka dostiže 6,5% BDP-a

Skroman priliv kapitala...

Na računu sekundarnog dohotka tokom Q2 zabeležen je neto prihod od 895 miliona evra (10,5% BDP-a), koji je na nešto nižem nivou posmatrano u odnosu na prethodnu godinu (11,1% BDP-a). U odnosu na prethodni kvartal podaci ukazuju na viši nivo neto prihoda na računu sekundarnog dohotka kao posledica višeg nivoa priliva ličnih transfera (doznaka), što delom može biti pod uticajem sezonskih faktora. Ipak, i po isključenju sezone podaci ukazuju da je neto priliv ličnih transfera za 3,9% viši u Q2 u poređenju sa Q1 2016. Lični transferi u Q2 2016. iznose 735 miliona evra (8,6% BDP-a), od kojih 577 miliona čini priliv po osnovu doznaka radnika (6,8% BDP-a, v. Tabelu T4-1). Na računu primarnog dohotka zabeležen je neto odliv u iznosu od 554 miliona evra i čini čak 6,5% kvartalne vrednosti BDP-a. Takav nivo je iznad prošlogodišnjeg, a čak i iznad nivoa iz prethodnog kvartala, pre svega usled rasta rashoda po osnovu SDI³.

U Q2 2016. zabeležen je skroman priliv kapitala od 76 miliona evra⁴ (Tabela T4-1). To je posledica odliva portfolio investicija (331 miliona evra) i ostalih investicija (176 miliona evra), sa jedne strane i zabeleženog priliva SDI od 496 miliona evra u neto iznosu, sa druge strane. Manji odliv, od 2 miliona evra, zabeležen je na računu Finansijski derivati. Odliv po osnovu portfolio investicija verovatno je posledica povećane neizvesnosti koja je vezana za period održavanja izbora.

U Q2 2016. u poređenju sa istim kvartalom prethodne godine tekući deficit je značajno viši. To se duguje povećanju robnog deficit-a, usled ubrzanja rasta uvoza. Izvoz je za 10,2% iznad vrednosti iz Q2 prethodne godine, dok uvoz beleži rast od 9,1%, pa je robni deficit porastao za 5,1%. Kako je suficit na računu usluga tokom Q2 2016 za 65% viši od nivoa iz Q2 2015, deficit spoljnotrgovinskog računa smanjen je za 3,9% u istom periodu. Istovremeno, deficit na računu primarnog dohotka viši je za 18,4%, dok je neto priliv na računu sekundarnog dohotka opao za 5,6% (gde je neto priliv po osnovu ličnih transfera manji za 3,1% međugodišnje).

Tokom Q2 2016. pokrivenost uvoza izvozom iznosi 78%. Iako je to i dalje visok procenat, nešto je niži u poređenju sa prethodnim kvartalom (80%), i pored znatnijeg poboljšanja odnosa razmene. Relativni odnos izvoznih i uvoznih cena, tj. indeks odnosa razmene, dostiže rekordno visoku vrednost od 114,7 (Grafikon T4-3). Kao i u prethodnim kvartalima, posebno od početka 2015. godine, rast indeksnih vrednosti pre svega se duguje međugodišnjem smanjenju jedinične vrednosti uvoza i u dominantno je posledica veoma niske cene energenata u svetu. Međutim, u narednom periodu se može očekivati viša jedinična vrednost uvoza usled niske

³ Najveći rashodi u Q2 su zabeleženi u okviru pozicija Dividende i isplate dohotka kvazi pravnih lica (224 miliona evra) i Reinvestirana dobit (255 miliona evra).

⁴ 72 miliona evra sa računom Greške i propusti.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

...neto rezultat znatnijeg priliva stranih direktnih investicija i odliva po osnovu portfolio i ostalih investicija

Nakon značajnog iznosa u Q1 2016., u Q2 zabeležen je čak nešto viši priliv SDI. U najvećoj meri SDI u Q2 su bile usmerene u prerađivačku industriju, finansijski sektor, građevinarstvo, trgovinu, saobraćaj i telekomunikacije⁵. Tako su SDI u prvoj polovini godine dostigle 840 miliona evra, tj. 5,1% BDP-a, i za 7,7% su iznad priliva neto SDI tokom prvih šest meseci 2015. Očekujemo da će priliv SDI biti na visok i do kraja godine, tako da u 2016. godini bude iznad nivoa tekućeg deficitia. Ipak, treba imati u vidu da će u narednom periodu priliv kapitala, a time i SDI, u velikoj meri biti pod uticajem dešavanja u međunarodnom okruženju, koje je dosta turbulentno. Povoljan uticaj na priliv stranog kapitala ima aranžman sa Međunarodnim monetarnim fondom, MMF-ova povoljna ocena prethodnih rezultata, kao i povećan kreditni rejting u junu prema agenciji *Fitch Ratings*⁶. U prethodnom periodu smanjena je premija rizika Srbije merena EMBI indeksom, koji trenutno iznosi 245 bp (EMBI je smanjen za 40 bp u Q2, za dodatnih 15 bp u julu, a zabeleženo je i dalje smanjenje u avgustu)⁷.

U okviru ostalih investicija zabeleženo je razduživanje po osnovu kredita (251 miliona evra), smanjenje iznosa na računu *Gotov novac i depoziti* (za 20 miliona evra), kao i povećanje nivoa trgovinskih kredita (95 miliona evra). Po osnovu kredita, tokom Q2 najviše su se razdužile depozitne institucije (197 miliona evra). Javni sektor se razdužio za 22 miliona evra, a privreda za 26 miliona evra, dok je razduživanje NBS iznosilo 7 miliona evra.

Smanjenje nivoa deviznih rezervi u Q2 praćeno povećanjem u julu

Kumulativan pad deviznih rezervi tokom Q2 iznosi 317 miliona evra, da bi u julu bio zabeležen njihov porast. Tokom Q2 NBS je intervenisala neto prodajom 255 miliona evra na međubankarskom deviznom tržištu, a u julu kupovinom 355 miliona evra. Tokom Q2 odliv iz deviznih rezervi najvećim delom je nastao usled intervencija NBS prodajom deviza na međubankarskom deviznom tržištu, smanjenja devizne obavezne rezerve banaka i plaćanja obaveza prema inokreditorima, kao i izmirenja obaveza Srbije na ime stare devizne štednje. Veći priliv u devizne rezerve NBS ostvaren je po osnovu hartija od vrednosti Republike Srbije denominovanih u evrima na domaćem finansijskom tržištu, zatim po osnovu donacija i korišćenja kredita. U julu najveći deo priliva je ostvaren po osnovu intervencija Narodne banke Srbije na međubankarskom deviznom tržištu kupovinom deviza (355 miliona evra) koji je bio znatno veći od realizovanog odliva iz deviznih rezervi⁸.

Na nivou 2016 procenjujemo da će tekući deficit biti na nešto nižem nivou od prošlogodišnjeg. Ipak, u drugoj polovini godine očekujemo da će u pravcu povećanja tekućeg deficitia uticati verovatan dalji oporavak uvoza, isčešavanje efekta niskih cena energenata, tj. narušavanje trenutno veoma povoljnog odnosa razmene. Sa druge strane, očekujemo povoljne efekte rasta proizvodnje i izvoza kao posledica prethodnih ulaganja u industrijske kapacitete u Srbiji.

Izvoz

Izvoz usporava rast, sa 11,0% iz Q1 na 8,9% u Q2...

...a usporavanje posebno izraženo u julu

Tokom Q2 2016. godine ukupno je izvezeno robe u vrednosti od 3,48 milijardi evra. U odnosu na Q2 2015. godine to čini povećanje od 8,9%. Ipak, izvoz usporava rast u odnosu na prethodni kvartal (kada je zabeležen rast od 11,0% međugodišnje, v. Tabelu T4-4), a usporavanje se nastavlja i posebno je izraženo u julu - kada je izvezena vrednost za samo 1,8% iznad prošlogodišnje. Ipak, ovako nizak međugodišnji rast izvoza u julu može biti privremen i posledica nekih specifičnih okolnosti. Na izvozni rezultat povoljno je uticala realna deprecijacija dinara započeta krajem prethodne godine, a nepovoljno i dalje relativno niže cene pojedinih primarnih izvoznih proizvoda. U daljem periodu će vrednost izvoza zavisiti od kretanja svetskih cena primarnih poljoprivrednih proizvoda, od ovogodišnje poljoprivredne sezone, od dalje dinamike oporavka domaće proizvodnje i oporavka zemalja evrozone. Povoljan uticaj na izvoz će imati odloženi efekat slabljenja domaće valute.

⁵ Izveštaj o inflaciji, NBS, avgust 2016, str. 19.

⁶ NBS.

⁷ Isto.

⁸ <http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/showContent.html?id=9640&konverzija=no>,
<http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/showContent.html?id=9786&konverzija=no>,
<http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/showContent.html?id=9890&konverzija=no>,
<http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/showContent.html?id=10026&konverzija=no>.

U Q2 2016. Za razliku od prethodnog kvartala, gde je ostvaren međugodišnji rast izvoza kod svih proizvodnih grupa, o čemu smo pisali u prethodnom broju QM-a, u Q2 2016. kod dve grupe (*Energija i Ostali izvoz*) zabeleženo je smanjenje nivoa izvoza u poređenju sa Q2 prethodne godine. Iako se kod svih ostalih grupa proizvoda u Q2 2016. beleži međugodišnji rast izvezene vrednosti, taj rast usporava u odnosu na Q1 2016 (sa izuzetkom izvoza *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* gde je međugodišnja stopa rasta ista u Q1 i Q2), a usporavanje se nastavlja kod svih i još je izrazitije u julu (Tabela T4-4).

...kod ostalih grupa izvoz usporava rast

Ukupan izvoz u julu je zabeležio rast od samo 1,8% međugodišnje

U posmatrana četiri meseca (u Q2 i julu) najveći rast izvezene vrednosti zabeležen je kod *Kapitalnih proizvoda bez drumskih vozila* i kod *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*. Bitniji rast izvoza tokom Q2 je ostvaren kod *Intermedijarnih dobara* (11% međugodišnje), mada primetno usporava u julu (rast od 3% međugodišnje). Izvoz *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* je u Q2 bio za 10,7% viši u poređenju sa istim periodom prethodne godine, da bi u julu bio za 4,7% ispod prošlogodišnjeg nivoa. Vrednost izvoza *Energije* u Q2 i julu u poređenju sa istim periodima prešle godina niža je za 7,3% i 33%, respektivno, a razlog za to su što se ovogodišnji izvoz, koji ima nisku sezonsku vrednost usled remonta energetskih objekata poredi sa visokim izvozom iz prethodne godine, u toku koje je remont obavljen na samom početku godine. U julu međugodišnje smanjenje zabeleženo je i kod *Trajnih proizvoda za široku potrošnju*, kao i kod robe svrstane u *Ostalo*. Usled ovakvog kretanja izvoza posmatranih proizvodnih grupa, ukupan izvoz u julu je zabeležio rast od samo 1,8% međugodišnje.

U Q2 ostvaren je manji rast izvoza drumskih vozila (2,5%), dok je vrednost izvoza ovih proizvoda u julu ispod prošlogodišnjeg (-2,7%). Tako je rast ukupnog izvoza i kapitalnih proizvoda niži nego njihov rast po isključenju drumskih vozila (Tabela T4-4).

Tabela T4-4. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2014-2016

	Učešće u ukupnom izvozu u			2016			2015				2016		
		2014	2015	Q1	Q2	jul	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	jul
u %												u %	
Ukupno	100,0	11.159	12.041	3.079	3.479	1.114	5,2	11,1	8,8	6,0	11,0	8,9	1,8
Ukupno bez drum. vozila	88,3	9.621	10.630	2.682	3.049	1.015	6,1	15,2	12,1	8,0	13,5	9,9	2,3
Energija	2,8	414	342	77	100	27	-36,1	-16,0	-0,9	-17,8	24,7	-7,3	-33,0
Intermedijarni proizvodi	33,9	3.687	4.084	1.048	1.199	390	0,9	13,3	12,8	15,7	13,7	11,1	3,0
Kapitalni proizvodi	25,4	2.877	3.064	835	921	248	5,8	4,2	5,4	12,3	9,8	9,2	3,9
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	13,7	1.340	1.653	438	491	150	12,7	24,0	26,2	31,9	25,8	15,9	8,7
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,5	586	664	156	187	59	8,6	15,2	19,8	9,6	18,0	10,7	-4,7
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	23,7	2.614	2.848	721	798	287	12,3	13,5	6,5	4,8	13,9	13,9	7,6
Ostalo	8,6	981	1.040	242	275	103	19,6	32,7	7,2	-27,5	-8,5	-6,8	-4,2

Izvor: RZS

Uvoz

Uvoz znatnije ubrzava rast u Q2, a zatim naglo usporava u julu

Uvoz robe je u Q2 2016 iznosio 4,53 milijardi evra, što je za 8,7% više u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T4-5). Ubrzanje rasta uvoza je posledica rasta potrošnje domaćinstava, kao i investicija i proizvodne aktivnosti⁹.

Osim kod *Energije* i *Trajnih proizvoda za široku potrošnju*, zabeležen je međugodišnjeg rast uvoza svih ostalih grupa proizvoda. Za razliku od Q2, podaci RZS-a za jul ukazuju da je uvoz svih uvoznih komponenti osim neklasifikovanog uvoza na nižem nivou u poređenju sa julom prethodne godine¹⁰.

Verovatan dalji oporavak uvoza

Međugodišnje smanjenje uvoza *Energija* iznosi 16,4% u Q2 i 13,0% u julu. Taj pad vrednosti uvoza energetskih proizvoda isključivo se duguje veoma niskim cenama *Energije* na svetskom tržištu, koje su u evrima u Q2 bile za 28%, a u julu za 19% ispod cena iz istog perioda 2015, dok je uvezena količina veća za 16% tokom Q2, odnosno 7% u julu. Kako su cene energije započele

⁹ V. deo Privredna aktivnost u ovom broju QM-a.

