

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 51 • oktobar–decembar 2017

Beograd, mart 2018

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 Ranđelović

AUTORI

Milojko Arsić, Aleksandra Anić, Tržište rada
Danko Brčerević, Privredna aktivnost
Mirjana Gligorić, Platni bilans i spoljna trgovina
Slobodan Minić, Cene i devizni kurs
Saša Ranđelović, 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*) osmislila je Kori Udovički, koja je bila glavna urednica prvih šest brojeva *QM*-a. Od sedmog do dvadesettrećeg broja, glavni urednik *QM*-a bio je prof Pavle Petrović. Glavna urednica dvadesetčetvrtog 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. Tržište rada	17
4. Platni bilans i spoljna trgovina	23
5. Cene i devizni kurs	31
6. Fiskalni tokovi i politika	37
7. Monetarni tokovi i politika	44

OSVRTI

Osvrt 1. Merenje kvaliteta privrednog rasta	51
--	----

Mirjana Gligorić, Biljana Jovanović Gavrilović

Osvrt 2. Od čega zavisi nivo i dinamika zarada u Srbiji?	56
---	----

Nemanja Vuksanović, Miloško Arsić

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 dvanaestomesečni, zamenjujemo 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 – Makroekonomske 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

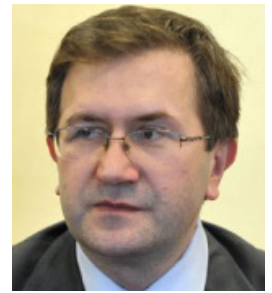
SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Napredak u uspostavljanju makroekonomske stabilnosti ostvaren tokom prethodne tri godine, u prvi plan izbacuje pitanje dugoročno održivog rasta privrede, kojim bi se postepeno nadoknađivao istorijski zaostatak Srbije za evropskim zemljama. Pitanje ubrzanja rasta je kritično važno jer Srbija od 2010 godine ozbiljno zaostaje za zemljama centralne i istočne Evrope, tako da se razlika u nivou razvijenosti povećava umesto da se smanjuje. Kumulativni rast zemalja centralne i istočne Evrope u periodu 2010-2017 iznosi 18,9% dok u istom periodu Srbija ima rast od samo 6,7%. Relativno visoka stopa rasta od oko 4%, koja će verovatno biti ostvarena u ovoj godini, ne bi trebalo da nas zavara, jer ona sadrži efekte jednokratnog oporavka poljoprivrede i energetike – bez tih efekata rast bi iznosio oko 3% što bi ponovo bila jedna od najnižih stopa rasta u Regionu.

Stoga je razumljivo da se u javnosti javljaju različiti predlozi kako da se stvore uslovi za brži rast privrede Srbije. Deo ekonomista i političara predlaže da se poveća domaća tražnja, odnosno privatna i državna potrošnja kako bi se ubrzao privredni rast, što je teorijski i iskustveno sporno. Kada bi rast privrede ostvarivao većom potrošnjom tada ne bi postojala ni jedna nerazvijena zemlja na svetu jer je ekonomski lako i politički poželjno povećati potrošnju na taj način što bi se povećale plate, penzije, socijalna pomoć, subvencije, javne nabavke i dr. Međutim, kao što pojedinci ne mogu da postanu bogatiji time što će više da troše tako to ne mogu ni narodi – ako potrošnja raste brže od BDP to dovodi do rasta fiskalnog i spolnog deficita, a potom do rasta spolnog i javnog duga, nakon čega deprecira nacionalna valuta i raste inflacija. Konačni rezultat takve politike je stagnacija ili pad privredne aktivnosti, nakon čega sledi i pad potrošnje.

Naravno za napredak privrede je potrebno da potrošnja raste, međutim, potrošnja ne može da bude pokretač rasta privrede, može samo da ga prati. Cilj odgovorne Vlade nije maksimizacija potrošnje u jednoj godini nego stalni rast potrošnje iz godine u godinu, a to je moguće samo ako privreda ostvaruje visoke stope rasta, a uslov za to su visoke investicije. Stoga, odgovorna politika podrazumeva da potrošnja u sadašnjosti bude tolika da omogući rast potrošnje u budućnosti, a to znači da potrošnja ne treba da istiskuje investicije. Takvu politiku

su sprovodile sve brzo rastuće privrede u svetu od zapadnoevropskih zemalja u prošlosti, do dalekoistočnih i zemalja centralne i istočne Evrope u sadašnjosti.

U slučaju Srbije postoje dodatni razlozi zbog kojih bi pokušaj da se rast privrede generiše povećanjem potrošnje bio naročito štetan, zbog toga što su već sada potrošnja građana i države velika u odnosu na BDP, dok je deficit u trgovini sa svetom relativno visok. Državna potrošnja u Srbiji, uključujući i transfere građanima, iznosi 43% BDP, i ona je veća od proseka zemalja centralne i istočne Evrope, iako bi trebala da bude manja jer je Srbija jedna od najmanje razvijenih zemalja CIE. Takođe, potrošnja građana, mada mala po apsolutnoj vrednosti, već sada iznosi 72,4 % BDP, dok u zemljama CIE u proseku iznosi 56,5% BDP. Visoko učešće privatne i državne potrošnje u BDP ukazuje na to da su one u prošlosti u dužem periodu rasle brže od BDP. Prema tome tekuća državna i privatna potrošnja u Srbiji su predimenzionirane u odnosu na BDP, što dovodi do istiskivanja investicija kao glavnog pokretača dugoročnog rasta privrede. Stoga je potrebno da državna i privatna potrošnja rastu sporije od rasta BDP sve dok investicije ne dostignu nivo koji je potreban da privreda u dugom roku raste po visokim stopama. Srbija je u prošloj godini ostvarila visok deficit u razmeni roba i usluga od 8,2% BDP, što je za 1,8% više nego u 2016. godini. Brži rast domaće potrošnje od rasta BDP, u kombinaciji sa realnim jačanjem dinara, doveo bi do dodatnog povećanja spolnog deficita. Taj deficit, se sada uspešno finansira stranim investicijama, ali strane investicije mogu naglo da stanu, kao što se to dogodilo 2009. godine, nakon čega je sledila nagla deprecijacija dinara i pad privredne aktivnosti. Kako bi smanjila ove rizike Srbija kroz politiku potrošnje i politiku kursa treba da utiče na postepeno smanjenje spolnih deficita, a ne da ih podstiče.

Na osnovu iskustava velikog broja zemalja koje su u prošlosti ostvarile visoke stope rasta može se zaključiti da su visoke investicije neposredan uslov za visoke stope rasta privrede. Drugi faktori koji neposredno utiču na rast, kao što je uvođenje inovacija, dobra infrastruktura i dr. tesno su povezani sa investicijama. Brojna empirijska istraživanja ukazuju na to da je su za brz rast privrede na našem nivou razvijenosti potrebne investicije od oko 25% BDP. Druga pouka empirijskih istraživanja je da

su za rast u dugom roku presudna domaća sredstva za investicije. Strane direktne investicije mogu da imaju važnu ulogu u nekim fazama razvoja ali u dugom roku, presudne su domaće, pre svega privatne, investicije. Jednostavnije rečeno, niko nije dostigao visok nivo razvijenosti oslanjajući se u dužem periodu dominantno na strana sredstva.

Srbija još od početka svetske ekonomske krize ostvaruje investicije koje se kreću između 17-19% BDP, a sa tako malim investicijama nije moguće ostvarivati visoke stope privrednog rasta. Mada je ovo saznanje prilično poznato Srbija već godinama ne uspeva da znatnije poveća stopu investicija. Uz nizak nivo ukupnih investicija Srbija se suočava sa na izgled paradoksalnom situacijom da je već nekoliko godina u vrhu zemalja po iznosu stranih direktnih investicija, da bi u prošloj godini izbila u sam vrh. Strane direktne investicije su u 2017. godini iznosile 2,4 milijarde evra, što je za 27% više nego u prethodnoj godini, dok je njihovo učešće u BDP bilo 6,5%, što je najviše među zemljama regiona (videti Poglavlje platni bilans i spoljna trgovina). Visoke SDI praćene su javnim pohvalama stranih preduzetnika, a povremeno i stranih analitičara, za dobre uslove investiranja i poslovanja u Srbiji. Za razliku od stranih investicija, domaće javne i privatne investicije u Srbiji su među najnižim u zemljama centralne i istočne Evrope. Domaće javne investicije već godinama se kreću oko 3% BDP, dok u drugim zemljama CIE iznose 4-5% BDP. Domaće privatne investicije iznose oko 10% BDP, dok su u zemljama CIE oko 15% BDP. Kada su u pitanju domaće investicije za sada nema nagoveštaja da se stanje popravlja, jer su u prošloj godini javne investicije opale za 6,7%, dok se pad privatnih investicija procenjuje na 3-4%. Za razliku od stranih investitora, domaći investitori daju uglavnom negativne ocene o uslovima za poslovanje i investiranje.

Stoga je ključno pitanje za rast privrede Srbije zašto su domaće investicije toliko niske? Kada su u pitanju javne investicije odgovor je prilično očigledan. Nizak nivo javnih investicija posledica je niske efikasnosti države, koja uprkos obezbeđenim finansijskim sredstvima, ne uspeva da ostvari planirane investicije. Posledica niskih javnih investicija je višegodišnje kašnjenje u realizaciji infrastrukturnih projekata, kao što je Koridor 10, loše stanje železničke i komunalne infrastrukture i dr. Međutim, odgovor na pitanje zašto su toliko niske domaće privatne investicije zasluhuje detaljniju analizu. Jedna mogućnost je da domaći investitori ne vide šanse za investiranje koje vide stranci ili da nemaju sredstava i znanja koja oni imaju. Druga mogućnost je da su uslovi investiranja, u nekim važnim aspektima, povoljniji za strane nego za domaće privatne investitore. Mogućnost da domaći investitori ne vide prilike, koje vide stranci se može prilično izvesno isključiti, jer je broj domaćih

potencijalnih investitora neuporedivo veći od broja stranih investitora koju su zainteresovani za naše tržišta. Osim toga realna je pretpostavka da na većini tržišta domaći investitori ne zaostaju za stranim po sposobnostima uočavanja prilika za investiranje jer duže posluju na tržištu Srbije, uglavnom poznaju trendove na svetskim tržištima i dr. Takođe, ni nedostatak sredstva ne može da objasni nizak nivo domaćih investicija, jer domaći privrednici ostvaruju dobre finansijske rezultate tokom poslednje dve godine, a osim toga stoji im na raspolaganju velika ponuda kredita po kamatnim stopama koje su niže nego ikada.

Mogućnost da su strane investicije visoke u odnosu na domaće zbog povoljnijih uslova za strane investitore izgleda znatno verovatnija. Pri tome se čini da postoje bar tri važne oblasti u kojima strani investitori imaju prednosti u odnosu na domaće. Prva prednost se odnosi na mogućnost dobijanje državnih subvencija, koje u načelno dostupne svima. Međutim, uslovi za odobravanje subvencija su definisani tako da ih lakše ispunjavaju strani investitori. Druga prednost stranih investitora je što dobijaju direktnu državnu pomoć pri zaobilazanju brojnih birokratskih barijera. Na takvu pomoć može da računa samo mali deo domaćih preduzetnika i to onih koji su blisko povezani sa vlašću. Ostali preduzetnici zaobilaze takve prepreke sporo i uz velike troškove. Konačno, strani preduzetnici su bolje zaštićeni od raznih oblika narušavanja zakona, poput prevara, iznuda i slično, usled čega je poslovni ambijent za njih dosta sigurniji. Rezimirajući prethodno sledi da su troškovi poslovanja za strane preduzetnike u Srbiji manji, kao i da su oni, u velikoj meri, zaštićeni od rizika kojima su izloženi domaći privrednici.

Iz prethodnog sledi, da se brz privredni rast ne može ostvariti tako što se jednoj grupi preduzetnika, odobravaju visoke subvencije i određuju državni činovnici koji im pomažu u zaobilazanju birokratskih barijera, štite ih od prevara, iznuda i dr. Uslov za brz privredni rast je usvajanje pravila koja bi podjednako važila za sve, stvaranje kompetentne i poštene administracije koja bi se striktno držala tih pravila, efikasno pravosuđe koje bi podjednako štitilo sve privrednike i dr.

U ovom broju Kvartalnog monitora osim redovnih analiza tekućih privrednih kretanja, ekonomskih politika i reformi, nalaze se i dva Osvrta. U Osvrtu 1. prof Biljana Jovanović Gavrilović i Mirjana Gligorić analiziraju kvalitet privrednog rasta Srbije, dok u Osvrtu 2. Nemanja Vuksanović i Miloško Arsić analiziraju determinante prosečnih zarada u Srbiji.

TRENDOVI

1. Pregled

Prethodnu, 2017. godinu, obeležila je kombinacija pozitivnih i negativnih makroekonomskih kretanja. Sa pozitivne strane najvažnija poboljšanja koja je donela 2017. odnose se na javne finansije, nisku i stabilnu inflaciju od oko 3% koja je bila tokom čitave godine u okviru ciljnog koridora NBS i umereno povećanje zaposlenosti od 2,5-3%. Glavni negativni trendovi u 2017. bili su slab privredni rast od svega 1,9%, koji je bio praktično najniži u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi (CIE), snažno pogoršanje spoljnotrgovinskog deficita i zastoj u sprovođenju strukturnih reformi. Iako u 2018. očekujemo određena poboljšanja makroekonomskih rezultata koja se pre svega odnose na povećanje privrednog rasta (očekujemo rast BDP-a od oko 4%), praktično sva tri pobrojana problema iz 2017. (nizak trend rasta, rastući spoljni deficit i nesprovođenje reformi) biće i dalje aktuelna. Tako privredni rast od 4% koji očekujemo u 2018. još uvek nije dovoljan da smanji zaostatak Srbije u razvoju u odnosu na druge uporedive zemlje CIE, budući da te zemlje rastu još brže – npr. u 2017. ostvarile su rast BDP-a od 4,5%. Uz to, privredni rast Srbije od 4% koji očekujemo u 2018. nije potpuno održiv, zato što delom počiva na oporavku poljoprivrede od suše iz 2017. godine. Takođe, prvi januarski podaci ukazuju na dalje širenje spoljnotrgovinskog deficita, dok je spremnost Vlade za ubrzanje strukturnih reformi u 2018. još uvek pod znakom pitanja.

Uočene makroekonomske slabosti nameću potrebu da Vlada i NBS na te izazove odgovore adekvatnim ekonomskim politikama i ubrzanjem reformi. Po pitanju niskog privrednog rasta, već neko vreme ističemo da je neposredni razlog zbog kog Srbija dugoročno zaostaje u odnosu na uporedive zemlje – manjak investicija. Stoga smatramo da bi za povećanje učešća investicija u BDP-u, odnosno za trajno ubrzanje privrednog rasta, Vlada trebalo da sprovodi sledeće politike: 1) da poveća javne investicije, 2) reformiše javna preduzeća kako bi ona više investirala, 3) privatizuje preostala državna preduzeća poput RTB Bora i Petrohemije i 4) unapredi poslovni ambijent, pre svega u oblasti vladavine prava, smanjenja korupcije i povećanja efikasnosti državne administracije kako bi se povećale privatne investicije. Za drugi makroekonomski problem, snažno širenje spoljnotrgovinskog deficita, potrebno je da NBS spreči preterano jačanje dinara koje negativno utiče na neto izvoz, ali i da se odustane od najavljenog bržeg rasta tražnje od rasta BDP. Na kraju, po pitanju zastoja u sprovođenju strukturnih reformi, važno da se sklopi novi aranžman sa MMF-om, ali i da se donose politička odluka kojom bi se sprovođenje reformi stavilo iznad kratkoročnih političkih interesa vlasti i posebnih interesa privilegovanih grupa.

Privredni rast u 2017. iznosio je 1,9% što je u skladu sa našim očekivanjima iznetim sredinom prethodne godine (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“ u prethodnim izdanjima *QM*-a). Rast BDP-a od 1,9% nije bio zadovoljavajući budući da je bio najniži u čitavoj CIE (izuzimajući Makedoniju koja je imala političku krizu). Na loše rezultate privrede Srbije u 2017. delom su uticali jednokratni činioci – suša i veliki pad proizvodnje EPS-a u prvom delu godine. Ova dva činioca zajedno oborili su privredni rast za približno jedan procentni poen. Međutim, i da njih nije bilo privredni rast Srbije bio bi i dalje relativno nizak, odnosno nešto ispod 3%. Sa rastom BDP-a od 3% Srbija bi praktično i dalje bila zemlja sa najnižim privrednim rastom u čitavoj CIE (Tabela T2-1).

U 2018. očekujemo rast BDP-a od oko 4%. Na takvu prognozu nas upućuju postojeći trendovi BDP-a i analiza privrednih delatnosti koje su imale veliki pad u 2017. godini. Naime, privredna kretanja u poslednja dva kvartala 2017. ukazuju da je trend rasta BDP-a sa kojim se ulazi u 2018. oko 3%. Budući da u 2018. očekujemo oporavak poljoprivrede od suše iz 2017. i njen rast od oko 10%, kao i relativno visok rast proizvodnje električne energije koja će se porediti sa velikim padom iz prve polovine 2017. godine – to će dodati na postojeće trendove rasta privrede još jedan procentni poen. Dakle, trend rasta privrede od oko 3% sa jednokratnim doprinosom poljopri-

vrede i proizvodnje električne energije trebalo bi u zbiru da daju rast BDP-a u 2018. od oko 4%. Zbog loših rezultata u prvom kvartalu prethodne godine, ostvarenje stope rasta od 4% u ovoj godini u skladu je sa rastom BDP u prvom kvartalu ove godine od oko 4,5%. Stoga visok rast u prvom kvartalu ove godine ne bi trebalo tumačiti kao prognozu rasta za celu godinu.

Kretanja na tržištu rada u 2017. bila su u načelu povoljna. Zaposlenost je imala rast od malo preko 2,5%, a zarade su realno porasle za oko 0,9% (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Pored većeg broja indikatora kretanja zaposlenosti, od kojih neke smatramo i nedovoljno pouzdanim (Anketa o radnoj snazi), kao najbolju indicaciju stvarnog rasta zaposlenosti u Srbiji izdvajamo kretanje registrovane zaposlenosti. Registrovana zaposlenost prati se na osnovu administrativnih podataka iz Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) i ti podaci pokazuju rast registrovane zaposlenosti u 2017. od 2,6%. Iako na prvi pogled podaci o rastu zaposlenosti (2,6%) i rastu realnih zarada od 0,9% nisu potpuno konzistentni sa nešto nižim privrednim rastom (1,9%), trebalo bi uzeti u obzir to da je na nizak privredni rast uticala suša i loše upravljanje EPS-om, koji nemaju mnogo uticaja na kretanje zaposlenosti i zarada. Zbog toga je za ocenu održivosti sadašnjeg rasta zaposlenosti i zarada bolje porediti rast mase zarada sa rastom „tendnog“ BDP-a (BDP očišćen od uticaja suše i loših rezultata elektroenergetskog sektora) – koji iznosi oko 3% i relativno je blizak realnom rastu mase zarada.

U 2018. očekujemo slične trendove kretanja zaposlenosti kao u 2017, tj. da će zaposlenost da nastavi da raste sa stopom od 2-3%. Rast plata mogao bi nešto da se ubrza, jer su početkom godine povećane plate u opštoj državi (oko 500.000 zaposlenih) za oko 9% u proseku, a takođe, donesena je odluka i da se minimalna zarada poveća za 10%, što se odnosi i na javni i na privatni sektor. Od ove dve mere, problematičnije je povećanje plata zaposlenih u opštoj državi, koje je veće od očekivanog rasta nominalnog BDP-a, ali i od rasta zarada u privatnom sektoru (koji je u 2017. iznosio ispod 4,5%). Veći rast plata od rasta BDP-a koji planira država za svoje zaposlene može negativno da utiče na povećanje makroekonomskih neravnoteža, a ubrzani rast plata u javnom sektoru neopravdano ga favorizuje u odnosu na privatni sektor u kom je sigurnost posla manja. Druga mera Vlade, povećanje minimalne zarade za 10%, nije toliko upitna jer je donesena u paketu sa povećanjem neoporezivog dela zarade sa 11.790 dinara na 15.000 dinara. Zbog istovremenog poreskog rasterećenja rada, ovo povećanje minimalne zarade neće predstavljati dodatno opterećenje za poslodavce. Međutim, ističemo i to da je raspoloživi fiskalni prostor u 2018. zapravo dozvoljavao veće rasterećenje poreskog opterećenja zarada za sve zaposlene, ali se Vlada opredelila da taj prostor potroši na iznadprosečno povećanje zarada u javnom sektoru.

Kretanja u platnom bilansu u 2017. bila su nepovoljna, jer je tekući deficit povećan, sa 3,1% BDP-a (1,1 mlrd evra) koliko je iznosio u 2016. godini na 5,7% BDP-a (2,1 mlrd evra) u 2017. godini (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Iza ovog pogoršanja najvećim delom stoji brži rast uvoza od izvoza, što je dovelo do povećanja spoljnotrgovinskog deficita za 820 mln evra. Porast nivoa deficita u trgovinskoj razmeni tokom 2017. godine nastao je usled: 1) nepovoljnijeg odnosa razmene, 2) smanjenja suficita u trgovini poljoprivrednim proizvodima, kao i 3) osetnog jačanja dinara. Kako su prva dva uzroka rasta deficita posledica eksternih okolnosti (promena svetske cene nafte, nepovoljni vremenski uslovi za poljoprivredu), na šta se ne može uticati domaćim politikama, ključno je da NBS odlučnije sprečava preterano jačanje dinara kako bi se bar zaustavio uticaj tog kanala na povećanje spoljnih neravnoteža.

Priliv kapitala iz inostranstva u 2017. takođe je osetno povećan, dobrim delom kao posledica povećanja stranih direktnih investicija (SDI). Neto SDI povećane su sa 5,5% BDP-a (1,9 mlrd evra) iz 2016. na 6,5% BDP-a (2,4 mlrd evra) u 2017. godini. Iako je ovaj trend u osnovi pozitivan, moralo bi se voditi računa ne samo o nivou već i o strukturi SDI. Dostupni podaci o strukturi SDI za prva tri kvartala 2017. godine ukazuju na smanjenje stranih investicija u prerađivačku industriju za preko 150 mln evra, dok su u isto vreme povećane investicija u trgovinu i poslovanje nekretninama za preko 200 mln evra. Iako je još prerano donositi dugoročne zaključke, NBS bi morala pogoršanje trgovinske razmene i promenu strukture SDI shvatiti veoma ozbiljno. Srbija je već imala iskustvo jakog dinara, snažnog povećanja tekućeg deficita i usmeravanje privrede na usluge i potrošnju umesto na izvoz u periodu 2005-2008. godina. Takvi trendovi su se sa izbijan-

jem krize u drugoj polovini 2008. pokazali kao neodrživi i skupo su koštali, tako da istu grešku Srbija ne bi smela da ponavlja dva puta.

Kao što smo već istakli, 2017. je obeležilo relativno snažno jačanje dinara (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Dinar je nominalno ojačao u odnosu na evro za 4%, a u odnosu na američki dolar čak za 15,4%. Budući da je tokom 2017. inflacija u Srbiji bila veća nego u zemljama Evrozone i SAD, realna apresijacija dinara u prošloj godini bila je još izraženija od nominalne. Jačanje dinara često ima pozitivne konotacije u javnosti, budući da povećava kupovnu moć stanovništva i smanjuje zaduženost deviznih dužnika (dovelo je i do snažnog smanjenja javnog duga). Međutim, dugoročne posledice preteranog jačanja dinara su štetne budući da ozbiljno narušavaju cenovnu konkurentnost privrede Srbije, podstiču rebalansiranje ekonomije ka domaćoj potrošnji i nerazmenjivim uslugama umesto ka izvozu i šalje pogrešne signale za investitore.

Inflacija je u 2017. iznosila 3% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“), što ujedno predstavlja i sredinu ciljnog koridora NBS ($3 \pm 1,5\%$). Rast cena u 2017. obeležila su dva različita perioda. Početkom 2017. inflacija je bila nešto veća – cene su već od januara do aprila porasle za 3%, koliko je iznosila i ukupna godišnja inflacija. To znači da je od maja do decembra rast cena bio potpuno zaustavljen. Zbog toga se u 2018. ušlo sa trendom veoma niske inflacije što se sada, zbog efekta visoke baze odražava na relativno snažno smanjenje međugodišnje inflacije u prva dva meseca 2018. godine. Međugodišnja inflacija u februaru spustila se na donju granicu ciljnog koridora NBS (1,5%) i postoji velika verovatnoća da će ga u narednim mesecima napustiti. Bilo bi zato poželjno da NBS hrabrije koristi monetarne mere za održavanje inflacije u ciljanim okvirima, jer je rast cena blizu sredine ciljnog koridora poželjan, ne samo za privredni rast, već i za kredibilitet Narodne banke.

Kao odgovor na nisku inflaciju, NBS je u drugoj polovini 2017. i početkom 2018. smanjivala referentnu kamatnu stopu (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). U oktobru 2017. referentna kamatna stopa smanjena je sa 3,75%, na 3,5%, a u martu 2018. usledilo je novo smanjenje na 3,25%. Kreditna aktivnost je tokom 2017. bila u solidnom porastu, iako se to ne vidi na prvi pogled zbog znatnog otpisivanja nenaplativih kredita. Problem nenaplativih (loših) kredita ubrzano se rešavao tokom 2017, tako da je na kraju decembra učešće loših kredita u ukupno plasiranim palo na 11% što je njihovo najniže učešće još od 2009, tj. prepolovilo se u odnosu na njihov rekordan nivo od 23% iz sredine 2015. godine. Kamatne stope i dalje su na rekordno niskom nivou, bankarski sektor je u dobrom stanju, tako da tokom 2018. očekujemo dalje povećanje kreditne aktivnosti u Srbiji.

Fiskalna kretanja u 2017. bila su povoljna (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Budžet je posle više od deset godina ponovo bio u suficitu od nešto preko 50 mlrd dinara (1,2% BDP-a). Ovaj rezultat ostvaren je usled široko rasprostranjenog rasta poreskih prihoda koji su realno povećani u odnosu na 2016. za 4%, dok su javni rashodi realno smanjeni za skoro 2%. Na strani javnih prihoda znatno veći od plana bili su prihodi od poreza na dobit usled vanrednog rasta profitabilnosti privrede u 2016, kao i prihodi od doprinosa zbog većeg rasta zaposlenosti u 2017. od očekivanog. Na strani javnih rashoda do najvećih smanjenja u odnosu na plan došlo je kod rashoda za kamate (apresijacija dinara i smanjenje kamatnih stopa), kao i kod (neželjenog) smanjenja javnih investicija koje su u 2017. bile 6,7% realno manje u odnosu na 2016, iako je planirano da realno porastu za 6%.

Ostvareni fiskalni rezultat u 2017. nesporno je dobar, naročito kada se uporedi sa fiskalnim deficitom od 2,2 mlrd evra (6,6% BDP-a) od pre samo tri godine. Takođe, ostvareni suficit budžeta u 2017. godini pozitivno utiče na održivost javnih finansija i relativno snažno smanjenje javnog duga. Međutim, Srbija ne bi trebalo u 2018. i narednim godinama da teži ostvarivanju fiskalnih suficita, posebno u uslovima sporog privrednog rasta. Umesto toga, trebalo bi pojačati napore za efikasniju realizaciju javnih investicija, tako da se one povećaju sa sadašnjih oko 3% BDP-a na preko 4,5% BDP-a, što bi, procenjujemo, umesto budžetskog suficita rezultiralo manjim fiskalnim deficitom od 0,5-1% BDP-a. Drugo ekonomski poželjno rešenje u slučaju da fiskalni suficit nastavi da se ostvaruje i u 2018. je povećanje javnih investicija i odustajanje od uzimanja dividendi javnih preduzeća. Ukoliko i nakon toga bude postojao fiskalni prostor on bi se mogao

iskoristiti za određeno fiskalno rasterećenje zarada. Najavljeno korišćenje očekivanog fiskalnog suficita za veće povećanje zarada u javnom sektoru i penzija (iznad rasta BDP-a) bila bi velika greška, koja ne samo što ne bi imala značajan uticaj na povećanje privredne aktivnosti, već bi takva politika brzo počela ponovo da urušava javne finansije, ali i odnose između zarada u javnom i privatnom sektoru. Dodatno povećanje plata u javnom sektoru u toku ove godine značilo bi i kršenje zakonskih propisa o maksimalnom učešću troškova zarada u sektoru opšte države od 7% BDP. Nakon iskustva neposredne opasnosti od izbijanja duboke krize javnog duga od pre samo tri godine i neizbežnog umanjjenja penzija i plata u javnom sektoru koje je tada usledilo, nadamo se da su društvo i politička elita u Srbiji dovoljno sazreli da ne ponavljaju identične greške koje su do ovakvih problema i dovele.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2006–2017

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2014				2015				2016				2017			
													Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privredna aktivnost																												
BDP (u mil. dinara)	2.055,2	2.355,1	2.744,9	2.880,1	3.007,2	3.407,6	3.984,2	3.876,4	3.908,5	4.043,5	4.261,9	4.479,0	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
BDP	4,9	5,9	5,4	-3,1	5,6	1,4	1	2,6	1,9	0,8	2,8	1,9	0,4	-1,0	-4,5	2	-1,7	1,2	3,3	1,1	4,0	2,0	2,8	2,5	1,9	1,5	2,2	2,5
Nepodoprivena BDP	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,5	1,1	1,6	-2,5	1,9	2,7	3,1	0,6	-1,5	-6,8	-2,8	-1,9	2,7	3,7	2,2	4,3	1,9	2,3	2,2	1,5	2,4	4,1	4,0
Industrijska proizvodnja	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	3,5	-6,5	8,2	4,7	3,5	2,1	-4,8	-13,9	9,5	-2,0	11,1	13,2	10,2	10,5	2,4	2,7	2,8	0,7	3,1	6,3	3,5
Proizvodnja industrije	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	6,4	-1,8	4,8	-1,4	5,3	5,3	6,4	3,6	-2,0	-5,6	-2,8	4,2	7,3	6,4	3,2	6,5	5,9	4,4	5,3	7,3	5,1	7,7	4,9
Proizvodnja mešavina neto plata (u din.) ⁽¹⁾	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	37.976	41.377	43.932	44.530	44.457	46.087	44.687	41.825	44.971	44.934	46.371	41.718	44.717	44.719	46.502	43.588	46.450	46.041	49.168	45.637	48.670	47.944	49.599
Registrovana zaposlenost (KROSO)	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	1.865	1.865	1.864	1.845	1.990	1.989	2.061	1.696	1.701	1.706	1.706	1.983	1.985	1.998	1.989	1.978	2.008	2.023	2.050	2.024	2.061	2.073	2.087
Fiskalni podaci																												
Javni prihodi	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	3,2	3,1	7,5	4,0	-0,8	4,3	3,5	5,4	6,9	3,5	4,5	-1,4	7,4	7,8	9,2	5,6	5,3	5,5	0,3	3,5
Javni rashodi	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	5,2	-8,2	1,9	-1,7	4,4	3,7	-3,0	14,8	-5,4	-8,8	-1,3	-2,6	5,7	4,9	2,3	-8,7	-1,3	-1,8	-4,5	-0,6
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁽²⁾	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-258,1	-148,1	-57,1	52,3	-68,1	-45,0	-39,8	-105,2	-21,2	-14,2	-15,8	-88,0	-16,0	-2,1	13,8	-52,8	11,8	32,5	37,8	-29,8
Platni bilans																												
Uvoz robe ⁽³⁾	-19.090	-12.824	-15.329	-18.008	-11.275	-13.014	-14.011	-14.674	-14.752	-15.350	-15.933	-16.076	-14.915	-17.762	-2.780	-3.834	-3.648	-3.869	-3.777	-4.857	-3.638	-4.159	-3.878	-4.258	-4.284	-4.576	-4.383	-4.912
Uvoz robe ⁽⁴⁾	5.111	5.813	6.840	5.543	6.856	8.118	8.376	10.515	10.641	11.357	12.814	14.090	2.512	2.767	2.664	2.688	2.601	2.997	2.882	2.877	2.976	3.310	3.160	3.369	3.277	3.693	3.559	3.580
Bilans tekućeg računa ⁽⁵⁾	3.137	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.856	-3.671	-2.098	-1.985	-1.377	-1.075	-2.090	-496	-541	-384	-563	-511	-279	-343	-445	-305	-284	-239	-247	-494	-333	-384	-478
u % BDP ⁽⁶⁾	-12,9	-18,4	-21,1	-6,4	-6,8	-10,9	-11,6	-4,7	-5,9	-4,7	3	-6	-4,2	-4,3	-4,2	-4,8	-4,7	-5,2	-5,9	-5,2	-4	-3	-3	-6	-4	-4	-7	
Bilans finansijskog računa ⁽⁷⁾	7.635	5.349	6.598	2.280	1.553	3.340	3.351	1.630	1.705	1.205	535	1.690	478	414	217	596	427	139	243	396	99	180	95	162	486	328	266	410
Strane direktna investicija ⁽⁸⁾	4.348	2.538	2.486	2.068	1.133	3.330	753	1.298	1.236	1.804	1.899	2.415	271	435	244	286	339	441	510	514	470	454	533	443	558	626	660	571
NBS izvan domaću rezerve ⁽⁹⁾	4.240	742	-1.687	2.363	-629	1.801	-1.137	697	-1.797	166	-302	228	400	370	509	-1.136	111	-32	300	-213	-836	-317	352	519	-455	222	1.061	-400
Monetarni podaci																												
NBS neto sopstvene rezerve ⁽¹⁰⁾	302.783	405.195	475.110	579.791	489.847	606.834	656.347	757.489	788.293	831.320	923.966	891.349	696.802	756.996	797.778	788.293	854.636	858.972	902.526	911.320	884.093	846.969	809.959	923.966	894.102	881.125	936.542	891.349
NBS neto sopstvene rezerve ⁽¹¹⁾ u mil. evra	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.486	7.049	7.686	7.482	6.015	6.313	6.441	6.486	7.094	7.125	7.399	7.649	7.180	6.864	7.393	7.046	7.217	7.221	7.851	7.482
Kreditni međubankovni sektor	609.171	842.312	1.126.111	1.386.224	1.680.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.927.668	1.982.974	2.031.825	2.067.820	1.815.004	1.862.407	1.888.471	1.935.584	1.919.958	1.918.917	1.929.773	1.982.974	1.961.626	2.009.537	2.044.100	2.031.825	2.042.971	2.050.579	2.057.675	2.067.820
Devizna Brutoiz. stanovništva	260.681	381.487	413.366	565.294	730.846	775.480	909.912	913.839	969.277	1.014.260	1.070.944	1.074.424	917.875	940.418	976.805	998.277	1.004.946	1.018.179	999.233	1.014.260	1.027.409	1.048.123	1.053.841	1.050.944	1.067.142	1.080.394	1.074.424	
M2 (12-m. mobil. rast, u %)	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	-2,3	4,7	5,3	8	0,6	1,9	3,5	4,3	6,7	6,4	5,8	5,6	5,5	7,2	7,3	9,4	8	6,4	4,8	2,3	0,8
Kreditni med. bankovni sektor	10,3	24,9	25,5	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	1,2	1,4	0,9	4,0	-4,0	-8,3	-5,7	-3,3	1,1	3,7	2	0,7	1,4	1,6	4,2	5,2	0,9	0,5	2,7	2,4
12-m. mobil. rast, u %	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	48,4	47,2	45,4	48,5	46,8	48,6	49,7	47,4	47,0	46,9	47,8	46,8	47,6	48,0	47,2	40,4	47,7	46,6	45,4
Cene i kupi																												
Indeksi potrošačkih cena ⁽¹²⁾	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,8	1,6	1,5	2,0	2,3	1,2	2,1	1,8	1,9	1,4	1,6	0,6	0,3	0,6	1,5	3,5	3,6	3,2	3,0	
Različi kurs dinara/evro (prosek 2005=100) ⁽¹³⁾	100,0	97,2	85,4	91,3	98,8	87,7	92,9	87,4	89,2	90,6	91,6	88,9	80,7	80,9	81,8	83,9	91,3	90,5	90,0	90,7	91,0	91,9	91,8	90,6	89,9	87,7	87,4	
Nominalni kurs dinara/evro ⁽¹⁴⁾	84,19	78,97	81,46	93,90	102,90	101,08	113,03	113,10	117,25	120,8	123,26	121,4	115,8	115,6	117,4	120,29	121,6	120,4	120,2	120,8	122,85	123,01	123,3	123,26	123,88	122,91	119,8	119,1

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 uporedive sa prethodnim godinama. * U 2015. godini promenjena je metodologija registrovane zaposlenosti, podatak u Q4 2015. je godišnji prosek 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 spoljnotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagođenosti 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 2007. 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 deficita 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 deficita 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 sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbira 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. prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.