¹⁰ Mesečni podaci se objavljaju na način da se bitan deo uvezenih proizvoda prvobitno stave u grupu Neklasifikovano po nameni EU (u Tabeli T4-5 je to stavka *Ostalo*), da bi se naknadno izvršila njihova klasifikacija. Iz tog razloga očekujemo da će doći do promene vrednosti uvoza po komponentama i zato u ovom broju nećemo detaljnije analizirati uvoz u julu po proizvodnim grupama. O ovome i o potrebi češćih objava revidiranih podataka izvoza i uvoza smo pisali u prethodnim brojevima QM-a (v. npr. QM43).

4. Platni bilans i spoljna trgovina

izraženiji pad u Q2 2015., koji je nastavljen u Q3, da bi na kraju 2015. dostigle izuzetno nizak nivo, očekujemo da će se efekat niske baze iscrpeti u naredna dva kvartala, što će dalje doprineti rastu vrednosti uvoza.

U Q2 uvoz *Intermedijarnih proizvoda, Kapitalnih proizvoda i Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* je iznad prošlogodišnje vrednosti respektivno za 6,0%, 3,8% i 6,1%. To može ukazivati na određeno povećanje tražnje za proizvodima kao posledice rasta domaće proizvodne aktivnosti. Istovremeno, ostvaren je visok rast uvoza proizvoda svrstanih u ostali uvoz koji iznosi 47,6% međugodišnje. Sa druge strane, uvezena vrednost *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* je za 5,3% ispod prošlogodišnje.

U narednom periodu sa jedne strane očekuje se nastavak rasta uvoza po osnovu povećanja domaće tražnje koja beleži oporavak. Da bi se nastavilo sa smanjivanjem spoljnog deficit-a neophodno je da rast domaće tražnje bude nešto sporiji od rasta BDP, a da u okviru tražnje najviše rastu investicije usmerene u izvozni sektor. Takođe, i ako ne dođe do rasta cene energetika, na porast uvoza će uticati niske prošlogodišnje cene. Sa druge strane, zabeležena je manja realna deprecijacija dinara od početka godine, koja se eventualno može odraziti na smanjenje uvoza u narednom periodu.

Tabela T4-5. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2014-2016

	Učešće u ukupnom uvozu u	2014		2015		2016			2015			2016		
		Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q1	Q2	Q3
		u %		u milionima evra		u %		u %		u %		u %		u %
Ukupno	100,0	15.490	16.388	3.981	4.525,7	1.384,6	8,7	5,4	2,2	6,7	2,7	8,7	0,5	
Energija	11,4	2.180	1.873	341	382	114	-2,4	-8,2	-24,6	-22,2	-31,7	-16,4	-13,0	
Intermedijarni proizvodi	33,7	5.156	5.526	1.266	1.457	463	2,4	6,0	7,4	13,5	5,4	6,0	-8,0	
Kapitalni proizvodi	24,6	3.757	4.024	792	1.086	316	14,0	3,2	-3,3	-1,9	-15,2	3,8	-7,9	
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,5	328	416	80	98	28	24,9	40,6	15,7	19,9	-14,3	-5,3	-9,0	
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,3	2.360	2.512	517	628	197	9,4	4,8	-0,2	1,7	-7,9	6,1	-4,5	
Ostalo	12,4	1.709	2.037	985	875	267	23,9	17,2	32,7	42,1	68,2	47,6	63,2	
Uvoz bez energije	88,6	13.311	14.514	3.640	4.144	1.271	10,6	7,3	6,9	11,5	7,8	11,7	1,9	

Izvor: RZS

Zbir vrednosti uvoza *Intermedijarnih i Kapitalnih proizvoda* je u Q2 2016. za 5,1% iznad vrednosti iz Q2 2015. Istovremeno, uvoz potrošnih dobara (zbir vrednosti uvoza *Trajni i Netrajni proizvodi za široku potrošnju*) je za 4,4% iznad prošlogodišnjeg, što sugerise da je rast uvoza u Q2 upravo podstaknut kako rastom proizvodnje, tako i oporavkom potrošnje. Ipak, prema nešto drugačijoj klasifikaciji koju takođe objavljuje RZS (klasifikacija po opštim ekonomskim kategorijama - BEC), u Q2 je uvoz opreme porastao za 1,2%, uvoz reprodukcionih dobara je ostao skoro nepromenjen u poređenju sa Q2 prethodne godine (stopa od -0,1%), dok je uvoz potrošnih dobara viši za 10% međugodišnje. U strukturi uvoza prema navedenoj klasifikaciji od početka godine najviše su zastupljena reprodukciona dobra (48%), zatim roba za široku potrošnju (17%), i oprema (10,5%). Ipak, međugodišnje posmatrano u prvih sedam meseci 2016 (period januar-jul), uvezena roba za reprodukciju i oprema su za 5,4% i 4,3% ispod vrednosti iz istog perioda 2015., respektivno. Uvoz potrošnih dobara u ovom periodu je na prošlogodišnjem nivou (dok jedino neklasifikovana roba po BEC nameni beleži znatan rast od 109,3%).

Ovde ističemo da će rast uvoza u narednom periodu biti opravдан ako najvećim delom bude u funkciji rasta proizvodnje (zapravo, ako i dođe do porasta uvozne robe namenjene potrošnji, taj porast bi trebalo da bude sporiji od onoga za proizvodnju). Pri tome, rast uvoza namenjen rastu proizvodnje bi bio posebno povoljan ako bi dalje doveo do rasta izvoza.

Spoljni dug

Spoljni dug na kraju marta 2016. 25.926 miliona evra, tj. 77,5% BDP-a

Tokom Q1 smanjenje spoljnog duga za 447 miliona evra...

...dominantno posledica smanjenja spoljne zaduženosti javnog sektora

U odnosu na kraj marta 2015, spoljni dug je niži za 680 miliona evra...

... najvećim delom posledica razduživanja privatnog sektora

Spoljni dug na kraju marta 2016. godine iznosi 25.926 miliona evra (77,5% BDP-a, Tabela T4-6).

U odnosu na stanje na kraju 2015. godine, tokom Q1 2016. zabeleženo je smanjenje iznosa spoljnog duga za 447 miliona evra. Od toga, smanjenje spoljne zaduženosti javnog sektora iznosi 363 miliona evra, dok je privatni sektor smanjio nivo dugovanja prema inostranstvu za 84 miliona evra. Dok se prethodnih godina razduživao privatni sektor, a javni zaduživao u prvoj polovini ove godine, došlo je do preokreta – javni sektor se razdužuje znano više od privatnog. Da bi se stvorio prostor za rast zaduživanja privatnog sektora, neophodno je da se nastavi sa razduživanjem javnog u narednim godinama – presudan uslov za to je nastavak smanjivanja fiskalnog deficitia.

Po osnovu dugoročnog duga privatni sektor se razdužio za 122 miliona evra, dok je kratkoročni dug viši za 38 miliona evra u odnosu na stanje tri meseca ranije. Po osnovu dugoročnog duga banke su se razdužile za 145 miliona evra, dok se privreda zadužila za 23 miliona evra. Porast nivoa kratkoročnog duga u odnosu na decembar za 38 miliona evra, posledica je višeg nivoa kratkoročnog duga banaka (za 51 miliona evra) sa jedne strane, i nižeg nivoa ovog duga privrede (za 13 miliona evra).

U odnosu na kraj marta prethodne godine, spoljni dug je niži za 680 miliona evra, što je najvećim delom posledica razduživanja privatnog sektora. Privatni sektor se u ovom periodu od godinu dana razdužio za 562 miliona evra. Razduživanje po osnovu dugoročnog duga iznosi 763 miliona evra, od čega su se banke razdužile za 476 miliona evra, a privreda za 288 miliona evra. Kratkoročni dug na kraju marta 2016 je za 201 miliona evra veći u odnosu na stanje godinu dana ranije. Banke su povećaj iznos duga po osnovu kratkoročnih kredita za 128 miliona evra, a preduzeća za 73 miliona evra.

Tabela T4-6. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2013–2016

	2013	2014				2015				2016 Mar.
		Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
stanja, u milionima evra, kraj perioda										
Ukupan spoljni dug (U % BDP-a) ⁴⁾	25.644 74,8	25.497 74,5	25.144 73,8	26.171 77,5	25.679 76,8	26.606 80,7	26.408 80,3	26.216 79,7	26.374 79,6	25.926 77,5
Javni spoljni dug ¹⁾ (U % BDP-a) ⁴⁾	13.120 38,3	12.922 37,8	12.750 37,4	13.828 40,9	14.145 42,3	15.050 45,6	14.875 45,2	14.889 45,2	15.296 46,2	14.933 44,6
Dugoročni od čega MMF	13.120 697	12.922 515	12.750 333	13.828 247	14.140 152	15.045 108	14.870 51	14.884 29	15.296 15	14.933 7
specijalna prava vučenja										
Kratkoročni	0 434	0 436	0 439	0 455	0 463	0 498	0 487	0 485	0 493	0 483
Privatni spoljni dug ²⁾ (U % BDP-a) ⁴⁾	12.525 36,5	12.575 36,7	12.394 36,4	12.343 36,5	11.534 34,5	11.556 35,0	11.533 35,1	11.327 34,4	11.078 33,4	10.994 32,9
Dugoročni od čega banke	12.328 3.219	12.435 3.029	12.241 2.923	12.227 2.766	11.441 2.503	11.403 2.388	11.361 2.279	11.124 2.268	10.762 2.057	10.640 1.912
od čega privreda	9.108 1.108	9.405 9.405	9.317 9.459	9.459 8.935	9.012 8.935	9.079 8.935	9.079 8.852	8.852 8.702	8.702 8.724	
od čega ostali	1 196	2 139	2 153	2 116	3 94	3 153	3 171	4 203	4 316	4 353
Kratkoročni od čega banke	171 25	115 25	128 26	89 27	57 37	110 43	126 45	151 53	186 129	237 116
od čega privreda										
Neto spoljni dug ³⁾ , (U % BDP-a) ⁴⁾	42,2	44,0	44,1	45,3	47,2	48,8	49,0	47,7	48,3	49,1

Napomena: Spoljni dug Republike Srbije obračunava se po principu „dospelog duga“, koji obuhvata iznos duga po glavnici i iznos obračunate kamate koja nije plaćena u momentu ugovorenog dospeća.

Izvor: NBS, QM

1) Spoljni dug javnog sektora Republike Srbije obuhvata dug države (u koji je uključen dug Kosova i Metohije po kreditima koji su zaključeni pre dolaska misije KFOR-a, neregulisan dug prema Libiji i klinički dug prema bivšoj Čehoslovačkoj), Narodne banke Srbije, lokalne samouprave, fondova i agencija koje je osnovala država i dug za koji je izdata državna garancija.

2) Spoljni dug privatnog sektora Republike Srbije obuhvata dug banaka, preduzeća i ostalih sektora, za koji nije izdata državna garancija. Spoljnim dugom privatnog sektora nisu obuhvaćeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (976,3 miliona evra, od čega se 422,4 miliona evra odnosi na domaće banke, a 553,9 miliona evra na domaća preduzeća).

3) Ukupni spoljni dug umanjjen za devizne rezerve NBS.

4) Koristi se zbir vrednosti BDP-a posmatranog kvartala i prethodne tri kvartalne vrednosti BDP-a.

5. Cene i devizni kurs

Inflacija je u Q2 i u julu i avgustu nastavila da se kreće ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja Narodne banke Srbije. Na kraju Q2 ona je dostigla nisku vrednost od 0,3%, dok je u julu porasla na i dalje niskih 1,2%, gde se zadržala i u avgustu. Može se očekivati da će glavni faktori koji su u dužem prethodnom periodu delovali dezinflatorno (pad cena energenata i primarnih proizvoda na svetskom tržištu, niska agregatna tražnja) u narednom periodu delovati inflatorno (efekat niske baze). Od početka godine uočava se slab trend rasta svetskih cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda i ako se bude nastavio, on može postati značajan eksterni inflatorni faktor. Rast agregatne tražnje i korekcija regulisanih cena su najvažniji domaći potencijalni inflatorni faktori koji bi mogli da približe inflaciju granicama cilja. Kurs dinara trenutno ima neutralni inflatorni efekat, budući da je već nekoliko meseci praktično fiksiran na nešto iznad 123 dinara za evro. Noseća inflacija takođe se nalazi ispod donje granice cilja NBS, njeno kretanje je stabilnije od kretanja ukupne inflacije i u avgustu iznosi 1,8%, međugodišnje. Narodna banka Srbije je u Q2 u znatnoj meri intervenisala na strani neto prodaje deviza s ciljem ublažavanja deprecijacije dinara (u aprilu je čak došlo do promene trenda), dok je u julu intervenisala na strani kupovine deviza kako bi ublažila veću aprecijaciju. Niska i stabilna inflacija predstavlja dobar rezultat ali česta deflacija je loša po privredni rast – inflacija bi trebalo da bude i stabilna i što bliža ciljnoj vrednosti. Povratak inflacije unutar granica cilja se ne očekuje do kraja 2016. godine, već verovatno tek u prvoj polovini 2017. godine. U sadašnjim okolnostima, pri postojanju aprecijskih pritisaka, opravdane su intervencije NBS na strani kupovine deviza, ali bi u slučaju pojave deprecijacijskih pritisaka bilo bolje uzdržati se od većih intervencija i dopustiti umerenu deprecijaciju. Umerena deprecijacija bila bi značajna zbog poboljšanja konkurentnosti privrede Srbije, dok bi u isto vreme uticala i na povratak inflacije unutar granica ciljnog koridora.