2. Privredna aktivnost

Rast privrede Srbije u 2017. bio je prilično skroman. Ostvareni rast BDP-a od 1,9% bio je najniži u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi (CIE) isključujući Makedoniju koja je imala političku krizu. Struktura rasta BDP-a Srbije u 2017. takođe nije bila dovoljno dobra. Dve glavne poluge koje bi trebalo da budu generatori privrednog rasta Srbije u srednjem roku – investicije i neto izvoz – nisu bile ubedljive. Investicije jesu imale solidan rast od 6%, ali je za osetnije povećanje njihovog učešća u BDP-u i ubrzanje privredne aktivnosti potrebno da njihov godišnji rast bude oko 10%. Neto izvoz je zbog bržeg rasta uvoza od izvoza negativno uticao na rast BDP-a, umesto da ga pokreće. U 2018. očekujemo nešto bolje rezultate privredne aktivnosti nego u 2017. godini. Naime, u 2018. se ulazi sa međugodišnjim rastom BDP-a iz poslednjeg kvartala 2017. od 2,5% koji je najveći u prethodnoj godini, a prvi podaci za januar 2018. su takođe povoljni. Uz to, u 2018. trebalo bi očekivati oporavak poljoprivrede nakon suše i uspostavljanje uobičajenog nivoa proizvodnje električne energije nakon dubokog pada u prvoj polovini 2017. godine. Ovi jednokratni činioci, uz postojeće trendove, trebalo bi da dovedu do toga da rast BDP-a u 2018. bude bar 4%, što bi bio najveći privredni rast Srbije od izbijanja krize u drugoj polovini 2008. godine. Međutim, ne bi trebalo zaboraviti da rast od 4%, ukoliko se ostvari u 2018, još ne bi bio potpuno održiv (počiva delom na jednokratnom oporavku poljoprivrede), a u odnosu na druge uporedive zemlje ne bi bio ni toliko impresivan – zemlje CIE u 2017. su u proseku rasle 4,5%. Vlada bi zato trebalo da privredni rast podrži strukturnim reformama javnog sektora i javnih preduzeća koje su podbacile tokom sprovođenja fiskalne konsolidacije, da poveća efikasnost u izvršenju javnih investicija i da unapredi privredni ambijent (vladavina prava, smanjenje korupcije, povećanje efikasnosti državne administracije i drugo). Za potrebno ubrzanje privrednog rasta veoma je važno i da NBS odlučnije sprečava preterano jačanje dinara koje se negativno odražava na međunarodnu cenovnu konkurentnost privrede i tako utiče na dalje pogoršavanje neto izvoza.

Bruto domaći proizvod

U 2017. ostvaren je nizak rast BDP-a od 1,9%

Privredni rast u 2017. iznosio je skromnih 1,9% što je u skladu sa prognozama koje smo iznosili u prethodnim izdanjima *QM*-a. Ostvareni rast BDP-a u 2017. niži je za skoro jedan procentni poen od rasta BDP-a u 2016. godini i praktično je najniži u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi (manji privredni rast u 2017. imala je samo Makedonija, koje je u prvoj polovini godine imala političku krizu). Na loše rezultate privredne aktivnosti u Srbiji u 2017. uticali su privremeni i trajni činioci. Privremeni činioci su umanjeње poljoprivredne proizvodnje usled suše i problemi u poslovanju EPS-a u prvoj polovini 2017. godine. Suša i problemi izazvani lošim upravljanjem EPS-om zajedno su oborili privredni rast za približno jedan procentni poen. Međutim, i da nije bilo ovih privremenih okolnosti, rast BDP-a Srbije bi bio malo ispod 3% i opet bi bio najniži u CIE (izuzev Makedonije). To ukazuje da privremene okolnosti iz 2017. nisu bile jedini razlog za nizak privredni rast Srbije, već da iza toga stoje i neki drugi, trajniji problemi.

U Tabeli T2-1 pokazali smo rast BDP-a Srbije i drugih zemalja iz regiona od 2014. godine. U Tabeli smo pored rasta BDP-a Srbije dodatno prikazali i njen „trendni” privredni rast – iz kog smo isključili privremene činioce koji utiču na rast BDP-a (poljoprivredne sezone, promene proizvodnje električne energije i iskopavanja uglja koje su bile pod velikim uticajem poplava iz 2014, i problema u poslovanju EPS-a u prvoj polovini 2017. godine). Podaci iz Tabele jasno pokazuju da Srbija sistematski znatno zaostaje za stopama rasta uporedivih zemalja, jer je u prethodne četiri godine gotovo uvek imala najniži privredni rast u čitavoj CIE. Zbog toga je kumulativni privredni rast Srbije od 2013. do 2017. iznosio nešto oko 5%, dok je kumulativni rast uporedivih zemalja okruženja i CIE iznosio u istom periodu u proseku preko 15%. Ovi podaci potvrđuju da postoje sistematski, strukturni, problemi zbog kojih privredni rast Srbije nije visok i dugoročno zaostaje za uporedivim zemljama¹.

¹ Zaostajanje privrede Srbije za zemljama centralne i istočne Evrope počinje još 2010. Godine videti Arsić i dr. „Kvalitet institucija kao barijera dugoročnom rastu privrede Srbije”, Zbornik radova o Ekonomskoj politici u 2018. Godine, Ekonomski fakultet i NDES.

Tabela T2-1. Srbija i zemlje okruženja: Rast BDP-a, 2014-2017. godina

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

1) Za zemlje za koje još uvek nije objavljen podatak o rastu BDP-a u Q4, rast u 2017. procenjen na osnovu međugodišnjeg rasta u prva tri kvartala

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

Izvor: Eurostat, zavodi za statistiku pojedinih zemalja za 2017. godinu (BiH i Crna Gora)

Neposredni uzroci niskog rasta privrede Srbije su male investicije i relativno nizak izvoz

Neposredne razloge za sistematski znatno niži privredni rast Srbije u odnosu na uporedive zemlje odavno smo prepoznali u znatno lošijoj strukturi upotrebe BDP-a Srbije od drugih zemalja. Naime, Srbija se u odnosu na uporedive zemlje izdvaja po niskom učešću investicija u BDP-u i niskom učešću izvoza, dok je sa druge strane učešće privatne potrošnje u BDP-u izuzetno veliko, čak 15 p.p. iznad proseka CIE. U Tabeli T2-2 prikazali smo komparativno strukturu BDP-a u Srbiji u odnosu na (ponderisani) prosek CIE i zemalja iz okruženja u periodu 2014-2017. godine.

Tabela T2-2. Srbija i zemlje CIE: struktura BDP-a po potrošnji, prosek 2014-2017. godina

	Lična potrošnja (C)	Državna potrošnja (G)	Investicije (I)	Izvoz (X)	Uvoz (M)
	Učešće u BDP-u				
Srbija	73,7	16,5	17,7	48,1	57,4
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	57,8	17,7	21,2	60,9	58,6
Zemlje okruženja (ponderisani prosek)	60,7	16,7	22,0	56,1	56,5

Izvor: Eurostat

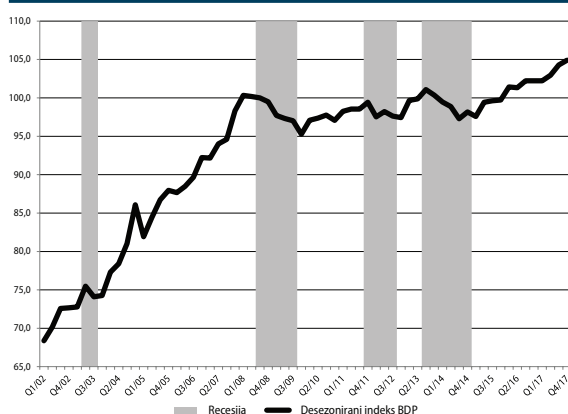
Tabela 2 jasno ukazuje da Srbija oslonac za ubrzanje privrednog rasta ne može da traži u daljem povećanju privatne potrošnje koja je već sada predimenzionirana u odnosu na proizvodnju. Umesto toga, glavni pokretači rasta Srbije u srednjem roku trebalo bi da budu investicije i (neto) izvoz, a potrošnja bi morala da raste nešto sporije od rasta BDP-a. Zbog toga bi Vlada i NBS za potrebno ubrzanje privrednog rasta morali da vode politike koje bi podstakle razvoj investicija i neto izvoza, a ne potrošnje. Po pitanju investicija, Vlada bi trebalo da: 1) poveća javne investicije, 2) reformiše javna preduzeća kako bi ona više investirala, 3) privatizuje preostala državna preduzeća poput RTB Bora i Petrohemije i 4) unapredi poslovni ambijent pre svega u oblasti vladavine prava, smanjenja korupcije i povećanja efikasnosti državne administracije. Uz to, veoma je važno i da NBS spreči preterano jačanje dinara koje negativno utiče na neto izvoz, dok prekomereni jeftini uvoz guši domaću proizvodnju.

Rast BDP-a u Q4 bio je 2,5%

Kratkoročni indikatori privredne aktivnosti nešto su se poboljšali krajem 2017. godine. U poslednjem kvartalu 2017. ostvaren je međugodišnji rast BDP-a od 2,5%, po čemu je Q4 ujedno bio i kvartal sa najvećim međugodišnjim rastom u čitavoj 2017. godini. I struktura ostvarenog privrednog rasta nešto je povoljnija u odnosu na prethodne kvartale. Najveći doprinos rastu BDP-a, sa potrošne strane, dale su investicije, a sa proizvodne strane –građevinarstvo. Jedina važna komponenta BDP-a koja se pogoršala u Q4 u odnosu na prethodne kvartale je neto izvoz. U načelu, nešto povoljnija privredna kretanja u Q4 došla su prekasno da bi promenila loš utisak o rastu BDP-a u 2017. godini, ali su važna za narednu godinu budući da se sa ovakvim trendovima ulazi u 2018. godinu.

Desezonirani rast BDP-a u Q4 u odnosu na prethodni kvartal bio je 0,6%

U Grafikonu T2-3 prikazana je serija desezoniranog rasta BDP-a koji nešto pouzdanije pokazuju kratkoročne trendove privredne aktivnosti od međugodišnjih indeksa (osenečeni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu *Bry-Boschan* procedure). Desezonirani rast BDP-a u Q4 izno-

Grafikon T2-3. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2017. godina (2008=100)

Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

Snažan rast investicija u Q4 od preko 12%

ubrzanja međugodišnjeg rasta investicija koji je u tom kvartalu iznosio 12,4%. Nakon sporog rasta od samo 2,5% u prvoj polovini godine investicije su naglo ubrzale rast u drugoj polovini godine. Zahvaljujući ovoj promeni ukupan rast investicija u 2017. iznosio je nešto preko 6%. Budući da je za visoke i održive stope rasta Srbije potrebno da učešće investicija u BDP-u bude između 23 i 25% godišnji rast investicija od 6% još uvek nije dovoljan za Srbiju. Naime sa tim tempom rasta investicija njihovo učešće u BDP-u od 23% moglo bi da se dostigne tek za osam godina. Zato je veoma važno da se dvocifreni trend rasta investicija iz Q4 nastavi i u narednim godinama.

Za razliku od investicija koje imaju pozitivne trendove krajem 2017, neto izvoz u Q4 je podbacio. Izvoz je osetno usporio svoj rast, dok je uvoz ubrzao (Tabela T2-4). Ovakvi trendovi neto izvoza iz 2017. veoma su nepovoljni i Vlada i NBS bi morali obratiti posebnu pažnju na njih. Posebno ističemo to da je poslednje jačanje dinara opasno jer negativno utiče na kretanje neto izvoza. Tim kanalom mogao bi da se potkopava privredni rast Srbije, odnosno da dođe do ponovnog širenja spolnoekonomske neravnoteže koja su se od izbijanja krize 2008, pa do 2017. snažno smanjila. Stoga bi u narednom periodu NBS morala da preduzme snažnije mere za sprečavanje jačanja dinara.

Tabela T2-4. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2017

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

Izvor: RZS

Uz veliki pad poljoprivrede koji je obeležio čitavu 2017, u Q4 se beleži visok rast građevinarstva

U Tabeli T2-5 prikazali smo rast BDP-a po *proizvodnom* principu. U Q4 se nastavlja veliki pad poljoprivrede od oko 10% koji je posledica uticaja suše na ratarstvo. Sa druge strane, u Q4 snažno ubrzava građevinska aktivnost koja je ostvarila međugodišnji rast od skoro 18%. Ovako visok rast građevinarstva predstavlja snažan preokret trenda u odnosu na prvu polovinu godine, kada je po podacima RZS-a građevinarstvo imalo međugodišnji pad. Ostali proizvodni sektori u Q4 uglavnom su imali slične stope rasta kao u prethodnim kvartalima. Jedino je industrija nešto usporila svoj rast u odnosu na Q3 (u Q4 je ostvaren međugodišnji rast industrije od 3,7%, a u Q3 je bio oko 6%), što ipak još uvek ne smatramo zabrinjavajućim, već prolaznim oscilacijama (Tabela T2-5).

Očekujemo da rast BDP-a u 2018. bude oko 4%

Kao što smo pokazali, na nizak rast BDP-a od oko 1,9% u 2017. uticali su delom i neki jednokratni činioci (suša i pad proizvodnje EPS-a u prvoj polovini godine). Stvarni trend rasta privrede sa kojim se ulazi u 2018. zato je ipak nešto veći i iznosi oko 3%. Uz nastavak ovih trendova, u 2018. očekujemo da uticaj jednokratnih činilaca promeni smer u odnosu na 2017. godinu.

2. Privredna aktivnost

Naime, oporavak poljoprivrede od suše koji očekujemo u 2018, uz uspostavljanje uobičajenog nivoa proizvodnje električne energije, dovešće do jednokratnog povećanja BDP-a za oko 1 p.p. To bi, zajedno sa nastavkom uspostavljenog trenda rasta privredne aktivnosti od oko 3%, dovelo do ukupnog rasta BDP-a od oko 4%. Ovakvo povećanje privrednog rasta u 2018, ukoliko se desi, jeste dobro, ali nikako ga ne bi trebalo nekritički pozitivno tumačiti. Dovoljno je samo istaći to da se u 2018. očekuje osnovni trend privrednog rasta od oko 3%, a da je prosečan rast zemalja CIE u 2017. bio oko 4,5%, što nagoveštava da će privredni rast Srbije i u 2018. i pored rasta od oko 4% strukturno nastaviti da zaostaje u odnosu na uporedive zemlje.

Tabela T2-5. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2017¹⁾

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016				2017				Učešće 2016
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	101,9	104,0	102,0	102,8	102,5	101,2	101,5	102,2	102,5	100,0
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,2	100,9	101,0	102,1	101,0	101,7	100,2	101,2	102,2	101,8	102,3	102,1	15,7
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,7	103,2	101,8	104,6	102,1	103,3	102,8	100,9	101,4	102,2	102,6	84,3
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,5	101,7	102,7	103,1	104,1	102,0	102,3	102,1	101,5	102,4	104,1	104,0	90,1 ²⁾
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	102,0	92,3	108,1	90,5	107,5	104,4	111,6	107,8	93,7	90,9	88,1	90,5	9,9 ²⁾
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,4	103,2	102,6	103,5	106,6	99,2	102,0	102,9	101,2	103,0	106,1	103,7	24,3 ²⁾
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	98,5	102,7	103,2	105,5	109,5	104,6	105,4	96,5	96,3	98,0	106,1	117,8	5,2 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	101,1	102,2	103,7	104,6	105,0	103,0	103,2	103,8	103,0	104,1	105,9	104,9	18,5 ²⁾
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	96,1	101,7	105,8	101,2	106,6	106,7	105,5	104,2	99,9	101,4	101,0	102,7	5,2 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	97,2	102,3	104,0	102,4	103,6	104,0	104,6	104,1	104,8	101,6	101,8	101,2	3,2 ²⁾
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,9	99,8	101,5	101,1	101,7	101,8	101,0	101,5	100,7	101,1	101,2	101,3	33,8 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

Industrijska proizvodnja

Rast industrijske proizvodnje u Q4 od 3,5%

Industrijska proizvodnja u Q4 imala je rast od 3,5% (Tabela T2-6), koji je na nivou proseka 2017. godine. Međutim, ovi rezultati nešto su nepovoljniji uzimajući u obzir da je u prvoj polovini godine na loše rezultate industrijske proizvodnje privremeno uticao pad proizvodnje električne energije usled problema u proizvodnji EPS-a. Zbog toga je bilo očekivano da rast industrijske proizvodnje u Q4 bude iznad proseka 2017, odnosno nešto veći od ostvarenog.

Tabela T2-6. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2017

	Međugodišnji indeksi																Učešće	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016				2017				2016
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	103,5	110,5	102,4	103,7	102,8	100,7	103,1	106,3	103,5	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	104,0	102,7	114,3	99,2	103,4	100,5	93,7	107,3	105,3	105,4	6,5
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	105,3	106,4	106,5	105,9	104,4	105,3	107,3	105,1	107,7	104,9	80,0
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	102,7	93,8	120,9	90,2	102,1	95,9	85,5	94,1	100,7	97,4	13,5

Izvor: RZS

Prethodni zaključak, da je industrijska proizvodnja imala nešto lošije rezultate od očekivanih u Q4, potvrđuje i analiza pojedinačnih sektora. Prerađivačka industrija koja čini ubedljivo najveći i najheterogeniji deo ukupne industrije i samim tim najbolje opisuje stvarne trendove industrijske proizvodnje u Q4 imala je međugodišnji rast od 4,9% koji je najniži u 2017. godini (Tabela T2-6). Prosečan međugodišnji rast prerađivačke industrije u prva tri kvartala 2017. iznosio je skoro 7%. Rudarstvo i proizvodnja električne energije imali su u Q4 međugodišnji rast od 5,4 i -2,6% respektivno.

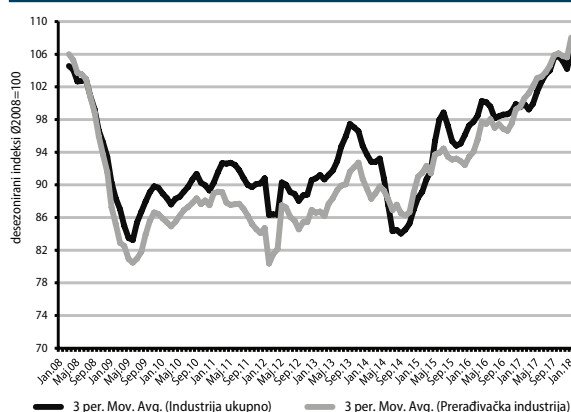
Usporavanje industrije u Q4 najverovatnije privremeno

Uočeno usporavanje industrijske proizvodnje u Q4 najverovatnije je privremenog karaktera. Naime, loše rezultate industrija je ostvarila samo u decembru i to je usporilo čitav kvartalni rast industrijske proizvodnje. Za razliku od decembra, oktobarski i novembarski rezultati bili su dosta dobri. Na primer, prerađivačka industrija je u oktobru i novembru imala prosečan međugodišnji rast od 7,2%, a onda se taj rast u decembru spustio na svega 0,4%. Takođe i podaci iz januara 2018. u kom je industrijska proizvodnja ponovo ostvarila visok ostvarila međugodišnji rast od preko 10%, potvrđuju da je usporavanje iz decembra bilo samo prolaznog karaktera.

Ocenu kretanja industrijske proizvodnje u Q4 koju smo dali na osnovu kretanja međugodišnjih indeksa potvrđuju i desezonirani indeksi koje smo prikazali u Grafikonu T2-7, zaključno sa januarom 2018. godine (poslednji dostupan podatak). U Grafikonu se vidi da su ukupna indu-

Desezonirani podaci pokazuju da je industrijska proizvodnja premašila svoj pretkrizni nivo

Grafikon T2-7. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2018



Izvor: RZS

strijska proizvodnja (tamnija linija na Grafikonu) i prerađivačka industrija (svetlija linija na Grafikonu) imale određeni zastoj krajem 2017. godine, ali da su širi trendovi industrijske proizvodnje nesumnjivo pozitivni (do zastoja je došlo na relativno visokom nivou proizvodnje, a snažan desezonirani rast nastavlja se ponovo već u januaru). Takođe, u Grafikonu se vidi da je ukupna industrija u Q4 napokon premašila svoj najveći, pretkrizni, nivo proizvodnje iz prve polovine 2008. godine. Iako je ukupan obim proizvodnje jednak, za razliku od 2008. godine, struktura ove proizvodnje u 2017. je mnogo povoljnija, jer je daleko više okrenuta ka izvozu i samim tim i konkurentnija.

Visok rast zadržava proizvodnja intermedijarnih proizvoda, a ostale namenske grupe usporavaju

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda (Tabela T2-8) u Q4 je došlo do usporavanja rasta proizvodnje većine namenskih grupa industrije. Jedina grupa koja je u Q4 zadržala snažan međugodišnji rast iz prethodnog kvartala od skoro 10% jeste proizvodnja intermedijarnih dobara. Ostale namenske grupe imale su u Q4 dosta umeren međugodišnji rast – u rasponu od 0% (proizvodnja energije) do 3,5% (proizvodnja investicionih dobara). Interesantno je primetiti da je proizvodnja investicionih dobara značajno usporila svoj rast u odnosu na Q3 (kada je on iznosio 14,6%), što na prvi pogled nije u skladu sa podacima o snažnom ubrzanju rasta investicija. To dakle ukazuje da je do povećanja investicija u Q4 prvenstveno došlo pod uticajem rasta građevinske aktivnosti, mada ne bi trebalo zaboraviti ni to da se u industrijsku grupu proizvodnje investicionih dobara uključuje i proizvodnja motornih vozila (pre svega FAS), koja je u Srbiji uglavnom usmerena ka izvozu.

Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2017

	Međugodišnji indeksi																	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		2016				2017			
											Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	103,5		110,5	102,4	103,7	102,8	100,7	103,1	106,3	103,5
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	116,9	101,9	97,2		118,3	94,3	96,5	97,1	88,0	95,2	108,7	100,1
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	103,0	101,6	109,2		97,7	100,3	104,7	102,6	113,0	107,0	114,6	103,6
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,3	109,5	110,0		111,2	110,6	108,0	106,5	110,3	109,5	110,3	109,3
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	104,0	105,6	102,4		107,4	103,9	107,0	105,6	105,8	105,3	98,7	100,9

Izvor: RZS

Građevinarstvo

Građevinarstvo po RZS-u snažno ubrzava rast u Q4 na skoro 18%

Po proceni RZS-a građevinarstvo je u Q4 ostvarilo veoma visok realni međugodišnji rast od 17,8% (Tabela T2-5). Taj podatak uticao je na uočeno ubrzanje rasta investicija i povećanje rasta privredne aktivnosti u Q4, a predstavlja i snažan preokret građevinske aktivnosti u odnosu na prvu polovinu godine kada je po podacima RZS-a građevinarstvo imalo pad. Međutim, prave trendove građevinarstva zapravo je veoma teško ispravno oceniti. Problem sa praćenjem ovog sektora privrede je u tome što u njemu posluje veliki broj malih privatnih kompanija koje se brzo osnivaju i gase, što zvanična statistika otežano prati, a dobar deo aktivnost obavlja se i u sivoj zoni, van vidokruga statistike. Uz sve to, građevinska aktivnost u Q4 (kao i Q1) sezonski dosta zavisi i od meteoroloških uslova, odnosno broja radnih dana u ovim kvartalima u kojima se građevinski radovi mogu izvoditi neometano od vremenskih uslova. Detaljnija analiza QM-a pokazuje da zaista dolazi do poboljšanja trendova građevinarstva u drugoj polovini 2017, naročito u Q4, mada ta poboljšanja verovatno nisu toliko velika koliko pokazuje zvanična statistika.²

² Po RZS-u, građevinarstvo je imalo pad od oko 3% u prvoj polovini godine, i rast od 12% u drugoj polovini godine.

Za nešto pouzdanije praćenje kretanja građevinarstva u *QM*-u analiziramo i čitav niz dodatnih indikatora povezanih sa ovom delatnošću (vrednost izvedenih građevinskih radova u Srbiji,

Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2017

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

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

kretanje registrovane zaposlenosti, proizvodnju cementa i drugo). Ovi dodatni indikatori zaista pokazuju poboljšanja u drugoj polovini godine, a naročito u Q4, ali i to da ta poboljšanja najverovatnije nisu bila toliko ekstremna koliko pokazuju zvanični podaci o rastu građevinarstva. Proizvodnju cementa prikazali smo u (Tabeli T2-9). Ova proizvodnja (uz svoje uobičajene oscilacije) ukazuje na to da građevinska aktivnost najverovatnije uopšte nije imala pad u prvih šest meseci 2017, ali i da dolazi do određenog ubrzanja građevinarstva u drugoj polovini godine. Na sličan zaključak upućuje i analiza registrovane zaposlenosti u građevinarstvu. U prvoj polovini godine broj registrovanih zaposlenih porastao je za oko 1%, što bi bilo malo verovatno da je građevinarstvo stvarno imalo pad, a u drugoj polovini godine rast registrovane zaposlenosti u građevinarstvu blago je ubrzan na oko 2%.

Verovatno stvarno ubrzanje građevinarstva nije toliko veliko, ali su pozitivni trendovi nesporni

Na osnovu svega navedenog smatramo da je statistički podatak o ukupnom rastu građevinarstva koji se odnosi na celu 2017. Godinu od oko 6% približno dobar. Međutim, trendovi unutar godine su po svemu sudeći bili nešto umereniji. Najverovatnije je građevinska aktivnost imala rast do 5% u prvoj polovini godine (umesto pada), a onda je u drugoj polovini godine došlo do njenog ubrzanja na skoro 10% (umesto rasta od preko 10%).

U 2018. očekujemo da će rast građevinarstva biti blizu 10%. Na ubrzanje građevinske aktivnosti u 2018. ukazuju bolji trendovi krajem 2017. sa kojima se ulazi u narednu godinu, najave države o povećanju ulaganja u infrastrukturu (najavljeno je povećanje javnih investicija sa 3% BDP-a na 3,7% BDP-a), ali i dobri tržišni uslovi za investiranje (povoljan privredni ciklus u čitavoj Evropi, još uvek niske kamatne stope na zaduživanje i drugo).

3. Tržište rada

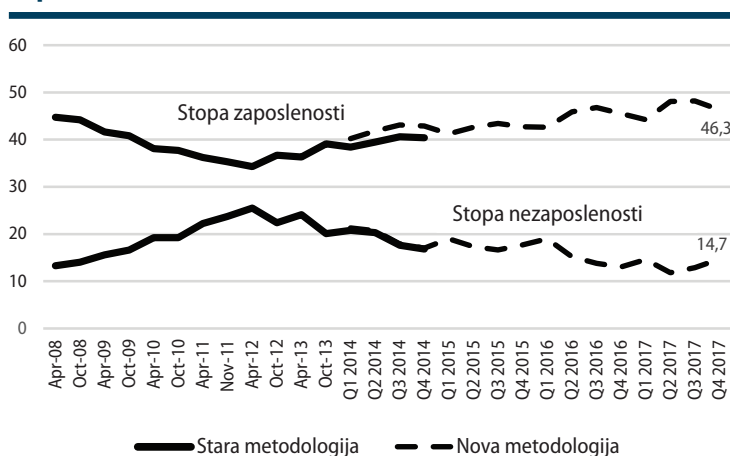
Prema podacima Ankete o radnoj snazi (ARS), u Q4 2017. stopa aktivnosti iznosi 54,2%, stopa zaposlenosti iznosi 46,3% i stopa nezaposlenosti iznosi 14,7%.¹ U odnosu na isti period prethodne godine, sve tri stope su blago povećane. Ukupan broj zaposlenih lica iznosi 2.764 hiljade, dok je ukupan broj nezaposlenih lica 476 hiljada. Broj nezaposlenih lica se povećao za 16%, dok se broj zaposlenih lica povećao za 1,2% međugodišnje. Ukupna zaposlenost raste manje od formalne zaposlenosti usled značajnog međugodišnjeg pada neformalne zaposlenosti. Stopa neformalne zaposlenosti iznosi 19,8%. Stopa rasta ukupne zaposlenosti (ARS) je manja od stope rasta realne bruto dodate vrednosti (BDV) u Q4 2017, međugodišnje. U periodu Q2 2016 – Q3 2017. trend je bio obrnut, formalna zaposlenost je rasla po većoj stopi u odnosu na realnu stopu rasta BDV-a. Prema podacima Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) stopa rasta zaposlenosti iznosi 3% međugodišnje. Zarade su u Q4 nominalno veće za 3%, dok su realno veće za 0,1% u odnosu na isti period prethodne godine. Kao posledica jačanja dinara, zarade u evrima su u Q4 porasle za čak 6,6% međugodišnje, gotovo u potpunosti usled rasta realne vrednosti dinara u odnosu na evro. U Q4 većina delatnosti beleži rast desezoniranih realnih neto zarada u odnosu na isti period prethodne godine, pri čemu delatnosti koje su dominantno u državnom sektoru beleže manji rast zarada. Korišćenjem podataka CROSO, ukupna produktivnost je smanjena u Q4 2017. u odnosu na isti period prethodne godine za 0,4%. U istom periodu, produktivnost bez poljoprivredne delatnosti je blago povećana (1%). U odnosu na prosek 2014. produktivnost u 2017. je smanjena za 5,3%, odnosno za 3,9% kada isključimo poljoprivredu. Jedinični troškovi rada su porasli za 7,4% i 5,8% ukupno i bez poljoprivrede, respektivno.

Zaposlenost i nezaposlenost

U Q4 2017. stopa nezaposlenosti iznosi 14,7%, stopa zaposlenosti iznosi 46,3%

Stopa aktivnosti, stopa zaposlenosti i stopa nezaposlenosti su se povećale u Q4 2017. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa aktivnosti iznosi 54,2% i veća je za 1,9 pp međugodišnje. Povećanjem stope aktivnosti omogućen je istovremeni rast stope zaposlenosti i stope nezaposlenosti. Stopa zaposlenosti iznosi 46,3% u Q4 2017, i veća je za 0,8 pp međugodišnje, dok stopa nezaposlenosti iznosi 14,7%, što je za 1,7 pp više nego u istom periodu prethodne godine.

Grafikon G3-1. Kretanje stope nezaposlenosti i stope zaposlenosti, 15+, 2008-Q3 2017.



Napomena: Zbog promene metodologije, podaci za period pre i nakon 2014. godine nisu u potpunosti uporedivi.
Izvor: RZS, ARS

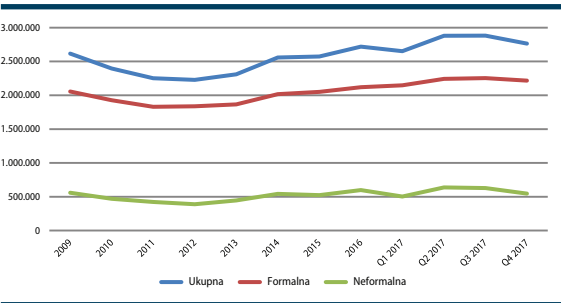
Prema ARS broj nezaposlenih lica u Q4 2017. iznosio je 475,6 hiljada što je za 65,7 hiljada više nego u istom kvartalu prethodne godine. Broj aktivnih lica se povećao za 3,1% međugodišnje, a broj nezaposlenih lica se povećao za 16% međugodišnje, što je uzrokovalo rast stope nezaposlenosti od 1,7 pp. Ukupan broj zaposlenih lica iznosi 2.764 hiljade u Q4 2017, što je za 1,2% veći u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Ukupna zaposlenost raste manje u odnosu na realnu stopu rasta BDP-a koja u Q4 iznosi 2,5% međugodišnje.

¹ Podaci ARS se odnose na uzrast 15+.

Raste ukupna zaposlenost i formalna zaposlenost, dok neformalna zaposlenost opada

U Q4 2017. registrovana zaposlenost (CROSO) raste za 3%, dok formalna zaposlenost (ARS) raste za 2,6% međugodišnje.

Grafikon G3-2. Kretanje ukupne, formalne i neformalne zaposlenosti, 15+, 2009-Q4 2017., u hiljadama



Napomena: Zbog promene metodologije, podaci za period pre i nakon 2014. godine nisu u potpunosti uporedivi.
Izvor: RZS, ARS

ma CROSO. U svim prethodnim kvartalima (Q1 2016-Q3 2017) trend je bio obrnut, stope rasta ukupne i formalne zaposlenosti prema ARS su znatno bila veće od stope rasta registrovane zaposlenosti prema CROSO. Međugodišnji rast ukupne zaposlenosti prema ARS iznosi 1,2% i manji je u odnosu na stopu rasta prema CROSO (3%). U svim kvartalima 2017, zaposlenost u poljoprivredi beleži međugodišnji pad. Takođe, realna stopa rasta BDV-a u poljoprivredi je negativna. Zaposlenost u industriji raste za 6,3% međugodišnje, što je brže nego realna stopa rasta BDV-a u industriji od 3,7%. Stopa rasta broja zaposlenih u uslugama beleži rast od 2% međugodišnje, dok je realna stopa rasta BDV-a 2,5%.