Cene

Inflacija se u Q2, kao i u julu i avgustu kreće ispod donje granice cilja NBS

Međugodišnja inflacija je na kraju drugog kvartala 2016. godine iznosila 0,3%, što je ispod vrednosti na kraju Q1 (Tabela T5-1) i znatno ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS) od 4±1,5%. Tokom celog drugog kvartala inflacija se kretala ispod granice cilja, dok je u julu porasla na 1,2%, gde je ostala i u avgustu, što je i dalje daleko ispod cilja NBS. Niska i stabilna inflacija u protekle dve i po godine predstavlja dobar rezultat ali je loše to što se ona i dalje kreće ispod ciljnog koridora i što se deflacija javlja u proseku svakog drugog meseca. Budući da ovakvo kretanje inflacije dovodi do usidravanja očekivanja ispod zvanično targetiranog koridora, ona bi ili trebalo da se dovede unutar njegovih granica ili bi trebalo da se koridor spusti, jer se ne očekuje povratak inflacije unutar granica cilja u narednih godinu dana. Niskoj inflaciji doprinosi i nedovoljno povećanje regulisanih cena (u najvećoj meri zbog skromnog rasta cene električne energije za domaćinstva, najavljenog za oktobar) a posle je njihova konvergencija ka nivou cena u Evropskoj uniji uključena u srednjoročni plan kretanja cena NBS, to dodatno doprinosi kretanju inflacije ispod granica cilja. Trebalо bi uzeti u obzir politiku sporijeg kretanja regulisanih cena ka evropskom proseku i smanjiti ovu komponentu a samim tim i spustiti ciljni koridor. Globalni faktori koji doprinose niskoj inflaciji u Srbiji su niska cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu (*Commodity Agricultural Raw Material Index*) kao i niska inflacija u međunarodnom okruženju, prvenstveno u najznačajnijim trgovinskim partnerima Srbije.

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2010-2016

Indeks potrošačkih cena					
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2010					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
2011					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
2012					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
mar	179,1	2,3	1,2	-0,3	5,1
jun	180,4	1,2	2,0	0,1	2,9
sep	181,2	2,1	2,4	0,7	1,6
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
2015					
mar	182,4	1,8	1,3	0,7	5,5
jun	183,8	1,9	2,1	0,5	3,1
jul	182,1	1,1	1,2	-0,9	-2,8
avg	183,7	2,1	2,1	0,9	1,8
sep	183,7	1,4	2,1	0,0	-0,2
okt	183,3	1,4	1,8	-0,2	2,7
nov	183,1	1,3	1,7	-0,1	-1,3
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
2016					
jan	183,8	2,3	0,5	0,5	1,1
feb	183,7	1,4	0,5	-0,1	1,3
mar	183,5	0,6	0,4	-0,1	1,5
apr	184,2	0,4	0,8	0,4	0,9
maj	184,3	0,8	0,8	0,1	1,3
jun	184,4	0,3	0,9	0,1	2,0
jul	184,3	1,2	0,8	-0,1	0,2
avg	185,9	1,2	1,7	0,9	3,5

* Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je prosek mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu podignut na godišnji nivo).

Izvor: RZS.

Noseća inflacija je ispod ciljnog koridora NBS i u avgustu iznosi 1,8%

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) takođe je ispod donje granice ciljnog koridora NBS i na kraju Q2 iznosi 1,6% (Grafikon T5-2), dok se i u julu zadržala na ovoj vrednosti, a u avgustu je porasla na 1,8%. U poređenju sa ukupnom inflacijom, noseća inflacija je dosta stabilnija – u toku prethodne dve godine kreće se u uskom opsegu od 1,6 do 2,2%. Stabilan i nepromenjen kurs dinara i pad kamatnih stopa delovali su dezinflatorno, dok se umerena deprecijacija od kraja 2015. sve do kraja prvog kvartala 2016, nije prelila na cene, budući da su promene kursa bile male, a rast domaće tražnje nizak. Na noseću inflaciju u narednom periodu moglo bi da utiče povećanje cena energenata, koji na nju indirektno utiču (budući da su eksplicitno isključeni iz nje) preko povećanja troškova u proizvodnji, kao i rast agregatne tražnje.

Intervencije NBS usmerene su ka sprečavanju velikih promena kursa dinara

Narodna banka Srbije je tokom Q2 na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) intervenisala neto prodajom 255 mln evra, dok je u julu intervenisala kupovinom 355 mln evra. Ovako snažnim intervencijama se pored ublažavanja prekomernih dnevnih oscilacija kursa delovalo i na njegov trend. Tokom jula, sa prvim signalima aprecijskih pritisaka, smanjena je referentna kamatna stopa (RKS) za 25 baznih poena (b.p.), tako da ona trenutno iznosi 4% (Grafikon T5-3). Ocenjujemo da je smanjenje referentne kamatne stope uz kupovinu deviza tokom jula na MDT

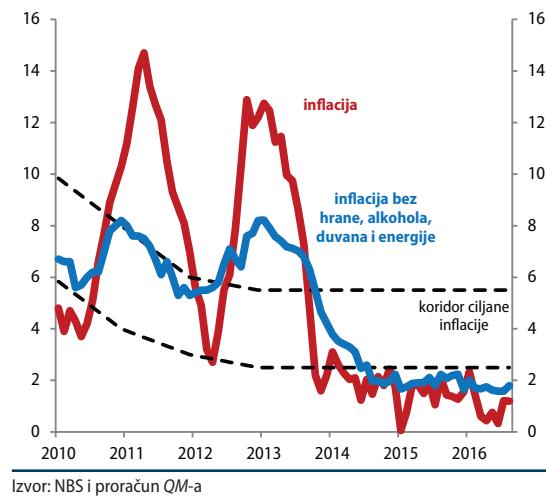
5. Cene i devizni kurs

bilo opravdano, kao i da je ono trebalo biti brže tokom prethodne dve godine – kada su takođe postojali aprecijacijski pritisci a inflacija bila ispod ciljnog koridora. Ponavljamo da bi intervencije na MDT na strani prodaje deviza mogle biti opravdane u cilju sprečavanja velike deprecijacije dinara, jer bi se u suprotnom mogla ugroziti makroekonomska stabilnost u visokoevroiziranoj privredi Srbije, dok su u slučaju jačanja dinara intervencije na strani kupovine deviza opravdane jer se tako sprečava pogoršanje konkurentnosti privrede Srbije.

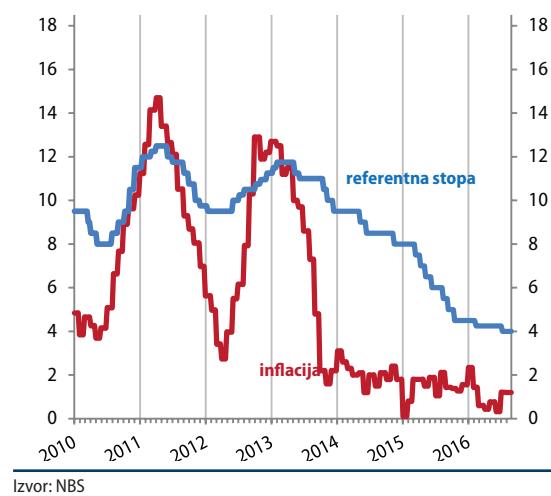
Planirano poskupljenje električne energije daće relativno skroman doprinos inflaciji

U oktobru 2016. planirano je povećanje cene električne energije za domaćinstva (i u uslužnim delatnostima) od 3,8%, što će dati skroman doprinos inflaciji (direktno sa 0,2 p.p. uz neznatna prelivanja na druge cene). Cena električne energije za potrošnju u domaćinstvima i u velikom delu uslužnih delatnosti je ispod tržišne, pa postoji znatan prostor za dalju korekciju koja bi doprinela kretanju inflacije ka ciljnog koridoru i istovremeno ublažila distorzije koje postoje na tržištu energetika (kada je u pitanju izbor energenta za grejanje domaćinstava, električna energija je ravnopravan konkurent centralnom grejanju, čvrstim gorivima i prirodnom gasu, što je ekonomski neefikasno). Za razliku od povlašćene cene struje za domaćinstva, cena električne energije za potrošače na srednjem i visokom naponu je tržišna, pa njeno kretanje zavisi od odnosa ponude i tražnje¹.

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2010-2016



Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2010-2016



Relativno niska inflacija u Q2

U drugom kvartalu 2016. godine došlo je do umerenog rasta cena, tako da je ostvarena inflacija od 0,5% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: 0,38% u aprilu, 0,05% u maju i 0,05% u junu. Najveći doprinos inflaciji u Q2 dao je rast cena naftnih derivata (rast od 6,6%, doprinos inflaciji od 0,38 p.p.), voća (rast od 15,5%, doprinos od 0,33 p.p.) turističkih aranžmana (rast cena iz grupe rekreacija i kultura od 5%, doprinos od 0,28 p.p.) kao i cena odeće (rast od 2,2%, doprinos od 0,07 p.p.) i svežeg mesa (rast od 0,17%, doprinos od 0,08 p.p.) Dezinflatorno je delovao sezonski pad cena povrća (-7,8%, doprinos od -0,38 p.p.), mleka, sira i jaja (-1,63%, doprinos od -0,08 p.p.) i pad cena prirodnog gasa (-14,2%, doprinos od 0,08 p.p.)

¹ Tokom prethodne i ove godine cena struje na evropskom tržištu je znatno opala, ali još nije sigurno u kojoj meri se radi o privremenim kretanjima generisanim niskim cenama gase i nafte, a u kojoj meri o dugoročnim promenama generisanim tehnološkim napretkom.

Tabela T5-4. Srbija: izabrane komponente indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q2 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u julu 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u avgustu 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,5	0,5	-0,1	-0,1	0,87	0,87
Hrana i bezalkoholna pića	32,1	-0,4	-0,1	-1,8	-0,58	2,26	0,74
Hrana	28,6	-0,4	-0,1	-2,1	-0,60	2,56	0,75
Alkoholna pića i duvan	7,3	0,0	0,0	3,1	0,23	-0,11	-0,01
Duvan	4,7	0,0	0,0	4,7	0,22	0,00	0,00
Odeća i obuća	4,6	2,0	0,1	-0,5	-0,02	-0,54	-0,02
Stanovanje, voda struja	13,7	-0,6	-0,1	0,0	-0,01	0,20	0,03
Električna energija	4,9	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,8	0,4	0,0	0,4	0,02	-0,32	-0,01
Zdravstvo	5,0	0,1	0,0	0,4	0,02	0,00	0,00
Transport	12,7	2,9	0,4	0,2	0,03	-0,18	-0,02
Goriva i maziva	5,8	6,6	0,4	0,6	0,04	-0,30	-0,02
Komunikacije	5,1	0,4	0,0	-0,5	-0,03	0,00	0,00
Ostalo	14,7		0,2		0,28		0,17

Izvor: RZS i proračun QM-a

Deflacija u julu i inflacija u avgustu

U julu je pad cena u odnosu na jun iznosio 0,05%. Najveći doprinos deflacji usledio je od pada cena hrane (-2,1%, doprinos od -0,6 p.p.), usled nastavka pada cene povrća (-15,4%, doprinos od -0,76 p.p.), dok je cena mesa porasla (rast od 1,73%, doprinos od 0,12 p.p.). Pored toga, dezinflatorno je delovao i pad cena odeće i obuće (-0,5%, doprinos od -0,02 p.p.) kao i cene iz grupe komunikacija (-0,5%, doprinos od -0,03 p.p.) Najveći pozitivan doprinos inflaciji dao je rast cena iz grupe rekreacija i kultura (4,3%, doprinos od 0,24 p.p.), duvana (rast od 4,7%, doprinos od 0,22 p.p.) i naftnih derivata (rast od 0,6%, doprinos od 0,04 p.p.) Cene naftnih derivata su nakon pada u Q1, u aprilu počele da rastu, što je u skladu sa trendom umerenog rasta cene sirove nafte na svetskom tržištu, koji je otpočeo sredinom januara, cene duvana su porasle usled redovne juliske korekcije akciza, dok je pad cena povrća u skladu sa sezonskim padom ove grupe primarnih proizvoda. U avgustu je došlo do rasta cena od 0,9%, čemu je najveći doprinos dao rast cena hrane – cene svežeg mesa su porasle za 9,9% (doprinos od 0,75 p.p.) dok su cene povrća nastavile da padaju (-0,7%, doprinos od -0,4 p.p.) Inflatorno je delovao i rast cena knjiga (13,1%, doprinos od 0,07 p.p.), iznajmljivanja stana (1,6%, doprinos od 0,02 p.p.) i snabdevanja vodom (1,9%, doprinos od 0,02 p.p.) dok je pored pada cena povrća, dezinflatorno delovao sezonski pad cena odeće (-0,5%, doprinos od -0,02 p.p.) i naftnih derivata (-0,3%, doprinos od -0,02 p.p.)

Ukupna inflacija je na stabilno niskom nivou, dok noseća ima blago rastući trend

Ukupna inflacija (njen 3m anualizovani prosek) na kraju Q2 iznosi 2,0%, dok je u julu opala na 0,2%, da bi u avgustu porasla na 3,5%. Na rast ukupne inflacije delovao je u najvećoj meri avgustovski skok cena svežeg mesa. Noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energetika) je na kraju Q2 iznosila 3,7%, dok je u julu porasla na 4,3% i u avgustu na 6,2%. Trend rasta noseće inflacije (Grafikon T5-5) posledica je jednokratnog umerenog rasta cena određenih grupa proizvoda (odeće i obuće, kućnih aparata, zdravstvenih usluga, telefonske opreme, transportnih usluga i dr.), čiji se dalji rast ne može očekivati u dužem budućem periodu, pa se samim tim očekuje i da će noseća inflacija promeniti trend i oscilovati oko istorijske prosečne vrednosti od oko 1-2% (gde se nalazi i ukupna inflacija).