Tabela T3-1. Kretanje broja zaposlenih i realne BDV prema sektorima delatnosti, 15+, Q1 2016-Q4 2017, međugodišnja promena, %

	2016				2017			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Zaposlenost ukupno CROSO	-0,3	1,2	1,3	2,1	2,3	2,6	2,7	3,0
Formalna zaposlenost ARS	1,9	2,7	3,8	5,2	4,9	5,1	5,5	2,6
Zaposlenost ukupno ARS	2,7	6,7	7,2	5,8	3,2	4,3	2,4	1,2
BDV ukupno	4,6	2,1	3,3	2,8	0,9	1,4	2,2	2,6
Zaposlenost poljoprivreda	-3,7	6,0	6,1	-3,4	-8,0	-1,6	-2,9	-7,8
BDV poljoprivreda	7,5	4,4	11,6	7,8	-6,3	-9,1	-11,9	-9,5
Zaposlenost industrija	4,2	7,8	7,9	7,6	9,3	8,4	7,7	6,3
BDV industrija	6,6	-0,8	2,0	2,9	1,2	3,0	6,1	3,7
Zaposlenost građevinarstvo	-2,9	4,0	-2,1	-1,8	-12,6	8,2	-0,6	2,5
BDV građevinarstvo	9,5	4,6	5,4	-3,5	-3,7	-2,0	6,1	17,8
Zaposlenost usluge	4,7	6,8	8,2	9,1	5,7	4,6	2,7	2,0
BDV usluge	3,2	2,7	2,2	2,6	1,5	2,1	2,7	2,5

Napomena: Izvor za zaposlenost je ARS, osim za ukupnu zaposlenost koja je navedena i prema ARS i prema CROSO. Podatak za zaposlenost u Q4 2017. prema CROSO izvoru ne obuhvata podatak za decembar.
Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a (ARS, CROSO i SNR).

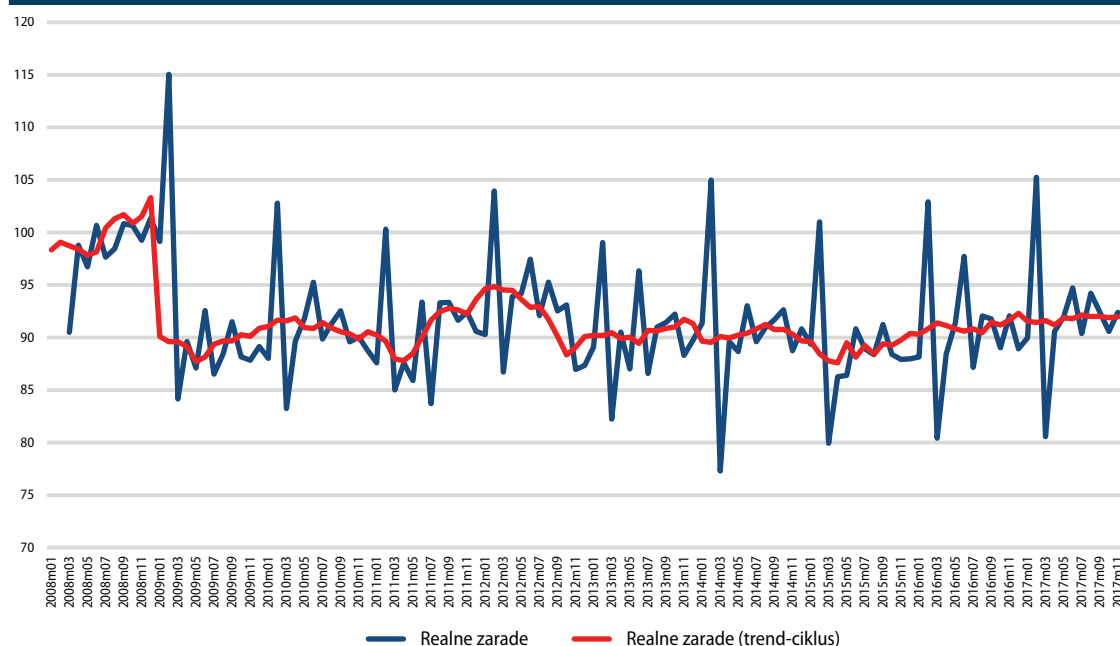
Zarade

U Q4 2017. zarade su nominalno veće za 3%, dok je realni rast u odnosu na isti period prethodne godine 0,1%

U Q4 2017. prosečne neto nominalne zarade su iznosile 49.599 RSD, odnosno 416 EUR. Nominalno su veće za 3% međugodišnje, dok je realni rast 0,1%. Prosečne zarade su nominalno veće za 3,9% u 2017. u odnosu na 2016, dok su realno veće za 0,7%.

Na Grafikonu G3.3 je prikazano kretanje realnih neto zarada u periodu 2008-2017, (2008=100). Mesečni podaci pokazuju velike sezonske oscilacije, ali je trend u posmatranom periodu stabilan. Prema zvaničnim podacima na kraju 2017. prosečne realne neto zarade još uvek nisu dostigle pretkrizni nivo iz 2008.² U odnosu na 2009, kretanja realnih neto zarada u 2017. je blago pozitivno i po kvartalima rast se kreće u intervalu od 1,9% do 2,8%, dok je u Q4 rast iznosio oko 2,7%.

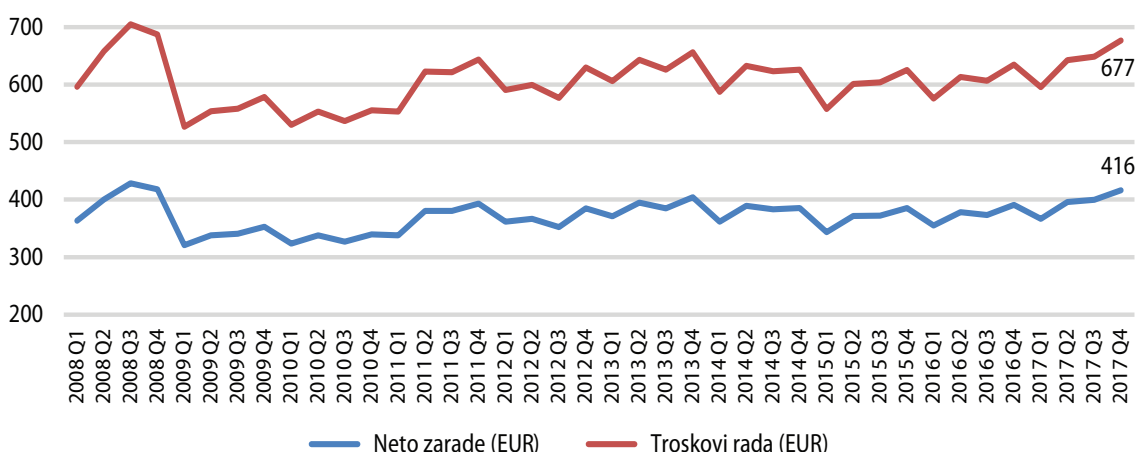
² Promena statističke metodologije na početku 2009. godine je imala za posledicu smanjenje zarada za oko 10%. Stoga ocenjujemo da su realne zarade sada, ipak približno jednake zaradama u 2008. godini.

Grafikon G3-3. Indeks realnih prosečnih neto zarada (2008=100), M01 2008-M12 2017.

Izvor: Proračuna autora na podacima RZS-a

Neto zarade i troškovi rada su veći za 6,6% međugodišnje u Q4 2017.

Prosečne neto zarade i troškovi rada izraženi u evrima u Q4 su veći za 6,6% međugodišnje. Veći rast zarada u evrima u odnosu na rast u dinarima (3%) je posledica jačanja dinara prema evru u posmatranom periodu (videti Poglavlje o inflaciji i kursu). Rast vrednosti zarada u evrima u prošloj godini je bio znatno brži od rasta produktivnosti rada u Srbiji, što nije slučaj sa zemljama njenim glavnim ekonomskim partnerima. Odstupanja između kretanja zarade u evrima i produktivnosti su nešto manja kada posmatramo nepoljoprivredne delatnosti, ali i dalje postoje. Ovakva kretanja zarada u evrima i produktivnosti su već uticala na rast spolnog deficita Srbije u 2017. godini, ali će njihov negativan uticaj na privredu Srbije biti veći ako potraju duže i ako se prodube. Kretanje neto zarada u evrima i troškova rada u evrima je prikazano na Grafikonu G3. 4.

Grafikon G3-4. Kretanje neto zarada i troškova rada u evrima, Q1 2008 – Q4 2017.

Izvor: Proračuna autora na podacima NBS-a

Veći rast neto zarada u evrima u odnosu na rast u dinarima je posledica jačanja dinara i u Q4 2017.

U Q4 2017. većina delatnosti beleži rast sezonaliziranih realnih zarada u odnosu na isti period prethodne godine. Na Grafikonu G3. 5 je predstavljeno kretanje zarada u nekoliko delatnosti koje ćemo analizirati. Rast zarada je najveći u administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima i iznosi čak 11%. Ostvareni međugodišnji rast u Q4 je značajno veći u poređenju sa prethodnim kvartalima u 2017. u administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima. U Q1

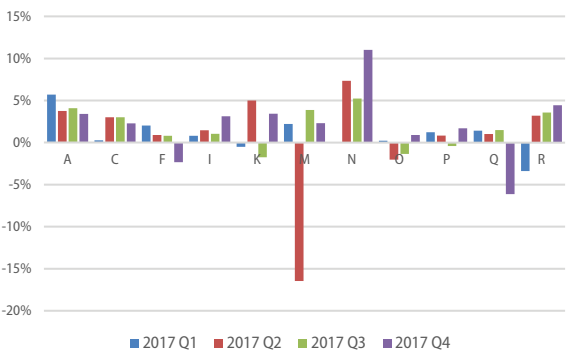
3. Tržište rada

Većina delatnosti beleži međugodišnji rast desezoniranih realnih neto zarada.

Najveći rast je zabeležen u administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima.

međugodišnji rast je izostao (0%), rast je iznosio 7,3% u Q2, dok je u Q3 iznosio 5,2% (u administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima). Poljoprivreda tokom 2017. beleži međugodišnji rast zarada u sva četiri kvartala, pri čemu je rast u Q4 3,4%. Rast zarada u prerađivačkoj industriji iznosi 2,3% međugodišnje.

Grafikon G3-5. Međugodišnje kretanje desezoniranih realnih neto zarada prema delatnostima



Legenda: A - Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo; C - Prerađivačka industrija; F - Građevinarstvo; I - Usluge smeštaja i ishrane; K - Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja; M - Stručne, naučne i tehničke delatnosti; N - Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti; O - Državna uprava i odbrana; obavezno socijalno osiguranje; P - Obrazovanje; Q - Zdravstvena i socijalna zaštita; R - Umetnost; zabava i rekreacija.
Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

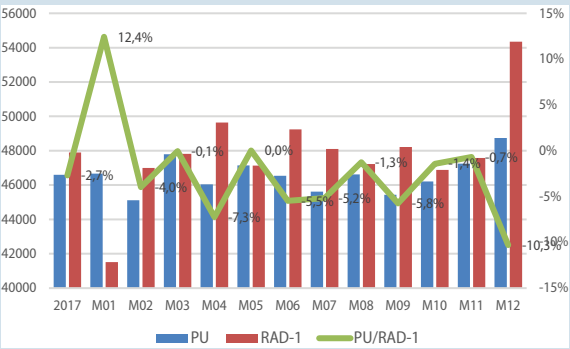
S druge strane, delatnosti koje su dominantno u državnom sektoru beleže skroman rast desezoniranih realnih neto zarada. Državna uprava i odbrana, obavezno socijalno osiguranje i obrazovanje beleže manji rast zarada od 0,9% i 1,7%, respektivno, međugodišnje. Zdravstvena i socijalna zaštita beleže značajan pad zarada od 6,1%. Građevinarstvo je ostvarilo pad zarada u Q4 2017. u odnosu na isti kvartal prethodne godine (2,3%), iako je delatnost građevinarstva ostvarila veliki realni rast BDV-a od čak 17,8%. Iako je međugodišnji rast zarada u poljoprivredi zabeležen u svim kvartalima 2017, realna BDV u poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu beleži konstantan pad tokom 2017, a u Q4 2017. međugodišnji pad je iznosio 9,5%. Ova razlika je posledica toga što se veliki deo poljoprivredne proizvodnje obavlja u okviru individualnih poljoprivrednih gazdinstava u kojim se ne isplaćuju zarade.

Od januara 2018. RZS koristi podatke Poreske uprave za izračunavanje prosečnih zarada. Prelazak na novi izvor podataka izračunavanja prosečnih zarada predstavlja značajno unapređenje statističke prakse.

Okvir: Nova metodologija obračuna zarada u Srbiji

Od januara 2018. RZS će statistiku zarada zasnivati na podacima iz evidencije Poreske uprave, a pretaće sa sprovođenjem Mesečnog istraživanja o zaradama zaposlenih (RAD-1). Poreska uprava prikuplja podatke na osnovu elektronske poreske prijave za porez po odbitku (PPP-PD). Zahvaljujući novom izvoru podataka biće moguće izračunavanje različitih pokazatelja kao što su raspored zarada po dohodovnim intervalima, medijalna zarada, razlika u zaradama između žena i muškaraca, prosečna zarade po sektorima svojine i vrsti radnog angažmana, itd. Dosadašnji obračun prosečne zarade je obuhvatao zarade isplaćene u izveštajnom mesecu, bez obzira na to u kom je mesecu zarade ostvarena. Takođe, RAD-1 istraživanjem nisu bile obuhvaćene zarade zaposlenih u Ministarstvu odbrane i Ministarstvu unutrašnjih poslova, ali ni zarade zaposlenih po osnovu ugovora o privremenim i povremenim poslovima. Prednosti korišćenja administrativnih podataka o zaradama su brojne, npr. veći obuhvat, poboljšanje kvaliteta podataka, usklađivanje sa praksom EU, smanjenje opterećenje davalaca podataka. Prosečna mesečna zarada u 2017. je dostupna prema oba izvora podataka. Podaci Poreske uprave pokazuju manje sezonske oscilacije, što je posebno primetno za decembar i januar. U decembru 2017. prosečna zarada je prema podacima Poreske uprave bila manja za 10,3% u odnosu na RAD istraživanje, dok je u januaru 2017. prosečna zarada bila veća prema podacima Poreske uprave za 12,4% u odnosu na RAD istraživanje.

Grafikon G3-6. Zarade po staroj (RAD-1) i novoj (PU) metodologiji u RSD (leva osa), relativna razlika u zaradama prema staroj (RAD-1) i novoj (PU) metodologiji u % (desna osa)



Izvor: RZS

prosečne zarade računaju na osnovu obračunatih zarada za određeni mesec, dok su prema staroj metodologiji prosečne zarade računane na osnovu isplaćenih zarada u tom mesecu. Nova metodologija je usklađena sa međunarodnim statističkim standardima i pružice obilje dodatnih informacije o zaradama, ali će veza između isplaćenih zarada i naplaćenih poreza i doprinosa biti slabija nego što je to bio slučaj po staroj metodologiji.

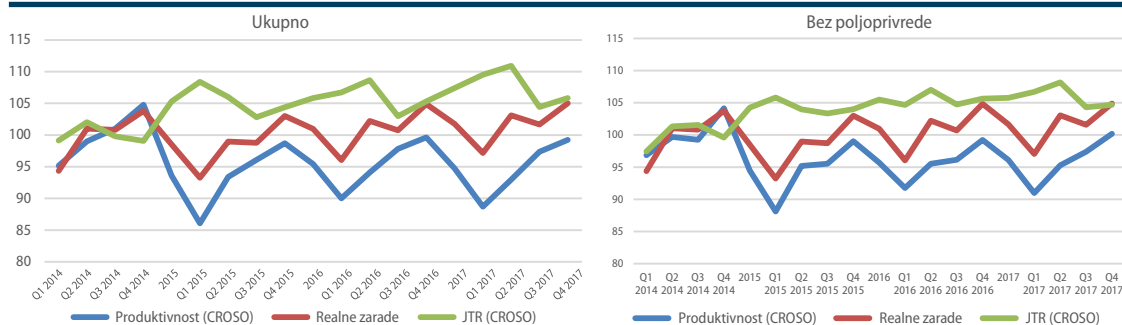
Produktivnost

U odnosu na isti kvartal prethodne godine u Q4 2017. produktivnost je neznatno smanjena usled malo većeg rasta registrovanog broja zaposlenih u odnosu na stopu realnog rasta BDV-a, dok jedinični troškovi rada blago rastu.

Produktivnost opada, a jedinični troškovi rada rastu u 2017. u odnosu na prosek 2014.

Međugodišnji rast realne BDV od 2,6% i rast zaposlenosti prema podacima CROSO od 3,0% doveli su do blagog pada produktivnosti od 0,4% u Q4 2017. u odnosu na isti period prethodne godine. Ukoliko posmatramo produktivnost u nepoljoprivrednim delatnostima, produktivnost se povećala međugodišnje za 1% usled rasta BDV-a bez poljoprivrede za 4% i rasta CROSO zaposlenosti od 3,1%. U 2017. u odnosu na prosek 2014. ukupna produktivnost se smanjila za 5,3%, realne zarade su se povećale za 1,8%, dok su se jedinični troškovi rada povećali za 7,4%. Kada posmatramo nepoljoprivredne delatnosti, produktivnost se smanjila (-3,9%), dok su se jedinični troškovi rada povećali za 5,8% u 2017. u odnosu na prosek 2014. U Q4 2017. ukupna zaposlenost prema Anketi raste sporije od realne stope rasta BDV-a u odnosu na isti kvartal prethodne godine. To implicira rast produktivnosti i pad jediničnih troškova rada u Q4 2017. u odnosu na isti period prethodne godine, ukoliko koristimo podatke Ankete o broju zaposlenih. Produktivnost bez poljoprivrede je porasla za 1,3% u Q4 međugodišnje, što uz neznatni rast realnih zarada (0,1%) je dovelo da pada jediničnih troškova rada za 1,2%, kada koristimo zaposlenost prema ARS izvoru.³ Kretanje baznog indeksa produktivnosti, realnih zarada i jediničnih troškova rada (2014=100) ukupno i bez poljoprivredne delatnosti je prikazano na Grafikonu G3. 3, pri čemu su korišćeni podaci o CROSO zaposlenosti.

Grafikon G3-7 Produktivnosti rada, realne zarade i jedinični troškovi rada, indeksi (2014=100), 2014-Q4 2017.