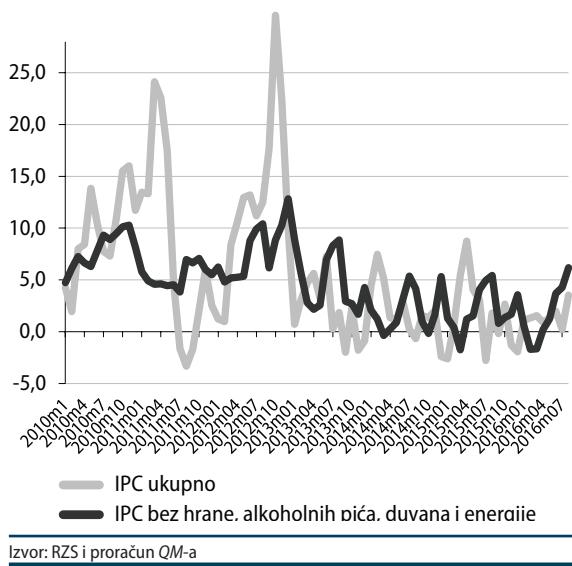
Do kraja 2016. godine inflacija će se kretati ispod donje granice cilja

Tokom 2016. godine očekuje se stabilno kretanje inflacije, uz trend sporog rasta ali i dalje ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja. Povratak inflacije unutar granica koridora NBS može se očekivati tek u prvoj polovini 2017. godine.² Na rast inflacije utičaće niska baza cene

² Izveštaj o inflaciji NBS, avgust 2016. godine

5. Cene i devizni kurs

Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2010-2016



cilja sa 4% na 3%. U poređenju sa Srbijom, slična ili veća odstupanja ispod donje granice cilja javljaju se i u drugim zemljama u okruženju sa sličnim režimom deviznog kursa i sličnim načinom sprovođenja politike cenovne stabilnosti.³

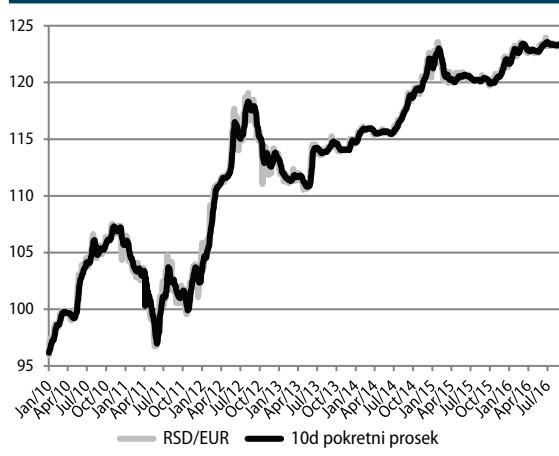
Devizni kurs

Relativno skromna deprecijacija tokom Q2 i neznatna aprecijacija u julu i avgustu

Dinar je tokom Q2 oslabio prema evru za 0,3% u odnosu na kraj Q2, odnosno za 0,2% na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). U odnosu na američki dolar, dinar je na kraju Q2 oslabio za 2,3%, odnosno ojačao za 0,8% na nivou proseka perioda. U julu i avgustu je usledila aprecijacija dinara u odnosu na evro pa je dinar ojačao za 0,04% odnosno 0,05% na kraju jula i avgusta respectivno, odnosno za po 0,04% na nivou mesečnih proseka. Ukupna nominalna deprecijacija tokom Q2 i u julu i avgustu iznosila je 0,2% u odnosu na evro i 1,7% u odnosu na dolar. Trend deprecijacije u Q2 je znatno ublažen od strane NBS ali je cena toga bila prodaja deviznih rezervi, dok je u julu NBS intervenisala kupovinom deviza i ublažila veću aprecijaciju.

Volatilnost kursa u Srbiji niža je nego u većini zemalja u regionu

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010-2016



nafnih derivata i primarnih proizvoda, postepeno povećanje inflacije u evrozoni, kao i rast agregatne tražnje u Srbiji. Rizici za odstupanje od prognoziranog kretanja postoje najviše u pogledu tempa rasta cene nafte, kao i usled dešavanja na međunarodnom finansijskom tržištu. Period u kom se inflacija neprekidno nalazi van granica cilja najduži je od kada se primenjuje režim ciljanja inflacije, pa bi kredibilitetu NBS doprinelo ili vraćanje inflacije unutar granica cilja ili promena koridora u skladu sa tekućim očekivanjima kretanja inflacije (koridor od 2,5 do 5,5% je kao cilj postavljen u novembru 2011. godine i od tada nije menjan). Sa obzirom na stabilizaciju inflacije na niskom nivou ispod ciljnog koridora u periodu od preko 2 godine, smatramo da bi bilo dobro da se pri usvajanju monetarne politike za narednu godinu razmotri opravdanost snižavanja inflacionog

Pored skromne promene kursa, tokom Q2 i u toku naredna dva meseca volatilnost je takođe bila niska, pa su na dnevnom nivou maksimalne promene kursa iznosile ispod 0,2 dinara. Tokom drugog kvartala i u julu i avgustu 2016. godine, dinar se u grupi valuta država sa sličnim režimom deviznog kursa nalazio među stabilnijima (Grafikon T5-7). Ovo je posledica snažnih intervencija NBS na strani prodaje deviza, kada su postojali deprecijacijski pritisci i na strani kupovine deviza kada su postojali aprecijacijski pritisci (kurs dinara se tokom prethodnih nekoliko meseci kretao oko 123,2 dinara za evro uz maksimalna odstupanja od oko 0,7 dinara).

³ Kvartalni monitor br. 44.

**Skromna realna
deprecijacija u Q2 i
aprecijacija u julu i
avgustu**

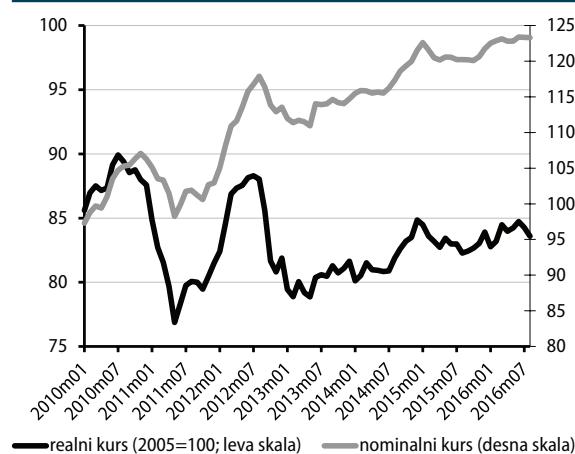
**Grafikon T5-7. Nominalna promena deviznog
kursa (u %) u odabranim zemljama**



Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a

Napomena: porast označava deprecijaciju.

**Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs
dinar/evro, prosek meseca, 2010-2016**



Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a

Napomena: porast predstavlja deprecijaciju.

Dinar je tokom Q2 realno deprecirao za oko 0,3%, dok je tokom jula usledila realna aprecijacija od 0,5% u odnosu na evro, čime je preokrenut ovako stečeni blagi rast konkurentnosti privrede. U avgustu je trend realne aprecijacije dinara nastavljen (najvećim delom zahvaljujući relativno visokoj mesečnoj inflaciji), kada je dinar ojačao za dodatnih 0,8%. Kretanje realnog kursa dinara je posledica promene nominalnog kursa i razlike inflacije u Srbiji i evrozoni – tako su skromna julska i avgustovska nominalna aprecijacija, pojačane znatnom razlikom inflacije u Srbiji i evrozoni, rezultirale relativno visokim mesečnim realnim aprecijacijama. Istorijski posmatrano, trenutni realni kurs dinara nalazi se na sličnoj vrednosti kao na kraju 2014 i početku 2015. godine (Grafikon T5-8).

6. Fiskalni tokovi i politika

U periodu april-jul ostvaren je konsolidovani suficit o 15,1 mlrd dinara, tj. 1,1% (četvoromesečnog) BDP-a, dok je na nivou prvih sedam meseci 2016. godine praktično ostvarena budžetska ravnoteža, budući da je konsolidovani deficit iznosio manje od jedne milijarde dinara, što je drastično manje u odnosu na planirani iznos (oko 80 mlrd). Dobar fiskalni rezultat posledica je pre svega snažnog realnog rasta poreskih prihoda (za 9% u odnosu na prošlu godinu), kao i umerenog rasta neporeskih prihoda (za 4%). Rast gotovo svih vrsta poreskih prihoda se može objasniti rastom relevantnih poreskih osnovica (rast potrošnje, dohodaka i zaposlenosti) i efektima suzbijanja sive ekonomije. Javni rashodi su u periodu april-jul nastavili umeren realan rast, tako da su na nivou prvih sedam meseci tekuće godine bili za 4,3% realno veći nego u istom periodu prošle godine (pre svega usled snažnog rasta kapitalnih rashoda i rashoda na robu i usluge), ali i dalje uglavnom u planiranim okvirima. Ukoliko se nastave postojeći trendovi, procenjuje se da će konsolidovani fiskalni deficit u 2016. godini iznositi oko 2% BDP, što bi predstavljalo snažno fiskalno prilagođavanje (za 1,7% BDP-a) u odnosu na prošlu godinu. Cilj koji je nova Vlada u programu definisala u pogledu fiskalnog deficitra (obaranje na 0,5% BDP-a) se ocenjuje kao adekvatan. Ipak, imajući u vidu da je privredni rast i dalje relativno spor, bilo bi opravdano da se dobri rezultati fiskalne konsolidacije iskoriste za povećanje kapitalnih rashoda, na 4,5-5% BDP-a godišnje. Javni dug je na kraju jula (uključujući i dug lokalnih zajednica) iznosio oko 75% BDP-a, a procenjuje se da će na kraju godine biti iznositi oko 75-76% BDP-a, tj. približno nivou duga na kraju 2015. godine, što bi ukazivalo da je fiskalna konsolidacija doveo do zaustavljanja rasta javnog duga u odnosu na BDP, nakon kontinuiranog rasta od 2009. godine.

Fiskalne tendencije i makroekonomске implikacije

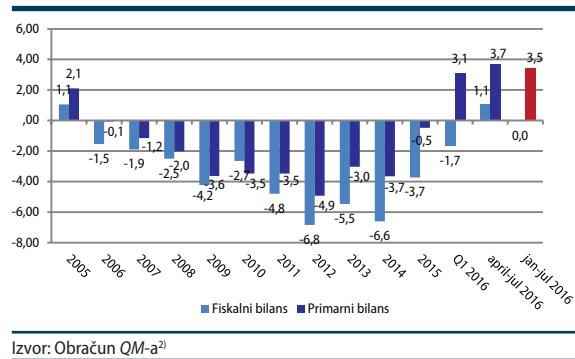
Uprih sedam meseci 2016. ostvarena je budžetska ravnoteža, što je znatno bolje od plana...

U periodu april-jul ostvaren je fiskalni suficit od 15,1 mlrd. dinara (1,1% BDP-a)

...pre svega usled snažnog rasta poreskih prihoda

U periodu april-jul 2016. ostvaren je osetan rast javnih prihoda, a umereni rast je zabeležen i na strani rashoda, što predstavlja nastavak trendova iz prvog kvartala, tako da je u navedenom periodu ostvaren konsolidovani fiskalni suficit u od 15,1 mlrd. dinara, što je približno 1,1% (četvoromesečnog) BDP-a, dok je na nivou prvih sedam meseci 2016. godine praktično ostvarena budžetska ravnoteža, budući da je konsolidovani deficit bio manji od jedne milijarde dinara. Srbija je tokom prvih 7 meseci ostvarila primarni suficit od 3,5% BDP, što je najveći primarni suficit tokom prethodne decenije.

Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans i primarni bilans (% BDP)¹



Poreski prihodi ostvareni u periodu april-jul realno su veći za 11% u odnosu na isti period prošle godine, a znatan desezonirani rast (za 3,2%) je ostvaren i upoređenju sa prethodnim četvoromesečjem. Slični rezultati su ostvareni i na nivou prvih sedam meseci 2016. godine, kada su poreski

fiskalni rezultati ostvareni u periodu april-jul znatno su bolji od planiranih, pre svega zbog osetnog realnog povećanja poreskih prihoda (za 11% u odnosu na april-jul 2015.), usled rasta makroekonomskih poreskih osnovica (potrošnja, dohoci, zaposlenost), kao i usled suzbijanja sive ekonomije. Realan međugodišnji rast javnih rashoda u periodu april-jul iznosio je 4%, i posledica je pre svega snažnog rasta kapitalnih rashoda i osetnog rasta rashoda na robu i usluge, ali se ukupno posmatrano, rashodi kreću u planiranim okvirima.

1 Primarni fiskalni bilans (bilans bez kamata) predstavlja razliku između konsolidovanih javnih prihoda i konsolidovanih javnih rashoda iz kojih su isključeni rashodi na kamate.

2 Podaci za 2016. godinu predstavljaju zvaničnu projekciju Ministarstva finansija.

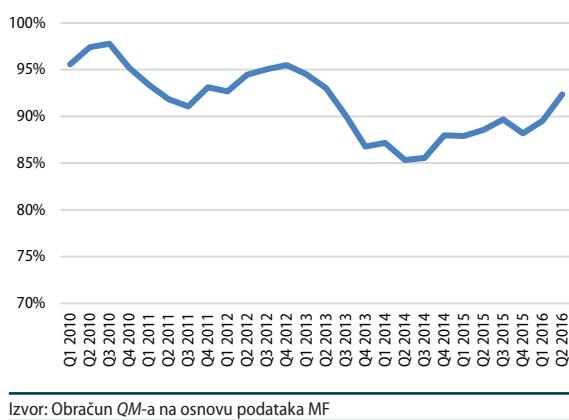
...prihodi rastu po osnovu suzbijanja sive ekonomije i u manjoj meri usled rasta dohodaka i potrošnje

prihodi realno porasli za 9% u odnosu na prošlu godinu. Rast poreskih prihoda je široko rasprostranjen, budući da je povećanje zabeleženo kod gotovo svih vrsta poreskih prihoda. Najveći doprinos rastu ukupnih poreskih prihoda u prvih sedam meseci dao je međugodišnji realan rast prihoda od PDV (11%), akciza (21,4%) i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje (2,6%). Polazeći od unutarnjeg dinamike poreskih prihoda u prethodnim godinama, te planova i rezultata ostvarenih u 2016. godini, procenjuje se da će u slučaju nastavka postojećih trendova, poreski prihodi u 2016. biti za oko 1,5-1,7% BDP-a veći od plana, što se ocenjuje kao izrazito pozitivno.

Rast prihoda od PDV i akciza je znatno brži od rast potrošnje, dok podaci o rastu prihoda od poreza na dohodak i doprinosa delimično divergiraju u odnosu na podatke o kretanjima na tržištu rada prema Anketi o radnoj snazi, koja ukazuje da je rast zaposlenosti u znatnoj meri posledica povećanja neformalne, a u manjoj meri posledica rasta formalne zaposlenosti. S druge strane, realan rast prihoda od poreza na dohodak i doprinosa od oko 2,9% u prvih sedam meseci 2016. godine u skladu je sa podacima o kretanju zaposlenosti prema Centralnom registru obveznika socijalnog osiguranja, i kretanju zarada. Rast poreskih prihoda u odnosu na prošlu godinu i u odnosu na plan se teorijski može objasniti rastom privredne aktivnosti i/ili unapređenjem efikasnosti naplate poreza. Od makroekonomskim faktora, na rast poreskih prihoda je mogao pozitivno da utiče rast potrošnje (uvoza), zabeležen u Q2, te umereni rast dohodaka i formalne zaposlenosti. Budući da se rastom makroekonomskih poreskih osnovica (dohoci, potrošnja, imovina) može objasniti samo manji deo ostvarenog rasta poreskih prihoda, ostatak rasta bi se mogao pripisati suzbijanju sive ekonomije. Podaci o kretanju koeficijenta C-efikasnosti³ (Grafikon T 6-2.) pokazuju da je u Q2 došlo do daljeg rasta efikasnosti naplate PDV, tako da ukupno

povećanje stepena naplate PDV od sredine 2014. do sredine 2016. godine iznosi čak 7 procenntih poena. Međutim, ovako visoko povećanje stepena naplate još uvek nije dovoljno da se dostigne stepen naplate sa kraja 2012. godine – razlog tome je pad stepena naplate od kraja 2012. do sredine 2014 godine za čak 10 procenntih poena. Iz činjenice da je stepen naplate PDV još uvek niži nego pre 2012. godine može se zaključiti da postoji dodatni prostor za unapređenje efikasnosti naplate poreza. S druge strane, visoke stope rasta akciza na naftne derivate i duvanske proizvode mogu ukazivati na zatvaranje nekih od velikih kanala šverca akcijskih proizvoda.

Grafikon T6-2: Analizovani koeficijent C-efikasnosti u Srbiji



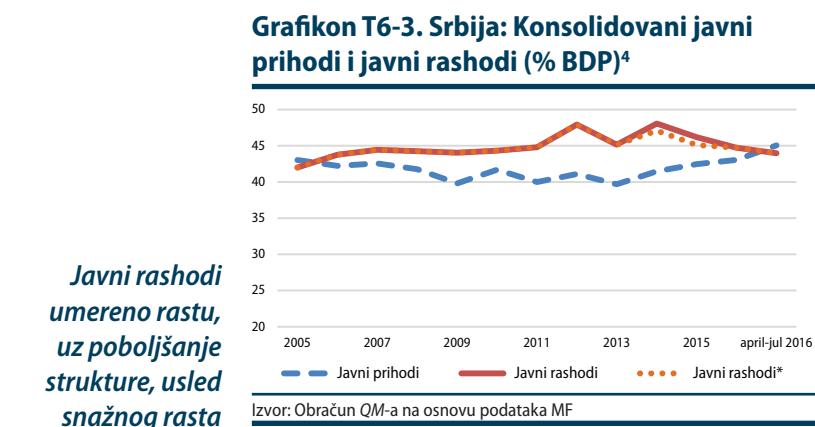
Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Ako bi se rast poreskih prihoda, koji nije objašnjen ubrzanjem privredne aktivnosti pripisao suzbijanju sive ekonomije, to bi značilo da je u 2016. godini ostvareno snažno smanjenje sive ekonomije. Shodno navedenom, neophodno je da Ministarstvo finansija izvrši dubinsku analizu pokretača rasta prihoda (po poreskim oblicima, grupama poreskih obveznika i sl), kako bi se objasnila pozitivna kretanja na strani prihoda i unapredio sistem planiranja prihoda u narednom periodu.

Neporeski prihodi su u periodu april-jul 2016. godine zabeležili realan desezonirani pad u odnosu na prethodno četvoromeseče (za 11,5%), što je pre svega posledica naplate prihoda od prodaje licence za telekomunikacione frekvencije u prvom kvartalu, usled čega je osnovica za poređenje bila visoka. U odnosu na isti period prethodne godine neporeski prihodi su u periodu april-jul bili za 1,5% veći. U avgustu je zabeležen osetan rast neporeskih prihoda, po osnovu naplate dividende od pojedinih javnih preduzeća. Agresivna politika naplate dividendi od javnih preduzeća smanjuje njihov potencijal za investiranje u obnovu osnovnih sredstava što se može negativno

³ Odnos naplaćenog PDV i hipotetičkog maksimuma koji bi mogao biti naplaćen imajući u vidu kretanje lične potrošnje i prosečnu poresku stopu. Ovaj koeficijent se može smatrati parcijalnim indikatorom efikasnosti naplate poreza, budući da na njegovu visinu mogu uticati i faktori koji nisu direktno povezani sa efikasnošću naplate, kao što je kašnjenje u povraćaju PDV i dr.

6. Fiskalni tokovi i politika



*Javni rashodi
umereno rastu,
uz poboljšanje
strukture, usled
snažnog rasta
kapitalnih rashoda*

ležili međugodišnji realan rast od 4%, ali se procenjuje da je kretanje rashoda i dalje uglavnom u skladu sa planom. Rast ukupnih rashoda posledica je pre svega snažnog rasta kapitalnih rashoda (za 40,4% u odnosu na april-jul 2015, tj. za 10,9% u odnosu na prethodno tromeseče), tako da su u prvih sedam meseci iznosili oko 4% BDP-a), što se ocenjuje kao pozitivno. S obzirom da je rast kapitalnih rashoda u 2016. znatno veći od rasta ostalih rashoda, u prvih sedam meseci tekuće godine kapitalni rashodi su iznosili oko 6,3% ukupnih rashoda, što je značajno povećanje u odnosu na prethodne godine, kada je ovo učešće u proseku iznosilo oko 4,8%, što ukazuje na popravljanje strukture rashoda. Rast kapitalnih rashoda je posledica unapređenja efikasnosti realizacije velikih infrastrukturnih projekata, a moguće i unutarnjeg dinamike isplata za velike projekte. Iz perspektive unapređenja uslova poslovanja i privrednog rasta bilo bi opravdano nastaviti sa povećanjem kapitalnih rashoda, tako da narednih nekoliko godina budu na nivou od 4,5 do 5% BDP-a godišnje. Rast rashoda na robu i usluge u periodu april-jul od 11,8% u odnosu na isti period prošle godine, posledica je niske osnovice za poređenje (na šta ukazuje i to što je stopa rasta desezoniranih rashoda u odnosu na prethodno tromeseče niža i iznosi oko 1,9%), a moguće i ubrzanja nekih isplata po ovom osnovu u predizbornom periodu. Tekući rashodi (plate, penzije, subvencije) beleže blagi pad, usled niske indeksacije primanja, primene novih, restriktivnijih uslova za penzionisanje i smanjenja broja zaposlenih, što se ocenjuje kao pozitivno. Visok rast kapitalnih rashoda i blagi pad tekućih rashoda predstavlja izrazito pozitivnu promenu u strukturi javne potrošnje u Srbiji.

*Fiskalni deficit u 2016.
mogao bi iznositi oko
2% BDP-a*

Ako se postojeći fiskalni trendovi nastave, konsolidovani fiskalni deficit u 2016. godini bi mogao iznositi oko 2% BDP-a, što bi predstavljalo izrazito dobar rezultat, jer bi to značilo da je u 2016. godini ostvareno fiskalno prilagođavanje od 1,7% BDP-a, i to pre svega kroz povećanje naplate prihoda, bez korekcije poreskih stopa. Na taj način bi bila stvorena solidna osnova za ostvarenje ciljanog deficitu od 0,5% BDP-a, do kraja mandata nove Vlade, kao što je najavljeno u njenom programu. Time bi se omogućilo osetnije smanjenje odnosa javnog duga prema BDP-u u narednim godinama. Ipak, za zaustavljanje rasta javno duga prema BDP-u dovoljno bi bilo i da fiskalni deficit u ovoj godini iznosi 2,5-3% BDP-a (pa da se narednih godina postepeno smanjuje za po 0,5% BDP-a). Shodno tome, postavlja se pitanje da li je ekonomski opravdano tako veliko fiskalno prilagođavanje u jednoj godini, u uslovima i dalje relativno sporog rasta, ili bi stvoren fiskalni prostor trebalo delom iskoristiti za podsticanje rasta privrede, povećanjem javnih investicija?

*Povoljan fiskalni
rezultat bi trebalo
iskoristiti za osetnije
povećanje javnih
investicija*

U tom smislu, ocenjuje se da bi dobre fiskalne trendove trebalo bi iskoristiti za osetnije povećanje javnih investicija u narednim godinama, za po 0,5% BDP-a godišnje, dok ne dostignu 4,5-5% BDP-a, jer je uticaj javnih investicija na rast značajan. Osim toga, država bi mogla da ublažava režim naplate dividendi od javnih preduzeća, uz obavezu rukovodstva da te uštede usmere u investicije. Na taj način bi se dao solidan doprinos rastu ukupnih investicija, budući da javna

odraziti na njihove performanse (u pogledu troškovne efikasnosti i kvaliteta usluga) u budućnosti. Stoga bi trebalo razmotriti mogućnost da se u narednoj godini smanji procenat dividende koji javna preduzeća uplaćuju u budžet, pod uslovom da povećaju obim investicija.

Javni rashodi su u periodu april-jul zabeležili umeren realan rast u odnosu na isti periodi prethodne godine (za 4,3%), dok su odnosu na prethodno četvoromeseče (kada se isključi efekat sezone) bili realno nepromenjeni.⁵ Na nivou prvih sedam meseci rashodi su zabe-

⁴ Javni rashodi* su korigovani za jednokratne izdatke na subvencije i penzije u decembru 2014. i 2015. godine
⁵ Kao osnov za poređenje u odnosu na četvoromeseče korišćen je iznos korigovanih javnih rashoda u periodu septembar-decembar 2015., što znači da su isključeni veliki jednokratni izdaci po osnovu preuzimanja duga prema penzionerima i duga Srbijagasa prema Gaspromu. U odnosu na nekorigovani iznos, javni rashodi su u prva četiri meseca 2016. ostvarili realan desezoniran rast od 1% u odnosu na prethodni četvoromesečni period.

predužeća po ovom osnovu godišnje uplaćuju oko 0,5% BDP. S druge strane, osetnije povećanje plata i penzija ne bi bilo ekonomski opravdano, jer bi se većim delom prelilo na rast uvoza, a ne na rast domaće privrede, pri čemu treba imati u vidu da je učešće rashoda na plate i penzije u BDP-u u Srbiji i dalje visoko u odnosu na uporedive države. Stoga bi u narednom periodu trebalo vršiti njihovu indeksaciju na način koji bi implicirao da ovi izdaci nominalno rastu sporije od rasta nominalnog BDP-a. Osim toga, za postizanje trajne stabilizacije javnih finansija neophodno je intenzivirati aktivnosti na restrukturiranju javnih preduzeća i privatizaciji državnih preduzeća.

Potreban je restriktivniji pristup preuzimanju negarantovanih dugova javnih i državnih preduzeća od strane države

Za razliku od prethodnih desetak godina, kada su gubici javnih i državnih preduzeća finansirani izdavanjem garancija za njihovo zaduživanje, usled čega je došlo do snažnog rasta indirektnog duga, u poslednjih par godina se uspostavlja praksa preuzimanja negarantovanih obaveza javnih i državnih preduzeća od strane države, što dovodi do rasta deficit-a. Tako je u decembru 2015. godine država u ime Srbijagasa izmirila dug od 200 miliona evra prema Gaspromu, za koji nije bila izdata državna garancija, a sada se najavljuje slično preuzimanje obaveza Petrohemije prema NIS-u (100 miliona evra), uz obrazloženje da se time preduzeće priprema za privatizaciju, a moguće je da sličnih inicijativa bude u budućnosti i kod drugih preduzeća (Galenika, RTB i dr.). S obzirom da je ovakva praksa ekonomski neopravdana i fiskalno neodrživa, takve vidove intervencija bi trebalo svoditi na retke izuzetke, kada postoje nedvosmisleno pozitivni eksterni efekti, dok je u slučaju preduzeća koja inače u funkcionalnim ekonomijama posluju pod tržišnim uslovima, ekonomski isplativije njihovu privatizaciju vršiti iz stečaja, a ne kroz prodaju kapitala, kojoj po pravilu prethodi podržavljenje dugova preduzeća. Da ne bi došlo do značajnijeg prelivanja gubitaka ovih preduzeća na budžet u budućnosti, neophodno je znatno ubrzati proces restrukturiranja i privatizacije javnih i državnih preduzeća.

Analiza kretanja javnog duga

Javni dug Srbije na julu iznosio je 24,4 mlrd. evra (73,9% BDP-a)...

...a sa dugom lokalnih zajednica – 75% BDP-a

Na kraju jula 2016. godine javni dug Srbije iznosio je 24,4 mlrd. evra (73,9% BDP), a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica oko 75% BDP-a, što je gotovo nepromenjen iznos u odnosu na kraj prvog kvartala.