Napomena: Korišćeni su CROSO podaci o broju zaposlenih. Registrovana zaposlenost u 2017. ne obuhvata podatak za decembar, jer nije raspoloživ.
Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

³ Koristimo podatke o formalnoj zaposlenosti bez poljoprivrede iz ARS. Pod poljoprivrednom delatnošću podrazumevaju se delatnosti iz sektora Poljoprivrede, šumarstvo i ribarstvo, kao i one iz sektora Delatnost domaćinstva kao poslodavca koje se odnose na poslove u poljoprivredi.

Prilozi

Prilog 3-1. Osnovni indikatori tržišta rada prema ARS i CROSO, Q1 2014-Q4 2017.

	2014				2015				2016				2017			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Prosečne realne neto zarade, indeks (2014=100)	94,3	101,0	100,8	103,8	93,3	99,0	98,8	103,0	96,1	102,2	100,7	104,9	97,2	103,1	101,7	105,0
Prosečne neto zarade ukupno (€)	361	389	383	386	343	371	372	386	355	378	373	391	367	399	398	416
Prosečne neto zarade industrija (€)	359	382	378	378	351	376	379	389	369	391	382	399	376	417	411	429
Troškovi poslodavca ukupno (€)	588	633	623	626	557	601	603	626	576	613	607	635	596	648	647	677
Troškovi poslodavca industrija (€)	582	622	617	615	570	611	617	632	599	635	623	649	611	677	669	699
Produktivnost (bez poljoprivrede) (2014=100)	96,9	99,7	99,3	104,2	88,1	95,2	95,5	99,0	91,8	95,5	96,1	99,2	91,0	95,3	97,4	100,2
Produktivnost ukupno (2014=100)	95,2	99,0	101,0	104,8	86,1	93,4	96,1	98,7	90,0	94,1	97,8	99,6	88,7	93,0	97,4	99,2

Napomena: Registrovana zaposlenost u 2017. ne obuhvata podatak za decembar, jer nije raspoloživ.

Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

Prilog 3-2. Realne neto zarade i produktivnost rada, Q1 2014-Q4 2017.

	2014				2015				2016				2017			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Stopa aktivnosti (%)	51,0	52,6	52,5	51,6	50,8	51,5	52,0	51,9	52,6	54,1	54,3	52,3	51,8	54,5	55,3	54,2
Stopa zaposlenosti (%)	40,2	41,8	43,1	42,9	41,2	42,6	43,4	42,7	42,6	45,9	46,8	45,5	44,2	48,1	48,2	46,3
Stopa nezaposlenosti (%)	21,3	20,7	17,9	17,0	19,0	17,3	16,6	17,7	19,0	15,2	13,8	13,0	14,6	11,8	12,9	14,7
Stopa neformalne zaposlenosti (%)	19,7	20,4	22,8	21,8	19,7	19,7	21,5	20,4	20,3	22,7	24,1	20,9	19,0	22,1	21,8	19,8
Broj zaposlenih u 000, (ARS)	2.454	2.548	2.627	2.609	2.504	2.588	2.624	2.581	2.571	2.762	2.814	2.731	2.652	2.881	2881,9	2763,6
Indeks zaposlenosti (2014=100), (ARS)	95,9	99,6	102,6	101,9	97,8	101,1	102,5	100,8	100,4	107,9	109,9	106,7	103,6	112,6	112,6	108,0
Broj formalno zaposlenih u 000, (ARS)	1.969	2.030	2.028	2.041	2.011	2.078	2.059	2.054	2.049	2.135	2.137	2.161	2.148	2.243	2253,5	2217,2
Indeks formalno zaposlenih (2014=100), (ARS)	97,6	100,6	100,5	101,2	99,7	103,0	102,1	101,8	101,6	105,9	105,9	107,1	106,5	111	112	110
Broj zaposlenih u 000, (CROSO)	1.836	1.845	1.850	1.851	1.977	1.982	1.994	1.994	1.978	2.008	2.023	2.030	2.024	2.061	2.078	2.092
Indeks zaposlenosti (2014=100), (CROSO)	99,5	100,0	100,3	100,3	107,1	107,4	108,0	108,0	107,2	108,8	109,6	110,0	109,7	111,7	112,6	113,3

Napomena: Industrija obuhvata delatnosti B, C i D, ponderisani prosek zarada. Kurs dinara prema evru, prosek perioda (NBS). Produktivnost rada je računata na osnovu podataka o registrovanoj zaposlenosti. Registrovana zaposlenost u 2017. ne obuhvata podatak za decembar, jer nije raspoloživ.

Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a i NBS-a.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

U 2017. godini, deficit tekućeg računa platnog bilansa iznosi 2,1 milijardi evra i čini 5,7% BDP-a. Viši tekući deficit u 2017. godini u odnosu na nivo u 2016. u najvećoj meri je posledica znatnijeg porasta deficita u robnoj razmeni – usled bržeg rasta uvoza od izvoza, kao i visokog deficita na računu primarnog dohotka. Sa druge strane, to je ublaženo određenim porastom priliva od sekundarnog dohotka, uz gotovo nepromenjen suficit na računu usluga. Priliv kapitala u 2017. prvenstveno je posledica priliva SDI. Priliv po ovom osnovu je veoma visok u 2017. godini i iznosi 2,4 milijarde evra, tj. 6,5% BDP-a, što je iznad učešća SDI u BDP-u u 2015. i 2016. godini, kao i iznad nivoa u zemljama regiona. Na računu portfolio investicija zabeleženo je visoko razduživanje – gde je dominantan odliv zabeležen u novembru usled otplate Eurobond 2012 obveznica. Devizne rezerve su u 2017. povećane za 228 miliona evra, što je neto rezultat smanjenja u Q1 i Q4 i rasta u Q2 i Q3. Tokom Q4 2017. godine zabeležen je relativno visok nivo tekućeg deficita od 678 miliona evra, tj. 7,0% BDP-a. Znatniji porast tekućeg deficita krajem 2017. nastao je usled rasta robnog deficita i deficita primarnog dohotka, koji je u manjoj meri kompenzovan rastom priliva od sekundarnog dohotka, kao i povećanjem suficita na računu usluga. U Q4 2017. uvoz je imao znatan rast, a izvoz skromnije povećanje. Ipak, dobra vest je ubrzanje rasta izvoza u januaru, pa je izvoz u januaru zabeležio isto međugodišnje povećanje kao uvoz 21,6%. Porast nivoa deficita u robnoj razmeni tokom 2017. godine nastao je prvenstveno usled: pogoršanja odnosa razmene, smanjenja suficita u trgovini poljoprivrednim proizvodima, kao i osetnog jačanja domaće valute. Kako su prva dva uzroka rasta deficita posledica eksternih okolnosti (promena svet-ske cene nafte, nepovoljni vremenski uslovi za poljoprivredu), na šta se ni u narednom periodu ne može uticati, ključno je voditi ekonomsku politiku koja će delovati u pravci smanjenja eksterne neravnoteže.

Tekući deficit u 2017. na višem nivou nego u 2016. godini...

U 2017. godini, deficit tekućeg računa platnog bilansa iznosi 2,1 milijardi evra i čini 5,7% BDP-a (Tabela T4-1 i Grafikon T4-2). Takav nivo deficita je na znatno veći od onog iz 2016. od 1,075 milijardi evra, tj. 3,1% BDP-a.

...što je posledica porasta robnog deficita i deficita primarnog dohotka

Osetno viši tekući deficit u 2017. u poređenju sa 2016. godinom (za 2,6 pp BDP-a) u najvećoj meri je posledica znatnijeg porasta deficita u robnoj razmeni (za 1,8 pp BDP-a), kao i višeg deficita na računu primarnog dohotka¹ (za 1,1 pp BDP-a). Sa druge strane, to je ublaženo određenim porastom priliva od sekundarnog dohotka (za 0,4 pp BDP-a), dok su je učešće usluga u BDP-u gotovo nepromenjeno.

Iako izvoz beleži i dalje znatan međugodišnji rast na nivou godine... ...deficit je veći usled bržeg rasta uvoza

Robni deficit u 2017. iznosi 3.986 miliona evra i čini 10,8% BDP-a (v. Tabelu T4-1). Ovaj deficit izražen kao procenat BDP-a viši je od deficita ostvarenog u 2016. godini za 1,8 pp. Zapravo u 2017. godini došlo je do većeg rasta uvoza od izvoza. Izvoz beleži i dalje znatan međugodišnji rast od 10,0%, dok je uvoz istovremeno porastao za 13,4%. Učešće izvoza u BDP-u je u 2017. više za 1,2 pp, dok je u istom periodu porast učešća uvoza u BDP-u bio 3,0 pp BDP-a.

Pogoršanje odnosa razmene, smanjenje suficita u trgovini poljoprivrednim proizvodima i jačanja domaće valute osnovne determinante rasta deficita

Do porasta nivoa deficita u spoljnotrgovinskoj/robnoj² razmeni tokom 2017. godine došlo je prvenstveno usled: pogoršanja odnosa razmene, smanjenja suficita u trgovini poljoprivrednim proizvodima, kao i izraženijeg jačanja domaće valute. Zapravo, porast deficita u 2017. bi bio još izraženiji da fiskalna politika nije bila toliko restriktivna, te je ograničavala rast domaće tražnje i time doprinela nešto umerenijem rastu deficita po ovom osnovu.

Odnosi razmene su nakon izraženog poboljšanja u drugoj polovini 2015. i u 2016. godini, da bi se u 2017. pogoršali. Indeks odnosa razmene dostiže minimum (najveće pogoršanje) u Q1 2017 i iznosi 93,4 (Grafikon T4-3). U Q2 ovaj indeks ponovo je ispod 100 (iznosi 99,6) što ukazuje na relativno lošije odnose razmene u poređenju sa istim kvartalom 2016. godine, dok u drugoj

¹ Primarni dohoci obuhvataju dohotke od faktora proizvodnje kao što su dohoci po osnovu dividendi, kamata i druge dohotke od kapitala i rada.

² Pošto su usluge na skoro istom nivou u 2016. i 2017. godini, porast deficita u robnoj i spoljnotrgovinskoj razmeni je isti – 1,8 pp BDP-a.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

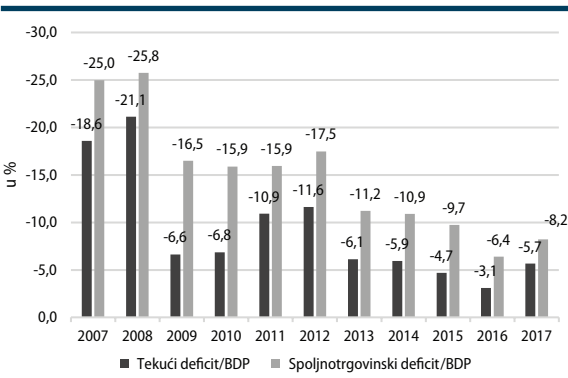
	2015	2016	2017	2016				2017			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
u milionima evra											
TEKUĆI RAČUN	-1.577	-1.075	-2.090	-305	-284	-239	-247	-694	-333	-384	-678
Roba	-3.993	-3.119	-3.986	-662	-849	-718	-890	-927	-883	-824	-1.352
Izvoz robe	11.357	12.814	14.090	2.976	3.310	3.160	3.369	3.277	3.693	3.559	3.560
Uvoz robe	15.350	15.933	18.076	3.638	4.159	3.878	4.258	4.204	4.576	4.383	4.912
Usluge	725	907	951	186	196	268	258	220	167	236	327
Prihodi	4.273	4.571	5.240	993	1.068	1.258	1.252	1.106	1.241	1.424	1.470
Rashodi	3.548	3.664	4.289	807	872	990	994	886	1.074	1.187	1.143
Primarni dohodak	-1.658	-2.022	-2.570	-499	-524	-581	-418	-700	-564	-638	-668
Prihodi	682	630	568	142	185	140	164	105	153	132	179
Rashodi	2.340	2.653	3.138	641	709	721	583	805	717	769	847
Sekundarni dohodak	3.349	3.159	3.516	670	894	792	803	713	946	842	1.015
Prihodi	3.795	3.635	4.098	771	1.009	921	933	848	1.086	986	1.178
Rashodi	446	476	583	102	115	130	129	135	139	145	164
Lični transferi, neto ¹⁾	2.671	2.510	2.758	521	735	624	630	565	790	630	773
od čega: Doznake radnika	2.077	1.874	2.049	379	577	458	460	414	595	475	565
KAPITALNI RAČUN- neto	-18	-10	5	5	-4	-1	-9	1	-3	11	-4
FINANSIJSKI RAČUN	-1.205	-535	-1.690	-99	-180	-95	-162	-486	-328	-266	-610
Direktno investicije	-1.804	-1.899	-2.415	-470	-454	-533	-443	-558	-626	-660	-571
Portfolio investicije	289	917	827	363	332	-10	232	219	-29	-92	728
Finansijski derivati	2	9	-21	0	1	5	3	-5	-2	-9	-5
Ostale investicije	141	740	-310	845	257	110	-473	313	106	-566	-162
Ostali vlasnički kapital	0	-1	-1	0	-1	-1	0	0	-1	0	0
Gotov novac i depoziti	-218	220	-623	318	20	-19	-99	-79	-23	-550	29
Kredit	230	303	-203	317	260	-1	-272	316	23	-317	-226
Centralna banka	153	23	9	12	7	4	0	4	0	4	0
Depozitne institucije osim centralne banke	434	279	-272	100	199	80	-99	271	-316	11	-239
Država	-464	-308	30	30	11	5	-355	34	290	-314	20
Ostali sektori	107	309	31	176	42	-91	182	6	49	-18	-7
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	0	8	0	3	7	-6	4	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	129	209	518	207	-29	137	-105	75	106	301	36
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Devizne rezerve	166	-302	228	-836	-317	332	519	-455	222	1.061	-600
GREŠKE I PROPUSTI- neto	390	549	395	201	109	145	94	208	8	107	72
PRO MEMORIA											
u % BDP-a											
Bilans tekućih transakcija	-4,7	-3,1	-5,7	-3,8	-3,2	-2,7	-2,8	-8,3	-3,6	-4,0	-7,0
Bilans robne razmene	-11,9	-9,0	-10,8	-8,2	-9,7	-8,0	-10,0	-11,1	-9,6	-8,5	-14,0
Izvoz robe	33,8	37,0	38,2	36,9	37,7	35,4	38,0	39,4	40,1	36,9	36,8
Uvoz robe	45,7	46,0	49,0	45,1	47,4	43,5	48,0	50,5	49,6	45,4	50,7
Bilans robe i usluga	-9,7	-6,4	-8,2	-5,9	-7,5	-5,0	-7,1	-8,5	-7,8	-6,1	-10,6
Lični transferi - neto	8,0	7,2	7,5	6,5	8,4	7,0	7,1	6,8	8,6	6,5	8,0
BDP u evrima ²⁾	33.564	34.619	36.885	8.061	8.768	8.921	8.869	8.324	9.222	9.658	9.680

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

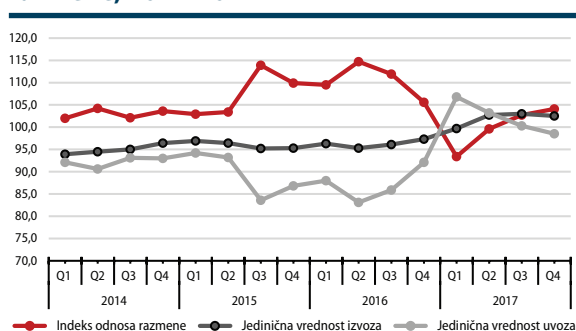
Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spoljnotrgovinski deficit, 2007-2017



Izvor: NBS, QM

polovini godine dolazi do njegovog porasta (u Q3 i Q4 iznad 100, v. Grafikon T4-3). Zabeleženo kretanje u indeksu odnosa razmene velikim delom je determinisano kretanjem cena energenata na svetskom tržištu, na šta na Grafikonu T4-3 ukazuje kretanju jedinične vrednosti uvoza. Smanjenje jedinične vrednosti uvoza, posmatrano međugodišnje, započelo je 2015. godine, zatim nastavljeno je 2016. godine, da bi u najvećem delu 2017. godine (u prva tri kvartala) jedinična vrednost uvoza bila iznad prošlogodišnje.

U 2017. robni deficit je za oko 20% viši u odnosu na nivo iz 2016. godini, odnosno za

Grafikon T4-3. Međugodišnji indeksi odnosa razmene, 2014-2017

Izvor: RZS, QM

odnosno za 168 miliona evra. Ostatak rasta deficita u 2017. godini se može pripisati uticaju aprecijacije dinara, za šta možemo dati okvirnu procenu. Kako je smanjenje suficita u razmeni poljoprivrednih proizvoda povećalo iznos robnog deficita za oko 170 miliona evra, a pogoršanje odnosa uvoznih i izvoznih cena za dodatnih 350 miliona evra, ostatak povećanja robnog deficita - oko 210 miliona evra - verovatno je dominantno rezultat uticaja jačanja domaće valute na vrednost spoljnotrgovinskih tokova⁴.

Kako je pogoršanje odnosa razmene i smanjenje vrednosti neto izvoza poljoprivrednih proizvoda posledica eksternih okolnosti (promena svetske cene nafte, nepovoljni vremenski uslovi za poljoprivredu), na šta se ne može uticati u predstojećem periodu, ključno je da se vodi takva politika deviznog kursa koja će delovati u pravci smanjenja eksterne neravnoteže.

Visok deficit primarnog dohotka

Deficit na računu primarnog dohotka u 2017. godini iznosi 2,57 milijardi evra, i znatno je viši u odnosu na 2016. godinu (kada je iznosio 2,0 milijarde evra). Primarni deficit je dostigao čak 7,0% BDP u 2017. To je veoma visok iznos koji je pre svega posledica odliva sredstva po osnovu dividendi. Stoga, deficit primarnog dohotka ima trend rasta (učešće primarnog deficita u BDP-u od 2013-2017, respektivno: 3,5%, 4,1%, 4,0%, 4,9%, 5,8% i 7,0%) i dostiže značajan iznos, što je veoma nepovoljno s aspekta težnje ka smanjenju tekućeg deficita, na šta smo i ranije ukazivali imajući u vidu izražen priliv SDI⁵. U poređenju sa drugim zemljama, Srbija u 2016. ima učešće deficita primarnog dohotka u BDP-u kao Češka (oko 6%), ali iznad deficita ovog računa drugih uporedivih zemalja, koji je približno iznosio: 4% u Makedoniji, 3% u Hrvatskoj, Sloveniji i Rumuniji, 2% u Bugarskoj i Mađarskoj (Albanija i Crna Gora beleže suficit od oko 2%). Već sada odliv sredstva po osnovu dohodaka od kapitala je približno jednak iznosu priliva stranih direktnih investicija, ali je još uvek manji od priliva od doznaka i penzija iz inostranstva. Međutim, sa povećanjem vrednosti stranog kapitala u Srbiji u obliku vlasničkog kapitala, kredita, i dr. u budućnosti se očekuje rast ovog odliva, kao što je to bio slučaj i tokom prethodnih godina. Visok odliv sredstva po osnovu dohodaka od kapitala može da generiše spoljno ekonomsku neravnotežu, a time i makroekonomsku nestabilnost, što se naročito događa u periodima kriza. Stoga je za dugoročno održiv privredi rast neophodno da se u većoj meri oslanjamo na sopstvena sredstva privrede, građana i države.

Standardno značajan nivo priliva sredstava na računu sekundarnog dohotka

Priliv po osnovu sekundarnog dohotka je iznosio 3,5 milijardi evra, što čini oko 9,5% godišnje vrednosti BDP-a. To je malo veći priliv po ovom osnovu od onog iz 2016, ali u standardnom okviru koliko učešće priliva uobičajeno iznosi po ovom osnovu u BDP-u: 9-10%.

3 Podaci NBS za uvoz i izvoz robe, kao i robni bilans, razlikuju se od podataka RZS-a jer ne uključuju robu na doradi. Stoga postoji određena razlika u nivoima izvoza i uvoza, kao i stopama rasta, u zavisnosti da li je izvor podataka NBS ili RZS. Tako je na primer robni deficit prema podacima NBS-a viši za 867 miliona evra, tj. za 28% u 2017. u odnosu na prethodnu godinu (v. Tabelu T4-1).

Izvor podataka u ovom delu teksta (*Platni bilans*) je NBS, a u narednim delovima (*Izvoz* i *Uvoz*) je RZS. Ipak, samo u ovom pasusu dela *Platni bilans*, u cilju okvirne procene uticaja domaće valute na spoljnotrgovinske tokove, korišćeni su podaci RZS-a.

4 Procena vršena na podacima Republičkog zavoda za statistiku za period januar-decembar prema decembarskom saopštenju RZS-a za spoljnotrgovinski robni promet.

5 V. prethodne brojeve QM-a.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Priliv kapitala u 2017 prvenstveno posledica priliva SDI

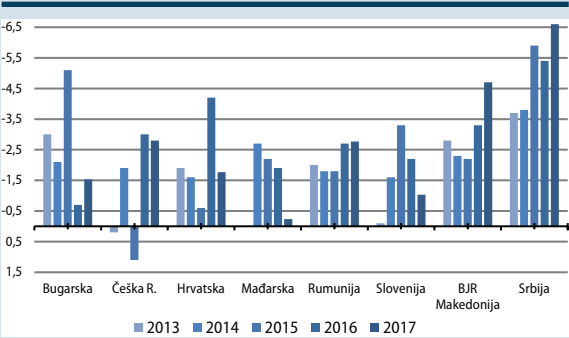
Priliv kapitala u 2017 prvenstveno je posledica priliva SDI. Priliv po ovom osnovu je veoma visok u 2017. godini i iznosi 2.415 miliona evra, tj. 6,5% BDP-a. To je za 1 pp BDP-a iznad učešća SDI u BDP-u u 2015. i 2016. godini. U okviru ostalih investicija došlo je i do bitnijeg povećanja Ostalih investicija (za 310 miliona evra, neto) – usled porasta salda na računu *Gotov novac i depoziti* i neto zaduživanja po osnovu kredita (kao posledica dodatnog zaduživanja banaka), dok je zabeleženo znatnije neto razduživanje po osnovu trgovinskih kredita. U 2017. na računu portfolio investicija zabeleženo je razduživanje za 827 miliona evra, u neto izrazu. Zapravo, od maja do oktobra ostvaren je neto priliv, prvenstveno kao rezultat ulaganja stranih investitora u sedmogodišnje državne HoV, dok je najveći odliv zabeležen u novembru (698,8 miliona evra) usled otplate Eurobond 2012 obveznice⁶. Devizne rezerve su na nivou 2017. povećane za 228 miliona evra (Tabela T4-1).

Okvir 1. Znanat priliv SDI u Srbiju

U Srbiji u poslednjih nekoliko godina zabeležen je znatan priliv stranih direktnih investicija. Na Grafikonu T4-4. Prikazani su podaci za neto priliv SDI u period 2013-2017 (za 2017. dat je prosek prva tri kvartala, osim u slučaju Makedonije, gde je data vrednost iz Q1 usled raspoloživosti podataka). U poređenju sa ostalim izdvojenim zemljama, Srbija ima izrazito visok neto godišnji priliv po osnovu stranih ulaganja.

Godišnji priliv SDI u Srbiju je u 2013. i u 2014. godini iznosio oko 4% BDP-a, da bi u naredne dve godine bio 5,9% i 5,4%, respektivno, a u 2017. dostigao čak 7% BDP-a.

Grafikon T4-4. Neto priliv SDI u Srbiji i odabranim zemljama



Izvor: Eurostat, Q/M
Napomena: 1) Vrednost u 2017. predstavlja prosek učešća prva tri kvartala, 2) Za Makedoniju 2017. je vrednost neto priliva u Q1 2017.

Prema podacima Eurostat-a, u prvih devet meseci 2017. neto priliv po osnovu SDI u Srbiji je u oko 6,6% BDP-a. To je znatan iznos priliva sredstava, posebno imajući u vidu da je znatno iznad nivoa zabeleženog u drugim zemljama. Tako je neto priliv SDI izražen u % BDP-a u prva tri kvartala 2017. u Mađarskoj 0,2%, u Sloveniji 1%, u Bugarskoj 1,5%, u Hrvatskoj 1,8%, u Češkoj R. i Rumuniji 2,8%, u Makedoniji 4,7% i u Srbiji 6,6% (Grafikonu T4-4).

Interesantno je da Srbija ima veći priliv SDI u odnosu zemlje regiona, iako od većine njih zaostaje po uslovima poslovanja merenim na rang listi konkurentnosti Svetskog ekonomskog foruma, kvalitetu upravljanja

na listi Svetske banke, napretku u tranziciji EBRD, dok prednjači po nivou korupcije pri istraživanju *Transparency International*. Veće strane investicije, uprkos znatno slabijim uslovima za investiranje mogu se objasniti posebnim pogodnostima koje uživaju strani investitori, a koja nisu dostupna većini domaćih preduzeća, kao što su visoke subvencije, zaštita od birokratskih barijera, i iznuda i reketiranja koje su povezane sa njima, zaštita o nelojalne konkurencije i dr.

U Q4 2017. tekući deficit relativno visok - 7,0% BDP-a...

Deficit tekućeg računa Q4 2017. godine iznosi 678 miliona evra, tj. 7,0% BDP-a (Tabela T4-1). Učešće tekućeg deficita u BDP-u je za čak 4,2 pp više u odnosu na nivo iz Q4 i za 3 pp u odnosu na nivo iz Q3 2017. Tekući deficit je stoga u 2017. bio u dva kvartala na relativno niskom nivou: 3,6% u Q2 i 4,0% u Q3, dok je u dva kvartala bio značajno visok: 8,3% u Q1 i 7,0% u Q4.

Ostvareno povećanje tekućeg deficita u poslednjem kvartalu 2017. godine u odnosu na isti period u 2016. posledica je znatnijeg porasta robnog deficita (za 3,9 pp BDP-a), zatim i višeg deficita na računu primarnog dohotka (za 2,2 pp BDP-a). Istovremeno, došlo je do izvesnog porasta učešća priliva od sekundarnog dohotka u BDP-u (za 1,4 pp), i u manjoj meri, rasta suficita na računu usluga u BDP-u (za 0,5 pp).

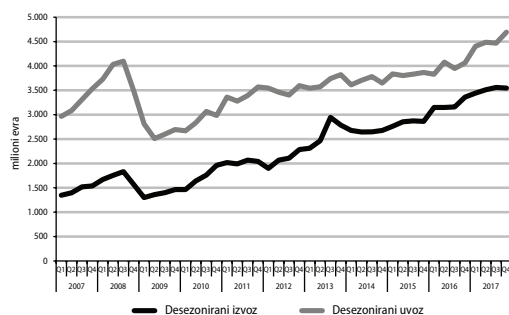
6 Izvor: Ministarstvo finansija.

...na prvom mestu posledica znatnijeg porasta robnog deficita, zatim i porasta deficita primarnog dohotka

U Q4 uvoz je imao visok dvocifreni međugodišnji rast, dok je izvoz zabeležio skromnije povećanje

Robni deficit iznosi 1.352 miliona evra, odnosno 14,0% BDP-a. U Q4 2017 izvezeno je robe u vrednosti od 3.560 miliona evra i čini 36,8% BDP-a. Uvoz je u poslednjem kvartalu 2017. iznosio 4.912 miliona evra, što je više od polovine procenjene kvartalne vrednosti BDP-a (50,7%, v. Tabelu T4-1). U Q4 2017. uvoz je imao visok dvocifreni međugodišnji rast (15,4%), dok je izvoz zabeležio znatno skromnije povećanje od 5,7% međugodišnje, iako su odnosi razmene ponovo poboljšani krajem 2017. godine (Grafikon T4-3). Desezonirane vrednosti ukazuju da je

Grafikon T4-5. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2017



Izvor: NBS, RZS, QM

izvoz u Q4 niži za 0,4% u odnosu na vrednost iz Q3 2017, dok je uvoz u istom period zabeležio povećanje za 5,0% (Grafikon T4-5). Ovakvi trendovi su se bitnije odrazili na porast robnog i spoljnotrgovinskog deficita, kao i na smanjenje pokrivenosti uvoza izvozom (koja je nakon 81% u Q3 opala na 72% u Q4 2017).

Učešće neto priliva na računu sekundarnog dohotka tokom Q4 iznosi 1.015 miliona evra i čini 10,5% BDP-u. Od toga, priliv po osnovu ličnih transfera iznosi 773 miliona evra (8,0% BDP-a).

Tokom Q4 visok priliv SDI i odliv portfolio investicija

U Q4 zabeležen je priliv kapitala od 78 miliona evra⁷ (Tabela T4-1). Ostvaren je priliv SDI (571 miliona evra), manji priliv po osnovu ostalih investicija (162 miliona evra), kao i znatan odliv po osnovu portfolio investicija (728 miliona evra, dominantno posledica isplate dospele Euro-bond obveznice emitovane 2012. godine na međunarodnom tržištu). U okviru ostalih investicija, ostvaren je bitniji rast zaduživanja banaka (za 239 miliona evra) i manje povećanje salda na računu *Gotov novac i depoziti* za 29 miliona evra, kao i razduživanje javnog sektora (za 20 miliona evra). Razduživanje je zabeleženo i na računu *Trgovinski krediti i avansi* za 36 miliona evra. Devizne rezerve su u Q4 2017. niže za 600 miliona evra.

Pad deviznih rezervi za 600 miliona evra

Izvoz

**Izvoz robe u 2017. 15,05 milijardi evra....
...za 12,0% iznad nivoa iz 2016. godine**

Tokom 2017. godine izvezeno je robe u vrednosti od 15.047 miliona evra, što je značajan rast od 12,0% međugodišnje. Na rast izvoza povoljno je uticalo brz rast privredne aktivnosti u zemljama evrozona i većine drugih važnih spoljnotrgovinskih partnera. Dodatno, 2017. godinu obeležile su povoljne okolnosti u vidu rasta cene metala i energije na svetskom tržištu. Sa druge strane loša poljoprivredna sezona i realna apresijacija dinara u odnosu na evro koja je zabeležena tokom 2017. godine je negativno doprinosila rastu izvoza. Uz to, negativan doprinos rastu izvoza dalo je i dalje smanjenje vrednosti izvoza automobila⁸.

U Q4 zabeležen nepovoljan trend usporavanja međugodišnjeg rasta

U Q4 2017. izvoz iznosi 3.786 miliona evra, tj. beleži porast od 7,8% u odnosu na Q4 2016.

Međugodišnji rast izvoza u Q4 2017. iznosi 7,8% - manje od rasta u prethodnim kvartalima

U poređenju sa svim prethodnim kvartalima 2017. godine izvoz usporava rast –međugodišnji rast od 13,4%, 13,2% i 12,7%, u prva tri kvartala, respektivno (Tabela T4-6). U Q4, kao i u celoj 2017. godini, vrednost izvoza beleži brzi rast po isključenju vrednost izvoza drumskih vozila. Rast izvoza bez drumskih vozila u poslednjem kvartalu iznosi 8,6% međugodišnje.

Posmatrano po nameni, sve izvozne grupe, osim neklasifikovanog izvoza (Ostalo), pozitivno doprinosile njegovom rastu

Ipak, dobra vest je ubrzanje izvoza u januaru. Međugodišnji rast ukupnog izvoza u januaru je veoma visok i iznosi 21,6%. Tako je izvoz u januaru zabeležio isti rast kao i uvoz.

Izražen međugodišnji porast izvoza je rezultat rasta svih izvoznih grupa po nameni, osim neklasifikovanog/ostalog izvoza. Zapravo, brzo povećanje ukupnog izvoza pre svega je rezultat brzog rasta izvoza *Intermedijalnih proizvoda* (32,9%), *Kapitalnih proizvoda* (20,5%) i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* (13,3%), koji imaju i najveće učešće u ukupnom izvozu (u 2017: 38%, 24% i 22%, respektivno).

⁷ 6 miliona evra sa računom Greške i propusti.

⁸ Prema podacima Ministarstva finansija, i pored ovog negativnog trenda u izvozu drumskih vozila, FIAT je i dalje najveći domaći izvoznik.

Tabela T4-6. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2016–2017

	Učešće u ukupnom izvozu u u %	2016	2017	2017				2016		2017			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
				u milionima evra				u %					
Ukupno	100,0	13.432	15.047	3.504	3.933	3.778	3.786	10,2	15,9	13,4	13,2	12,7	7,8
Ukupno bez drum. vozila	91,7	12.057	13.797	3.143	3.562	3.536	3.511	11,2	18,9	16,7	16,9	14,6	8,6
Energija	2,5	329	379	67	81	107	117	-15,0	7,0	-15,2	-6,8	24,0	55,7
Intermedijarni proizvodi	38,2	4.669	5.743	1.297	1.496	1.496	1.445	12,3	19,8	23,3	24,4	24,7	18,8
Kapitalni proizvodi	24,1	3.352	3.633	872	961	821	979	11,5	7,3	4,3	4,3	7,8	17,4
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	15,8	1.977	2.383	511	589	579	703	18,6	19,1	16,5	20,0	17,5	26,8
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,4	739	811	186	214	204	207	6,6	11,6	19,1	14,3	6,5	1,2
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	22,3	3.198	3.358	774	835	888	860	9,6	12,2	7,4	4,6	6,2	2,0
Ostalo	7,5	1.145	1.124	307	347	262	179	12,7	45,5	24,4	23,7	-5,8	-47,2

Izvor: RZS

U Q4 2017. izvoz *Kapitalnih proizvoda* ubrzava rast. Izvoz ovih proizvoda, nakon međugodišnjeg rasta od 7,8% u Q3, je u Q4 za 17,4% iznad vrednosti ostvarene u Q4 2016. godine. Istovremeno, izvoz kapitalnih proizvoda po isključenju drumskih vozila beleži visok rast i njegovo ubrzanje. Nakon međugodišnjeg rasta od 17,5% u Q3 2017., izvoz *Kapitalnih proizvoda bez drumskih vozila* ostvaruje rast od 26,8% u Q4 (Tabela T4-6).

Vrednost izvoza *Intermedijarnih proizvoda* u Q4 je za 18,8% iznad vrednosti ostvarene u istom kvartalu godinu dana ranije, te beleži izvesno usporavanje rasta. Kako vrednost izvoza Intermedijarnih dobara čini najveći deo ukupne vrednosti izvoza (38,2%) dinamika rasta izvoza ovih proizvoda je veoma značajna pošto u bitnoj meri opredeljuje kretanje ukupnog izvoza. Zajedno sa *Kapitalnim proizvodima*, *Intermedijarni proizvodi* čine skoro dve trećine ukupne vrednosti domaćeg izvoza (Tabela T4-6).

Izvoz *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* u Q4 2017 usporava rast i za 1,4% je iznad vrednosti ostvarene u istom periodu 2016. godine. Zapravo, izvoz ovih proizvoda ima osetno niži rast u poređenju sa onim iz prethodnih kvartala 2017. Izvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* takođe usporava rast u odnosu na Q3, i u Q4 beleži godišnji porast od 2,0%. Tzv. Ostali izvoz je za 47,2% ispod izvezene vrednosti u Q4 2016 godine (Tabela T4-6).