Javni dug je na kraju jula 2016. bio za oko 420 miliona evra niži nego na kraju 2015. godine, od čega polovina smanjenja predstavlja posledicu pada direktnog duga, a druga polovina posledicu pada indirektnog duga. Pad javnog duga što je posledica vrlo niskog deficit-a u navedenom periodu (koji je iznosio svega oko 8 miliona evra), te usporavanja zaduživanja države pred izbore, usled rasta rizika, kao i neizdavanja dodatnih garancija za zaduživanje javnih i državnih preduzeća. Istovremeno, kretanje kursa nije znatnije uticalo na dinamiku duga, jer je na kraju jula kurs dinara prema evru bio realno gotovo nepromenjen u odnosu na kraj 2015. godine, dok je u odnosu na američki dolar ostvarena blaga realna apresijacija (manje od 1%). Na relativni pad javnog duga, za oko 1,7% BDP-a u odnosu na kraj 2015. godine, pred navedenih faktora uticao je i rast BDP-a.

Tabela T6-4. Srbija: Javni dug¹ 2000-2016.

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra													
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q1 2016	jul 2016
I. Ukupne direktnе obaveze	14,2	9,6	8,6	8,0	7,9	8,5	10,5	12,4	15,1	17,3	20,2	22,4	22,1	22,2
Unutrašnji dug	4,1	4,3	3,8	3,4	3,2	4,1	4,6	5,1	6,5	7,0	8,2	9,1	9,1	8,8
Spoljni dug	10,1	5,4	4,7	4,6	4,7	4,4	5,9	7,2	8,6	10,2	12,0	13,4	13,1	13,4
II. Indirektnе obaveze	-	0,7	0,8	0,8	0,9	1,4	1,7	2,1	2,6	2,81	2,5	2,4	2,3	2,2
III. Javni dug (I+II+III)	14,2	10,3	9,4	8,9	8,8	9,8	12,2	14,5	17,7	20,1	22,8	24,8	24,4	24,4
Javni dug/BDP (MF) ²	201,2%	50,2%	35,9%	29,9%	28,3%	32,8%	41,8%	45,4%	56,2%	59,6%	70,4%	75,5%	72,0%	72,5%
Javni dug/BDP (QM) ³	169,3%	52,1%	36,1%	29,9%	28,3%	32,8%	41,9%	44,4%	56,1%	59,4%	70,4%	75,6%	74,2%	73,9%

1) Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi Republika, po osnovu hartija od vrednosti, po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima, dug Republike koji nastaje po osnovu date garancije Republike ili po osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije, odnosno po osnovu kontragarancije koju daje Republika, dug lokalne vlasti za koje je Republika dala garanciju.

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije

3) Procena QM (Kao osnov za poređenje koristi se suma nominalnog BDP u tekućem i u prethodna tri kvartala). Iznos ne uključuje negarantovani dug lokalnih samouprava

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

6. Fiskalni tokovi i politika

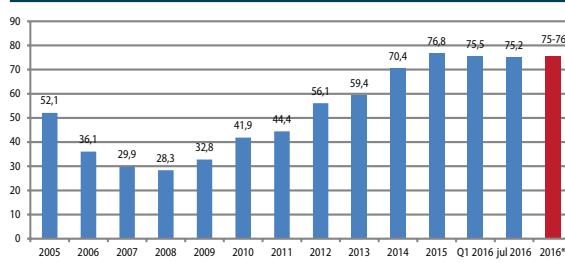
Iako indirektni dug nastavlja da pada, fundamentalni uzroci njegovog prethodnog rasta još uvek nisu otklonjeni, budući da u poslovno-finansijskom restrukturiranju preduzeća koja su bila najveći uzroci rasta indirektnog duga (Srbijagas, petrohemski kompleks, EPS, RTB Bor i dr.) nije zabeležen osetniji napredak, dok u nekim slučajevima ni započeto. Bez rešavanja pitanja navedenih i drugih državnih preduzeća, postoji rizik ponovnog rasta javnog duga u narednom periodu, za finansiranje njihovih gubitaka.

Javni dug na kraju

2016. mogao bi da iznosi oko 75-76% BDP-a, što znači da je zaustavljen rast javnog duga u odnosu na BDP

Ukoliko fiskalni deficit u 2016. godini bude iznosio oko 2% BDP-a i bude finansiran novim zaduživanjem, a revidirane procene privrednog rasta budu ostvarene, te se nastavi blaga depresijacija dinara prema evru (za 0,5% do kraja godine), i ne bude većih oscilacija kursa prema dolaru, kao ni ponovnog rasta garantovanog duga, javni dug Srbije na kraju godine (uključujući i dug lokalnih zajednica) bi mogao iznositi oko 75-76% BDP-a. Eventualno preuzimanje dugova nekih državnih ili društvenih preduzeća ili izdavanje novih garancija za njihovo zaduživanje, učinilo bi da javni dug na kraju godine bude srazmerno veći od navedene procene.

Grafikon T6-5. Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a

Prilozi

Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2008-2015.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015				2016	
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
I UKUPNI PRIHODI	1.278,4	1.362,6	1.472,1	1.538,1	1.620,8	380,5	424,7	432,5	457,1	1.694,8	414,7
1. Tekući prihodi	1.215,7	1.297,9	1.393,8	1.461,3	1.540,8	379,5	422,7	430,6	454,8	1687,6	413,3
Poreski prihodi	1.056,5	1.131,0	1.225,9	1.296,4	1.369,9	324,9	368,7	373,3	396,7	1463,6	353,2
Porez na dohodak	139,1	150,8	35,3	156,1	146,5	32,5	35,6	37,6	41,1	146,8	34,5
Porez na dobit	32,6	37,8	54,8	60,7	72,7	13,0	25,9	11,5	12,2	62,7	13,3
PDV	319,4	342,4	367,5	380,6	409,6	96,2	100,1	108,2	111,6	416,1	103,8
Akcize	152,4	170,9	181,1	204,8	212,5	46,3	57,2	63,8	68,5	235,8	57,4
Carine	44,3	38,8	35,8	32,5	31,2	7,9	7,9	8,3	9,2	33,3	8,6
Doprinosi	323,0	346,6	378,9	418,3	440,3	115,6	125,9	126,7	137,5	505,7	120,5
Ostali poreski prihodi	46,0	43,5	42,6	43,5	57,3	13,4	16,0	17,2	16,6	63,3	15,1
Neporeski prihodi	159,2	36,9	37,9	34,9	170,9	54,6	54,1	57,3	58,1	224,0	60,1
											71,6
											131,7
II UKUPNI RASHODI	-1.419,5	-1.526,1	-1.717,3	-1.750,2	-1.878,9	-401,7	-438,9	-448,3	-555,1	-1.844,0	430,7
1. Tekući rashodi	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-383,8	-406,0	-410,4	-496,3	-1696,6	403,9
Rashodi za zaposlene	-308,1	-342,5	-374,7	-392,7	-388,6	-98,8	-104,3	-103,1	-112,9	-419,2	99,8
Kupovina roba i usluga	-202,5	-23,3	-235,7	-236,9	-256,8	-50,9	-58,8	-65,0	-82,8	-257,6	57,5
Otplata kamata	-34,2	-44,8	-68,2	-94,5	-115,2	-40,6	-32,7	-32,4	-24,2	-129,9	45,9
Subvencije	-77,9	-80,5	-111,5	-101,2	-117,0	-18,7	-23,8	-25,3	-66,9	-134,7	18,0
Socijalni transferi	-579,2	-609,0	-652,5	-687,6	-696,8	-166,7	-173,8	-174,8	-194,6	-710,0	171,9
od čega: penzije ⁵⁾	-394,0	-422,8	-473,7	-498,0	-508,1	-121,0	-122,8	-122,1	-124,3	-490,2	122,1
Ostali tekući rashodi	-22,9	-31,7	-37,4	-36,9	-53,7	-8,1	-12,5	-9,9	-14,8	-45,3	10,7
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-105,1	-111,1	-126,3	-84,0	-96,7	-10,5	-23,8	-29,7	-50,5	-114,5	17,4
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	-7,9	-29,7	-6,9	-8,2	-7,5	-7,5	-30,1	8,7
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	-35,6	-55,4	-0,5	-0,9	-0,7	-0,7	-2,7	0,6
											1,4
											2,0
III KONSOLIDOVANI BILANS	-141,0	-163,5	-245,2	-212,1	-258,1	-21,2	-14,2	-15,8	-98,0	-149,1	-16,0
											15,1
											-0,9

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Trendovi

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2008-2015.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015				2016			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	apr-jul	jan-jul
I UKUPNI PRIHODI	-1,5	-4,6	0,6	-2,2	3,2	6,9	3,5	4,5	-1,4	3,1	8,8	9,8	8,4
1. Tekući prihodi	-1,5	-4,4	0,1	-2,6	3,3	6,8	3,3	5,3	-1,4	3,3	8,8	9,8	8,4
Poreski prihodi	-2,5	-4,1	1,0	-1,7	3,5	1,3	-1,1	1,6	-0,4	0,3	8,6	11,0	9,0
Porez na dohodak	-3,9	-2,9	2,1	-12,2	-8,1	0,1	-0,3	0,2	-4,1	-1,2	5,9	5,9	4,9
Porez na dobit	-3,6	3,9	35,1	2,9	17,4	-17,1	-14,5	-20,1	-8,7	-15,0	2,6	25,2	17,4
PDV	-0,7	-4,0	0,0	-3,8	5,4	1,9	1,5	4,7	-6,2	0,2	7,8	14,9	11,0
Akcize	4,2	0,6	-1,2	5,1	1,6	7,1	1,9	7,6	20,5	9,4	23,6	21,7	21,4
Carine	-14,9	-21,5	-14,0	-15,6	-6,5	9,1	4,0	4,9	5,9	5,9	8,9	7,4	7,0
Doprinosi	-6,5	-3,9	1,9	2,6	3,1	-1,2	-3,0	-2,4	-1,8	-2,1	4,2	3,3	2,6
Ostali poreski prihodi	14,5	-15,2	-8,8	-5,2	29,2	24,1	9,9	12,4	-4,5	8,9	12,3	-1,3	3,0
Neporeski prihodi	5,8	-6,1	-6,2	-8,7	1,5	58,8	49,0	37,9	-7,8	27,9	10,0	1,5	4,2
II UKUPNI RASHODI	-1,7	3,3	4,3	-0,3	5,2	-5,4	-3,8	-1,3	-2,6	-3,2	7,1	4,0	4,3
1. Tekući rashodi	-2,2	3,1	4,1	-2,7	2,9	-4,5	-3,0	-2,6	3,6	-1,4	5,1	2,0	2,3
Rashodi za zaposlene	-5,9	0,4	2,0	-2,6	-3,1	-12,9	-11,3	-10,6	-4,1	-9,7	1,0	-0,9	-1,1
Kupovina roba i usluga	0,3	4,3	1,5	-6,6	6,2	-1,0	-0,8	6,3	-6,5	-1,1	12,7	12,8	11,8
Otplata kamata	-0,3	17,4	41,9	28,8	19,3	13,2	12,2	19,2	-1,5	11,2	13,0	-4,3	3,6
Subvencije	40,6	7,4	29,1	-15,6	13,2	-4,1	-1,4	-10,6	43,3	13,6	-3,7	-4,6	-5,3
Socijalni transferi <i>od čega: penzije⁵⁾</i>	13,9	5,8	-0,1	-2,1	-0,7	-3,2	-0,9	-0,4	6,0	0,5	3,1	0,1	0,4
Ostali tekuci rashodi	-3,9	3,9	4,4	-2,3	-0,1	-4,1	-4,9	-6,0	-4,3	-4,8	0,9	0,5	-0,3
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-11,8	5,3	6,0	-38,2	12,7	-25,4	-7,4	23,2	47,8	16,8	65,5	34,4	40,4
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	248,7	267,8	98,8	34,8	-9,7	-38,3	0,1	26,7	0,1	8,6
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	44,2	52,2	-90,9	-85,2	126,3	-98,4	-95,1	29,2	26,1	26,0

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

7. Monetarni tokovi i politika

Slabljenje inflatornih pritisaka mereno međugodišnjom stopom inflacije nastavljeno i u Q2, dok se na mesečnom nivou inflacija kretala ka nultom nivou i deflaciji u julu. NBS je korigovala referentnu kamatu stopu u julu za 25 baznih poena na 4%, kada je sužen i koridor u odnosu na referentnu kamatu stopu za 0,25 procentnih poena. Odloženo relaksiranje monetarne politike NBS korespondira sa zaokretom na deviznom tržištu, na kojem su sve do kraja Q2 preovlađivali deprecacijski pritisci koji su se u julu promenili ka jačanju kursa dinara. Usled toga NBS je tokom Q2 nastavila da prodaje devize na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) u neto iznosu od 255 miliona evra, da bi u julu bila na strani kupovine deviza od 355 miliona evra. Nivo neto deviznih rezervi NBS je u Q2 dodatno smanjen za 316 miliona evra, dok su podaci u julu mesecu nešto bolji kada je zabeležen rast neto sopstvenih rezervi od 356 miliona evra. Ova de facto sterilizacija novčane mase je negativno delovalo i na nivo monetarnog agregata M2, koji je u Q2 ipak zabeležio pozitivne stope rasta (kako nominalne tako i realne) na međugodišnjem nivou zahvaljujući oporavku kreditne aktivnosti ka nedržavnom sektoru. Neto plasmani poslovnih banaka su nastavili rast iz prethodnog kvartala, pri čemu su sada osnovne pokretače činili rast neto plasmana privredi od 146 miliona evra i stanovništvo koji su uvećani za 103 miliona evra. U isto vreme zabeležen je rast kreditnog potencijala domaćih banaka na šta je pozitivno delovalo povećanje depozita privrede i stanovništva dok je veći rast sprečen usled razduživanja banaka prema inostranstvu i u manjoj meri smanjenjem na računu kapitala i rezervi. Alternativni vidovi plasmana beleže smanjenje, pa je vrednost REPO stoka u Q2 smanjena za 7 miliona evra, dok je dug države po osnovu kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti opao za 81 miliona evra usled bolje situacije na strani naplate javnih prihoda. Učešće loših kredita na kraju Q2 smanjeno je za 0,5 procentnih poena što je uz smanjenje od dodatnih 0,5 p.p. iz jula meseca oborilo ukupno učešće loših kredita na 20,5% od ukupno plasiranih. Pad učešća loših kredita je najviše doprinelo smanjenje učešća loših kredita kod banaka u stranom vlasništvu dok banke čiji je vlasnik država i dalje povećavaju učešće.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Inflacija nastavila sa slabljenjem u Q2...

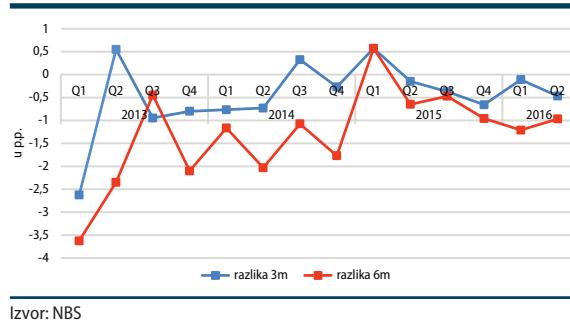
...uz nastavak deprecacijskih pritisaka na deviznom tržištu

Relaksacija monetarne politike NBS usledila u julu...

...kada su prestali deprecacijski pritisci

Međugodišnja stopa inflacije već više od godinu dana konstantno opada, što je nastavljeno i tokom Q2 kada je inflacija zabeležila novi najniži nivo od 0,3% međugodišnje. Inflacija na mesečnom nivou u Q2 se kretala od 0,4% u aprilu ka 0,1% u junu, da bi u julu sa -0,1% ponovo bila zabeležena deflacija. U Q2 su već treći kvartal za redom uporedno sa niskom inflacijom nastavljeni deprecacijski pritisci na deviznom tržištu, koje je NBS obuzdavala snažnim i čestim intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu. Sa promenom smera pritisaka na MDT u julu usled većeg priliva stranih direktnih investicija i smanjenje neizvesnosti po pitanju tempa smanjenja ekspanzivnosti monetarne politike FED-a i ECB, u julu je NBS odlučila da koriguje referentnu kamatu stopu naniže za 0,25 baznih poena nakon čega ona iznosi trenutnih 4%. Paralelno sa korekcijom referentne kamatne stope smanjen je i koridor kamatnih stopa u odnosu na referentnu kamatu stopu (za 0,25 p.p.) tako da on sada iznosi $\pm 1,5$ p.p. Smanjenje koridora treba da ima za posledicu direktnije delovanje promena referente kamatne stope na tržište novca ali je efikasnost ove mere značajno umanjena kod visoko evroizovanih privreda kao što je to slučaj Srbije. U našem slučaju promene na tržištu novca uzrokovane su mnogo više kretanjima na deviznom

Grafikon T7-1. Odstupanje projektovane inflacije za 3 i 6 meseci unapred od stvarne 2013-2016



tržištu, što potvrđuje i politika NBS koja je već duži period gotovo dominantno usmerena ka stabilizaciji kursa. Misija MMF-a je u poslednjem izveštaju povodom četvrte i pete revizije stendbaj aranžmana konstatovala da bi učestalost intervencija mogla bi da bude i manja čime bi se stvorio prostor za veću stepen tržišnog određivanja kursa u odnosu na dosadašnju politiku NBS¹.

Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2014-2016

	2014				2015				2016	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
Repo stok (u milionima evra)	783,96	824,19	387,39	69,48	2,85	168,72	508,19	253,24	246,50	239,12
Repo stopa NBS	9,50	8,50	8,50	8,00	7,50	6,00	5,00	4,50	4,25	4,25
repo stopa korigovana za inflaciju	4,38	5,09	6,78	10,63	-1,13	3,08	5,00	6,66	2,60	1,78
repo stopa korigovana za promene kursa	5,28	7,08	0,03	-1,94	11,33	5,70	6,29	-0,76	-0,34	3,35
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-800,00	-630,00	-855,00	-1620,00	170,00	290,00	730,00	520,00	-555,00	-820,00
kumulativni, u % od stanja početnog M2¹⁾										
Neto sopstvene rezerve ²⁾	-31,2	-4,9	2,0	-4,5	21,4	22,5	35,9	41,4	-14,89	-24,97
Neto domaća aktiva (NDA)	12,2	-11,4	-7,6	10,6	-18,2	-16,2	-33,6	-27,9	1,45	12,57
Dinarski depoziti države ³⁾	3,3	-14,6	-24,3	-6,4	-5,3	-0,5	-10,8	-7,7	1,32	8,75
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	9,2	6,5	28,9	31,2	2,4	-3,4	-14,5	-5,9	0,16	0,62
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	-0,3	-3,4	-12,2	-14,2	-15,2	-12,3	-8,2	-14,2	-0,03	3,18
Primarni novac	-19,0	-16,3	-5,6	6,1	3,2	6,3	2,3	13,5	-13,44	-12,40
od čega: gotovina u optičaju	-5,2	-3,5	0,5	2,5	-4,7	-3,4	-1,4	2,7	-2,16	-0,64
od čega: slobodne rezerve	-12,1	-11,6	-7,3	-0,4	7,4	8,1	3,7	14,5	-9,03	-10,14
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Narodna banka Srbije, neto	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	676,36	561,44	762,45	667,97	-865,84	-1.061,63
Bruto rezerve	-793,11	-1.090,74	-276,23	-1.309,69	638,67	440,86	613,29	508,46	-880,04	-1.080,32
Obaveze	184,49	365,52	446,02	531,66	37,69	120,58	149,16	159,52	14,21	18,69
MMF	182,35	364,90	446,72	539,97	39,37	106,55	129,87	141,97	8,10	15,09
Ostale obaveze	2,14	0,61	-0,70	-8,31	-1,67	14,04	19,29	17,54	6,10	3,59
STRUKTURA NETO REZERVNI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	676,36	561,44	762,45	667,97	-865,84	-1.061,63
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-125,77	91,72	28,90	610,69	-20,68	-29,93	65,59	100,98	331,11	302,75
1.2 Depoziti države	144,17	541,44	-162,64	48,59	-47,99	107,13	194,81	393,89	65,30	-26,98
1.3 NBS sopstvene rezerve	-590,22	-92,05	36,05	-118,75	607,70	638,64	1.022,85	1.162,84	-469,43	-785,86
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)										

Izvor: NBS.

1) "Početnim M2" označava se stanje primarnog novca na početku odnosne godine, tj. kraju prethodne.

2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika”, Okvir 4, QM br. 5.

3) U „država“ uključeni su svи nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

4) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

5) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

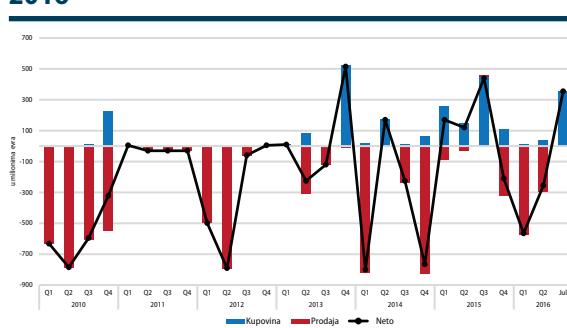
Neto sopstvene rezerve NBS u Q2 beleže pad...

... usled nastavka prodaje deviza na MDT...

... ali se u Q3 očekuje promena trenda

Deprecijski pritisci sa početka godine nastavljeni su i u Q2 usled čega je NBS nastavila sa intervencijama na strani prodaje deviza na MDT. U cilju smanjenja većih slabljenja kursa dinara NBS je u Q2 neto prodala 255 miliona evra, što sa sredstvima iz Q1 iznosi 820 miliona evra na strani prodaje deviza (u Q1 NBS je bila neto prodavac u iznosu od 565 miliona evra, Grafikon T7-3). Promena pritiska na MDT ka aprecijaciji dinara u julu mesecu uticala je da NBS bude neto kupac deviza sa iznosom od 355 miliona evra usled čega je za samo mesec dana neutralisana prodaja iz Q2. Prodaja deviza na MDT tokom Q2 negativno je uticala na nivo neto sopstvenih rezervi NBS koje su smanjene za 316 miliona evra vrednosti sa početka godine (u Q1 neto sopstvene rezerve NBS smanjene za 469 miliona evra od vrednosti sa početka godine Tabela T7-2). Na taj način NBS je vršila sterilizaciju primarnog novca u Q2 povlačenjem dinarske likvidnosti ali je zahvaljujući većem rastu neto domaće aktive primarni novac ipak zabeležio porast od 1% od vrednosti sa početka godine. Promena smera pritiska u julu ka aprecijaciji uticala je da se NBS javi kao kupac deviza na MDT što je pozitivno uticalo na rast neto devizne rezervi u odnosu na jun za 356 miliona evra, a time i na kreiranje primarnog novca.

Grafikon T7-3. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2016



Izvor: NBS.

1) IMF Country Report No. 16/287 „Republic of Serbia: Fourth and Fifth Reviews Under the Stand-By Arrangement and Rephasing of the Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Republic of Serbia“, str. 11

7. Monetarni tokovi i politika

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

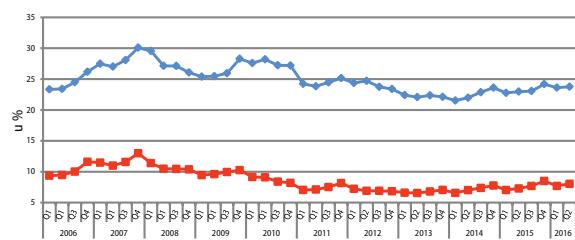
Novčana masa u Q2 nastavlja sa međugodišnjim rastom ...

... pri čemu krediti privredi posle dužeg vremena ponovo beleže realni međugodišnji rast

Novčana masa M2 je sa 7,8% međugodišnje zadržala visoku nominalnu stopu rasta na nivou sa početka godine (u Q1 stopa rasta iznosila je 7,9% međugodišnje, Tabela T7-5) pri čemu je jedan od važnijih elemenata rasta nešto veća kreditna aktivnost ka nedržavnom sektoru – preduzećima i građanima. Nakon korekcije za promenu kursa krediti privredni i stanovništvo beleže rast od 4,7% međugodišnje (u Q1 stopa rasta iznosila je 0,6% međugodišnje), u okviru koje krediti stanovništvo ubrzavaju međugodišnji rast na 5,8% dok je kod kredita privrede zabeležena stopa od 1,4% međugodišnje. Kada se izvrši korekcija za vrednost kumulativne mesečne inflacije u Q2 koja je iznosila nešto ispod 0,6%, realne stope rasta su niže za ovaj iznos ali i dalje iznad vrednosti iz prethodnog kvartala. Najviši realni rast zabeležen je kod kredita ka nedržavnom sektoru koja sa

4,2% međugodišnje beleži najveću vrednost u poslednje četiri godine. Pozitivne stope rasta, kako nominalne tako i realne, duguju se ubrzavanju rasta zaduživanja stanovništva od početka godine dok u isto vreme krediti privredi beleži još uvek skromne rezultate. Novčana masa je na nivou Q2 zabeležila rast od 2,2% svoje vrednosti sa početka godine. Kvartalni rast je generisan iz dinarskog i deviznog dela M2, što se vidi na osnovu povećanja neto strane aktive NSA od 1% od vrednosti početnog M2 kao i NDA o 1,2% od početnog M2.

Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2006-2016



Izvor: Proračun QM-a

Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2014–2016

	2014				2015				2016	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
12-m, u %										
M2 ¹⁾	4,2	4,8	6,6	8,7	8,5	7,8	4,1	7,2	7,9	7,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	-6,1	-4,5	-1,2	2,9	5,8	4,2	2,2	2,8	2,2	4,7
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	-8,2	-5,4	-3,7	-0,8	2,8	1,2	1,7	2,5	0,6	3,1
Domaćinstva	2,0	2,5	3,0	3,6	5,5	4,9	3,8	4,3	3,8	5,8
Privreda	-13,4	-9,7	-7,3	-3,4	1,2	-1,0	0,3	1,3	-1,4	1,4
12-m realni, u %										
M2 ¹⁾	1,9	3,5	4,3	6,7	6,4	5,8	2,6	5,5	7,2	7,3
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	-8,3	-5,7	-3,3	1,1	3,7	2,2	0,7	1,2	1,6	4,2
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	-10,3	-6,7	-5,8	-2,6	0,8	-0,7	0,1	0,8	0,0	2,6
Domaćinstva	-0,3	1,2	0,7	1,8	3,4	2,9	2,3	2,7	3,2	5,3
Privreda	-15,4	-10,8	-9,3	-5,1	-0,8	-2,9	-1,1	-0,3	-2,0	0,9
u milijardama dinara na kraju perioda										
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.691,4	1.740,2	1.818,4	1.865,4	1.835,4	1.876,1	1.893,8	1.999,6	1.979,6	2.023,2
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	516,4	555,3	587,1	614,3	567,8	595,3	632,4	702,6	645,5	685,0
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.175,0	1.185,0	1.231,3	1.251,2	1.267,7	1.280,8	1.261,4	1.297,0	1.334,1	1.338,2
kumulativni, u % od početnog M2⁴⁾										
M2 ¹⁾	-1,5	1,4	5,9	8,7	-1,6	0,6	1,5	7,2	-1,0	1,2
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	0,2	-0,1	11,7	11,1	3,2	3,4	3,0	2,7	-2,3	-1,3
Neto domaća aktiva (NDA)	-1,6	1,4	-5,8	-2,5	-4,7	-2,7	-1,3	4,6	1,3	2,5

Izvor: NBS

1) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

2) Krediti nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

4) Početnim M2 označava se stanje M2 na početku odnosne, tj. na kraju prethodne godine.

Najveći doprinos rastu M2 u Q2 duguje se M1

U okviru nominalnog rasta M2 od 7,8% međugodišnje u Q1 se najveći pojedinačni doprinos duguje povećanju M1 koji je sa 5,09 p.p. doprineo rastu M2. Ovo predstavlja nastavak trenda prema kojem M1 već godinu dana konstantno povećava svoj doprinos rastu M2. Devizni depoziti su sa 3 p.p. takođe pozitivno delovali na M2 dok su štedni i oročeni depoziti sa -0,3 p.p. ponovo delovali negativno na međugodišnji rast M2.

**Kreditna aktivnost
beleži blagi
oporavak u Q2 ...**

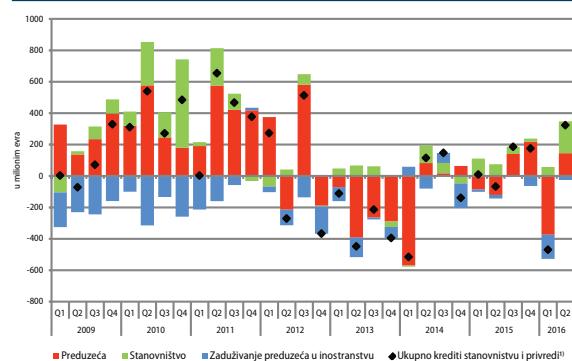
**... uz pozitivne
promene u strukturi
gde se beleži rast neto
plasmana privredi i
građanima**

**Neto kreditni plasmani
ponovo rastu nakon
razduživanja iz
prethodnog kvartala**

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Nakon prilično lošeg početka godine, indikatori kreditne aktivnosti u bankarskom sektoru beleže nešto bolje rezultate u Q2. Poslovne banke su na nivou Q2 zabeležile rast neto plasmana od 298 miliona evra, što je više nego duplo u odnosu prethodni kvartal (u Q1 neto plasmani iznosili 128 miliona evra, Tabela T7-7), pri čemu je sama struktura plasmana sada značajno poboljšana.

Grafikon T7-6. Prikaz novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2016



Izvor: Proračun QM-a
V. fuznotu 1 u Tabeli T7-5

Za razliku od Q1 kada su rasli samo krediti državi u Q2 se beleži rast kreditne aktivnosti i ka nedržavnom sektoru (preduzećima i domaćinstvima). Kreditni plasmani stanovništu su ubrzali rast usled čega je zabeleženo neto povećanje plasmana od 103 miliona evra, dok je razduživanje privrede prema domaćim bankama sa početka godine u Q2 preokrenuto u rast kreditne aktivnosti. Neto plasmani privredi su u Q2 povećani za 146 miliona evra usled čega je pad neto plasmana privredi na nivou polugodišta smanjen na -228 miliona evra. Kada su u pitanju prekogranični krediti u Q2 se nastavlja razduživanje privrede prema inostranim bankama u neto iznosu od 26 miliona evra.

Uprkos tome ukupan iznos neto plasmana privredi i stanovništvu iz domaćih i inostranih izvora je ipak pozitivan (Grafikon T7-6) i pokazuje nastavak trenda oporavka koji je započet sredinom 2015. godine sa izuzetkom pada u Q1 za koji smatramo da predstavlja kratkotrajnu pojavu prouzrokovanoj izborima u Srbiji i neizvesnošću na globalnim tržištima. Banke su na kraju Q2 kao i u prethodnom kvartalu smanjile iznos plasmana u REPO zapise za 7 miliona evra i pored znatnog rasta od 122 miliona evra koji je zabeležen u aprilu. Neto kreditiranje države je takođe smanjeno u Q2 za 44 miliona evra nakon izrazitog povećanja od 452 miliona evra koje je zabeleženo na početku godine. Pad neto kreditiranja države verovatno je posledica znatno višeg nivoa javnih prihoda u odnosu na planirane za prvih šest meseci usled čega je i smanjena potreba države da se zadužuje kod banaka. Isto se može zaključiti i iz vrednosti kratkoročnih i dugoročnih državnih hartija od vrednosti koje su emitovane u Q2, koja je bila manja od vrednosti hartija koje su prispele na naplatu u istom periodu. Usled toga je i iznos duga države po osnovu emitovanih hartija u Q2 smanjen 81 milion evra.

7. Monetarni tokovi i politika

Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2014-2016

	2014				2015				2016	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Izvori sredstava (-, povlačenje)	578	540	504	678	241	33	-368	-513	377	168
Domaći depoziti	240	-32	-382	-460	47	-118	-324	-918	223	-235
Depoziti stanovništva	45	-105	-149	-250	-11	-104	-114	-282	-16	-235
dinarski depoziti	27	-51	-75	-143	96	19	-57	-196	3	-75
devizni depoziti	17	-54	-74	-107	-107	-123	-57	-86	-19	-161
Depoziti privrede	195	72	-233	-210	58	-14	-211	-635	239	0
dinarski depoziti	210	45	-159	-273	168	112	-75	-455	385	222
devizni depoziti	-15	27	-75	63	-110	-126	-136	-181	-146	-222
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	358	396	610	907	36	150	58	225	181	397
Kapital i rezerve	-20	176	276	232	158	1	-101	179	-27	6
Devizne rezerve (-, povlačenje)	193	215	673	1.019	-150	-115	-262	-497	214	337
Plasmani¹⁾	-343	66	-19	-451	-20	149	928	1.252	128	426
Ukupno privreda i stanovništvo	-577	-382	-300	-296	24	-21	165	407	-316	32
Privreda	-570	-488	-471	-410	-86	-207	-67	158	-374	-228
Stanovništvo	-7	105	171	114	111	186	231	248	57	260
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-176	-133	-556	-869	-66	100	439	192	-7	-14
Neto kreditiranje države ³⁾	411	581	837	714	22	69	324	653	452	408
PRO MEMORIA										
Obavezne rezerve i depoziti	-2	-215	-223	-730	444	605	288	311	-598	-864
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-136	-135	-4	110	-182	-309	-209	-100	-107	160
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-156	-162	-9	112	-204	-317	-225	-134	-102	160
Ostale stavke ⁵⁾	-289	-454	-822	-592	-352	-379	-404	-343	0	-204
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	23	22	22	19	22	23	20	20	17	16

Izvor: NBS

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.

2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.

3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoje vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

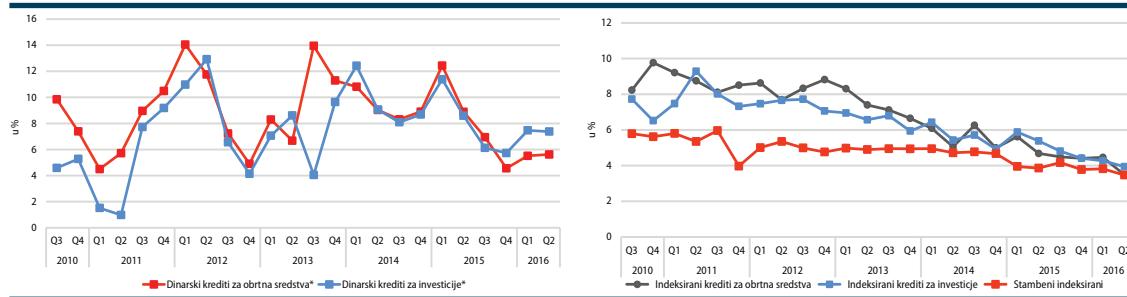
4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubanarni odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.

6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

Jedan od faktora koji je pozitivno delovao na povećanje neto plasmana privredi i stanovništву je i nastavak smanjenja kamatnih stopa kod najvećeg dela kredita za fizička i pravna lica. Kamatne stope za indeksirane kredite za stanove u Q2 su smanjene za 0,33 p.p. u odnosu na prethodni kvartal, dok je isto smanjenje kamatne stope zabeleženo i kod kredita za investicije. Najveće smanjenje kamatne stope za novo odobrene poslove ostvareno je kod kredita za obrtna sredstva za skoro 1 p.p., usled čega sada ponderisana kamatna stopa na kraju Q2 iznosi 3,48% (Grafikon T7-8) što je nova najniža vrednost kako kod ovog tipa tako i kod ostalih kredita na domaćem bankarskom tržištu.

Grafikon T7-8. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010–2016



Izvor: Proračun QM-a

* realne kamatne stope

Nakon pada u prethodnom kvartalu beleži se rast izvora za nove plasmane

Bolja situacija u odnosu na početak godine beleži se i na strani izvora za nove plasmane bankarskog sektora koji su prvo bitno u Q1 bili smanjeni za 377 miliona evra. U Q2 su izvori za nove plasmane povećani za 209 miliona evra (Tabela T7-7) u okviru kojeg je poboljšana i struktura samih izvora. Najveći rast izvora duguje se povećanju depozita privrede od 239 miliona evra čime je

u potpunosti neutralisano povlačenje depozita privrede iz prethodnog kvartala. U isto vreme depoziti stanovništva su povećani za 219 miliona evra što je značajan rast nakon rasta od 16 miliona evra iz Q1. Devizna struktura depozita pokazuje da je kod stanovništva veći deo rasta ostvaren po osnovu deviznih depozita od 142 miliona evra, dok je kod privrede rast depozita većim delom bio u dinarskom znaku sa 163 miliona evra dok su devizni depoziti privrede povećani za 76 miliona evra. Ukupan rast kreditnog potencijala delimično je smanjen razduživanjem domaćih banaka prema inostranstvu u iznosu od 216 miliona evra, čime je neutralisana skoro polovina rasta koji su generisali depoziti stanovništva i privrede. Smanjenje kapitala i rezervi banaka od 34 miliona evra u Q2 dodatno je negativno uticalo na kreditni potencijal domaćih banaka ali je njegov uticaj skroman da bi neutralisalo rast ostvaren na strani domaćih depozita.

**Učešće loših kredita
beleži blago smanjenje
u Q2 koje se nastavlja u
julu ...**

**... najviše zahvaljujući
padu u segmentu
pravnih lica**

U segmentu loših kredita prema podacima Kreditnog biroa na kraju Q2 se beleži blago poboljšanje u vidu smanjenja ukupnog učešća loših kredita za 0,5 p.p. u odnosu na učešće na kraju marta. Prema metodologiji² QM-a ukupno učešće loših kredita je na kraju Q2 smanjeno na 21% što je na nivou učešća iz druge polovine 2015. godine (Grafikon T7-11). Najveće pojedinačno poboljšanje beleži se u segmentu preduzetnika kod kojih je učešće loših kredita smanjeno za gotovo 3 p.p. (Tabela T7-9) ali je njihov relativni doprinos ukupnom padu mnogo manji usled malog učešća ovog segmenta u ukupno plasiranim kreditima. Mnogo veći uticaj ostvaren je usled smanjenja učešća od 0,63 p.p. kod loših kredita u vlasništvu pravnih lica, dok je smanjenje od 0,3 p.p. zabeleženo i kod fizičkih lica. Na osnovu podataka sa kraja jula ukupno učešće je dodatno smanjeno na 20,5% ukupno plasiranih kredita pri čemu je najveće smanjenje kako absolutno tako i relativno zabeleženo kod pravnih lica.

Tabela T7-9. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2018-2016

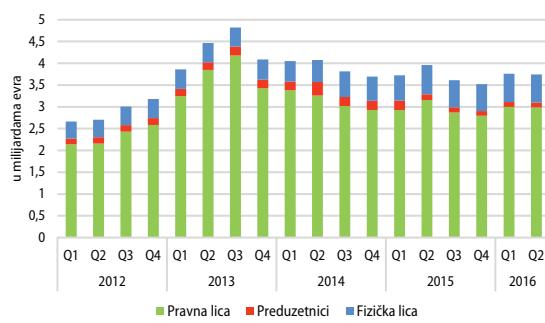
	2009	2010	2011	2012	2013	2014				2015				2016		
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Juli
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	28,67	28,12	26,76	25,5	25,85	28,63	25,52	24,4	26,89	26,26	25,62
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	21,11	29,77	43,61	43,29	45,19	34,91	32,03	29,92	33,03	30,12	29,92
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	8,7	9,22	11,41	9,97	10,16	11,6	10,68	10,53	10,95	10,63	10,37
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	4,05	4,07	3,81	3,70	3,72	3,96	3,61	3,52	3,76	3,75	3,67

Izvor: Proračun QM-a

**Banke u stranom
vlasništvu uspešnije u
rešavanju loših kredita**

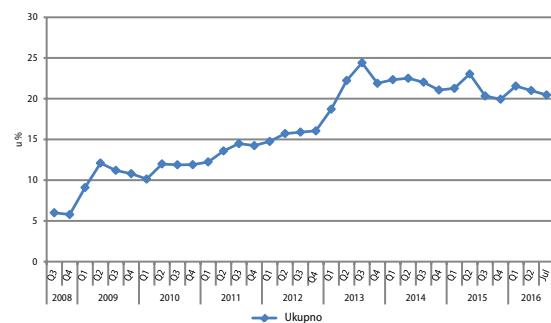
Zabeležen pad učešća loših kredita u većoj meri se duguje rastu kreditne aktivnosti u Q2 nego smanjenju ukupnog iznosa loših kredita što se može videti na osnovu kretanja njihovog apsolutnog iznosa koji se u Q2 nije značajnije smanjeno (Grafikon T7-10). Smanjenju apsolutnog iznosa loših kredita najviše su doprinele banke u stranom vlasništvu (zaslužne za preko 97% smanjenja) dok su u Q2 banke u državnom vlasništvu delovale negativno povećavajući iznos loših kredita u ovom periodu³. Strategija za rešavanje problematičnih kredita još uvek daje skromne rezultate, pa u budućnosti treba pratiti njene efekte i po potrebi primeniti dodatne mere kako bi se učešće loših kredita značajnije smanjilo.

Grafikon T7-10. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2016



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-11. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2016



2 Za detalje o načinu izračunavanja učešća loših kredita pogledati QM 6 - Pod lupom 1: Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

3 IMF Country Report No. 16/287 „Republic of Serbia : Fourth and Fifth Reviews Under the Stand-By Arrangement and Rephasing of the Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Republic of Serbia“, Box 2. Progress in NPL Resolution, str. 13