U 2018. godini nastavak dobre prognoze rasta ekonomske aktivnosti zemalja evrozone, i posledično ubrzanje rasta zemalja regiona, uz investicije iz prethodnog perioda, povoljno će uticati na rast domaćeg izvoza. Suprotno tome, odloženi efekat realne apresijacija domaće valute u odnosu na evro imaće nepoželjan uticaj – tj. delovaće u pravcu usporavaće rast izvoza. Zato je važno ozbiljno voditi računa o efektu koji jačanje domaće valute ima na izvoz, koji treba da, uz investicije, bude glavni nosilac privrednog rasta i u budućem periodu.

Uvoz

Vrednost uvezene robe u 2017. iznosi 19,4 milijardi evra...
...što je za 13,8% iznad ostvarene vrednosti u 2016.

U drugoj polovini 2017. dolazi do ubrzavanja rasta uvoza

U Q4 međugodišnji rast uvoza 15,5%, a uvoz bez energije 14,8%

Uvoz u 2017. godini iznosi 19.419 miliona evra, tj. beleži rast od 13,8% međugodišnje. Kvartalni podaci ukazuju da, nakon određenog usporavanja rasta zabeleženog u Q2, uvoz u drugoj polovini 2017. ubrzava rast (Tabela T4-7). Rastu uvoza u 2017. doprinosilo rast svetskih cena energenata i jačanje dinara, kao i rast domaće tražnje.

U poslednjem kvartalu 2017. vrednost uvezene robe je 5.265 miliona evra, što je 15,5% iznad vrednosti iz Q4 2016 (Tabela T4-7). U januaru zabeležen međugodišnji rast uvoza je identičan rastu izvoza i iznosi 21,6%. Rast uvoza u januaru se u najvećoj meri duguje brzom rastu uvoza Intermedijarnih proizvoda i neklasifikovanog (ostalog) uvoza i netrajnih proizvoda za široku potrošnju.

Porast svetske cene energetskih proizvoda tokom 2017. doprinele su da je vrednost uvoza *Energijske* u svim kvartalima 2017. osetno viša u odnosu na kvartalne vrednosti u 2016. Tako je uvoz *Energijske* u Q4 za 21,2% iznad vrednosti uvoza ovih proizvoda zabeležene u istom kvartalu godinu dana ranije. Uvoz bez energije zabeležio je međugodišnji rast od 14,8%, a kvartalne stope rasta u 2017. godini (Tabela T4-7) ukazuju na ubrzanje rasta i ovako posmatranog uvoza.

Tabela T4-7. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2016-2017

	Učešće u ukupnom uvozu u 2017 u %	2016	2017	2017				2016		2017			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
				u milionima evra						u %			
Ukupno	100,0	17.068	19.419	4.587	5.004	4.730	5.265	3,7	5,5	15,4	10,2	13,3	15,5
Energija	10,4	1.544	2.025	526	462	485	549	-19,0	-1,6	55,2	19,2	32,2	21,2
Intermedijarni proizvodi	35,3	5.880	6.862	1.513	1.734	1.737	1.779	5,5	5,8	16,8	15,9	16,2	14,0
Kapitalni proizvodi	21,2	4.128	4.120	821	1.086	909	1.087	2,6	2,5	-9,3	-3,8	-6,9	4,5
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,1	380	411	93	104	100	115	-3,9	-3,7	14,9	4,2	10,7	4,1
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,0	2.595	2.906	648	686	709	796	4,0	4,5	17,7	6,5	7,3	10,3
Ostalo	15,9	2.541	3.095	987	932	790	940	23,8	18,4	22,7	19,1	34,7	39,2
Uvoz bez energije	89,6	15.524	17.393	4.061	4.542	4.245	4.716	6,6	6,3	11,7	9,4	11,5	14,8

Izvor: RZS

Uvoz *Intermedijarnih proizvoda* i *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* beleže usporavanje rasta (Tabela T4-7). Sa druge strane, ubrzava uvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* i *Ostalog uvoza*.

Veoma važna povoljna promena zabeležena je u trendu rasta uvoza *Kapitalnih proizvoda*. Uvoz ovih proizvoda je beležio niže nivoe u prva tri kvartala 2017. u poređenju sa istim periodom prethodne godine, da bi u Q4 zabeležio međugodišnji rast od 4,5%. Nivo i dinamika rasta kapitalnih proizvoda je posebno važna jer ukazuje kako na nivo proizvodne aktivnosti zemlje, tako i na proizvodni potencijal u narednom periodu. Stoga, dobro je se započeti međugodišnji rast uvoza kapitalnih proizvoda iz Q4 nastavlja u januaru po stopi od 5,2%.

U Q4 došlo je do međugodišnjeg rasta vrednosti *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* za 10,3%. To predstavlja ubrzanje rasta u poređenju sa prethodnim kvartalom (kada je zabeležen međugodišnji rast od 7,4%). *Intermedijarni proizvodi* su u Q4 zabeležili rast od 14,0% međugodišnje. Stoga, rast ovih proizvoda usporava (međugodišnji rast u prethodna tri kvartala 16-17%). Visok rast vrednosti uvoza ovih proizvoda u 2017. velikim delom je determinisan oporavkom industrijske proizvodnje, što možemo oceniti kao povoljno⁹. Uvoz *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* beleži nešto izraženije usporavanje rasta (međugodišnji rast od 10,7% u Q3 i 4,1% u Q4 2017), ali pošto oni čine samo 2% to se nije u značajnoj meri odrazilo na ukupnu uvezenu vrednost. Uvoz proizvoda svrstanih u grupu *Ostalo* je u Q4 2017. bio za 39,2% iznad nivoa iz Q4 2016, što ukazuje na određeno ubrzanje rasta (u Q3 rast od 34,7% međugodišnje, v. Tabelu T4-7)

U 2018. godini očekujemo da će na rast uvoza uticati odložen efekat aprecijacije dinara, kao i dalji postepen oporavak domaće tražnje. U velikoj meri vrednost uvoza će u 2018. godini zavisiti od cena uvoznih proizvoda na svetskom tržištu, pre svega svetskih cena nafte i ostalih energetskih proizvoda, kao i poljoprivrednih proizvoda.

Spoljni dug

Spoljni dug na kraju septembra 2017. 26,0 milijardi evra, tj. 72,2% BDP-a

U odnosu na kraj 2016. spoljni dug niži za 455 miliona evra....

...pre svega rezultat smanjene zaduženosti javnog sektora, ali i deprecijacije dolara u odnosu na evro

Stanje spoljnog duga u Srbiji na kraju septembra 2017. godine je 26,0 milijardi evra, tj. 72,2% BDP-a (Tabela T4-8). Za prvih devet meseci 2017. ukupni spoljni dug smanjen je za 455 miliona evra, ili - izraženo u procentima BDP-a - za 4,3 pp. Ovo smanjenje ukupne inostrane zaduženosti isključivo je posledica smanjenja spoljnog duga javnog sektora, ali i slabljenja dolara u odnosu na evro.

Spoljni dug javnog sektora je od kraja 2016. niži za 1,04 milijarde evra, neto (za 4,7 pp BDP-a). Privatni sektor je istovremeno zabeležio neto povećanje spoljnog duga za 581 miliona evra, tj. za 0,4 pp BDP-a. Dugoročni spoljni dug privatnog sektora viši je za 524 miliona evra, a kratkoročni za 57 miliona evra, u odnosu na stanje na kraju decembra 2016. godine. Gotovo celokupan iznos povećanja dugoročnog duga privatnog sektora u periodu januar-septembar 2017. posledica je zaduživanja privatnog sektora (519 miliona evra), dok je istovremeno ovaj dug banaka uvećan za 2 miliona evra. U poređenju sa stanjem na kraju prethodne godine, iznos kratkoročnog duga banaka je veći za 51 miliona evra, a privrede za 6 miliona evra (v. Tabelu T4-8). Povećanje

⁹ V. deo Privredna aktivnost u ovom broju, kao i u prethodnih nekoliko brojeva QM-a.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Spoljna zaduženost je tokom Q3 uvećana za za 597 miliona evra, što je u najvećoj meri posledica zaduživanja privatnog sektora

zaduženosti privatnog sektora, s obzirom na to da on u celini nije mnogo zadužen, moglo bi da nagoveštava rast privatnih investicija, ali i zaposlenosti i proizvodnje u ovom sektoru.

Tokom Q3 2017. godine došlo je do porasta spoljnog duga za 597 miliona evra, tj. za 0,2 pp BD-P-a. Ovo povećanje posledica je činjenice da se privatni sektor dodatno zadužio za 543 miliona evra, a javni sektor za 55 miliona evra, neto.

Zabeleženi porast spoljnog duga privatnog sektora tokom Q3 (543 miliona evra) nastao je prvenstveno usled dodatnog dugoročnog zaduživanja (za 503 miliona evra), i to pre svega rasta zaduženosti preduzeća u inostranstvu (za 484 miliona evra). Istovremeno, banke su povećale iznos svog dugoročnog duga za 18 miliona evra. Stanje kratkoročnog duga na kraju septembra je za 41 milion evra bilo više od onog na kraju juna. Od toga, najveći deo je porast iznosa kratkoročnog duga banaka od 40 miliona evra, dok je kratkoročni dug privrede na kraju Q3 bio za samo jedan milion evra iznad onog iznosa zabeleženog tri meseca ranije (Tabela T4-8).

Tabela T4-8. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2013–2017

	2013	2014	2015	2016				2017		
				Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
stanja, u milionima evra, kraj perioda										
Ukupan spoljni dug	25.644	25.679	26.234	25.682	25.622	25.601	26.488	26.135	25.435	26.033
(U % BDP-a) ⁴⁾	74,8	76,8	78,2	75,5	75,0	74,5	76,5	74,9	72,0	72,2
Javni spoljni dug ¹⁾	13.120	14.145	15.295	14.934	15.031	14.923	15.680	15.508	14.589	14.644
(U % BDP-a) ⁴⁾	38,3	42,3	45,6	43,9	44,0	43,4	45,3	44,5	41,3	40,6
Dugoročni	13.120	14.140	15.295	14.934	15.031	14.923	15.680	15.508	14.589	14.644
od čega MMF	697	152	15	7	0	0	0	0	0	0
specijalna prava vučenja	434	463	493	483	488	484	494	495	472	465
Kratkoročni	0	5	0	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug ²⁾	12.525	11.534	10.939	10.748	10.591	10.678	10.808	10.628	10.846	11.389
(U % BDP-a) ⁴⁾	36,5	34,5	32,6	31,6	31,0	31,1	31,2	30,5	30,7	31,6
Dugoročni	12.328	11.441	10.636	10.436	10.316	10.229	10.132	10.101	10.154	10.656
od čega banke	3.219	2.503	2.057	1.912	1.730	1.514	1.403	1.342	1.387	1.405
od čega privreda	9.108	8.935	8.576	8.520	8.582	8.709	8.723	8.751	8.759	9.242
od čega ostali	1	3	4	4	4	6	6	7	7	8
Kratkoročni	196	94	303	312	275	450	676	527	693	733
od čega banke	171	57	186	237	220	404	590	382	602	641
od čega privreda	25	37	116	75	55	46	86	145	91	92
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	42,2	47,2	47,2	47,6	47,8	46,7	47,0	47,0	44,6	42,7

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 klirinški 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 (945,7 miliona evra, od čega se 407,4 miliona evra odnosi na domaće banke, a 538,3 miliona evra na domaća preduzeća).

3) Ukupni spoljni dug umanjen 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

Na kraju 2017. inflacija (i prosečna i međugodišnja) iznosila je 3% i bila tačno na sredini ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$) – prvenstveno zahvaljujući porastu cena hrane i nekih regulisanih cena (poput električne energije i duvanskih proizvoda). Kad isključimo jednokratna povećanja cena ograničenog broja proizvoda u prvim nekoliko meseci prošle godine, zaključujemo da su inflatorni pritisci još uvek niski, kao i da u 2018. Srbija ulazi s trendom veoma niske inflacije. Ovaj zaključak potvrđuju i podaci za januar i februar u kojima je zabeležena mesečna inflacija od po 0,3%, ali je međugodišnja inflacija za samo dva meseca usled efekta baze praktično prepolovljena, i sada je na nivou od 1,5%. Da su inflatorni pritisci niski potvrđuje i noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata), koja je još od oktobra ispod ciljanog koridora NBS, a u februaru se zadržala na 1,3%. Kao odgovor na nisku i stabilnu inflaciju u većem delu 2017. godine i snažne aprecijacijske pritiske na dinar, NBS je tokom jeseni u dva navrata smanjivala referentnu kamatnu stopu za po 25 baznih poena (sa 4% na 3,5%). Gledajući unapred, procenjujemo da postoji nekoliko domaćih i eksternih činilaca koji bi mogli donekle da poguraju inflaciju naviše u drugoj polovini 2018. To su pre svega dalji rast domaće tražnje (čemu će nesporn doprinos dati i fiskalna politika kroz povećanje plata u javnom sektoru i penzija), dok su ključni rizici iz spoljnog okruženja najavljena mogućnost bržeg povećanja kamatnih stopa u SAD, cene energenata i kretanje deviznih kurseva – koje je u 2017. imalo snažan deflatoran uticaj. U Q4 su nastavljeni aprecijacijski pritisci na dinar, tako da je dinar nominalno ojačao za dodatnih 0,7%, što na godišnjem nivou predstavlja aprecijaciju od 4% (u odnosu na američki dolar čak 15,4%). Budući da je tokom 2017. inflacija u Srbiji bila viša nego u zemljama Evrozone, realna aprecijacija dinara u prošloj godini bila je još izraženija i iznosila je 5%. Ovako snažno realno jačanje dinara, koje značajno odstupa od kretanja makroekonomskih fundamenata, ozbiljno narušava cenovnu konkurentnost privrede Srbije. S obzirom na to da i na početku 2018. preovlađuju niski inflatorni pritisci i snažni aprecijacijski pritisci na dinar (NBS je do polovine marta kupila 510 mln evra kako bi ublažila prekomerno dnevno jačanje domaće valute), ocenjujemo da martovsko smanjenje referentne kamatne stope za 25 b.p. predstavlja adekvatan odgovor monetarne politike.

Cene

Inflacija u 2017. na ciljanom nivou od 3% prvenstveno zahvaljujući rastu cena hrane i regulisanih cena, ali je vidno usporavala u drugoj polovini godine

Na kraju 2017. godine i međugodišnja (decembarska) i prosečna inflacija iznosile su 3%, što je tačno na sredini ciljanog koridora Narodne banke Srbije ($3 \pm 1,5\%$) (videti Tabelu T5-1). Imajući u vidu da je u prethodnih nekoliko godina ukupna inflacija najčešće završavala izvan granica ciljanog intervala, ovakav rezultat u 2017. načelno bi se mogao oceniti kao uspeh monetarne politike. Međutim, važno je primetiti da je to ipak bio rezultat (jednokratnog) porasta cena malog broja proizvoda i regulisanih cena, dok osnovni trendovi ukazuju na to da su inflatorni pritisci u Srbiji još uvek niski. Posmatrano po grupama proizvoda, najveći doprinos inflaciji u 2017. dalo je povećanje cena hrane za 4,1% (doprinos 1,2 p.p.), od čega najveći deo potiče od porasta cena svežeg povrća (doprinos 0,5 p.p.) i svežeg voća (doprinos 0,4 p.p.). Od regulisanih cena, poskupeli su duvanski proizvodi za 8,9% (doprinos 0,4 p.p.) usled usklađivanja iznosa akciza u januaru i julu, a porasla je i cena električne energije za domaćinstva za 3,5% (doprinos 0,3 p.p.). Izdvajamo još i blago poskupljenje goriva i maziva za putnička vozila od 4,5% (doprinos 0,3 p.p.), kao posledica rasta svetskih cena nafte. Rast ovih cena mogao je biti još izraženiji jer je cena nafte na svetskom tržištu (u dolarima) u 2017. skočila za gotovo 18%, ali je efekat ovog eksternog šoka na domaće cene znatno umanjen zahvaljujući snažnoj nominalnoj aprecijaciji dinara u odnosu na dolar od oko 15%. Pritom, najveći deo pobrojanih činilaca uticao je na ubrzanje inflacije samo u prva četiri meseca 2017, dok je u ostatku godine opšti nivo cena uglavnom stagnirao ili bio u blagom padu. To znači da se u 2018. ulazi s trendom veoma niske inflacije i kako godina bude odmicala (i iz obračuna međugodišnje inflacije izađe nekoliko meseci u kojima je zabeležen rela-

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2011-2018

Indeks potrošačkih cena					
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
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					
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
2015					
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
2016					
mar	183,5	0,6	0,4	-0,1	1,5
jun	184,4	0,3	0,9	0,1	2,0
sep	184,8	0,6	1,1	-0,6	0,9
dec	185,6	1,5	1,5	-0,2	1,8
2017					
jan	188,3	2,4	1,5	1,5	4,8
feb	189,6	3,2	2,2	0,7	8,2
mar	190,0	3,5	2,4	0,2	9,8
apr	191,5	4,0	3,2	0,8	7,0
maj	190,6	3,4	2,7	-0,5	2,1
jun	191,0	3,6	2,9	0,2	2,1
jul	190,2	3,2	2,5	-0,4	-2,7
avg	190,6	2,5	2,7	0,2	-0,2
sep	190,7	3,2	2,7	0,1	-0,6
okt	191,2	2,7	3,0	0,3	2,1
nov	191,1	2,8	3,0	-0,1	1,1
dec	191,2	3,0	3,0	0,1	1,1
2018					
jan	191,8	1,9	0,3	0,3	1,3
feb	192,4	1,5	0,6	0,3	2,7

* 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.

tivno visok porast cena u 2017.) procenjujemo da će ukupna inflacija u većem delu ove godine ostati relativno niska i kretati se bliže donjoj granici dozvoljenog odstupanja od cilja (1,5%).

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) postepeno se smanjivala u drugoj polovini 2017. godine (Grafikon T5-2), a od oktobra je ponovo ispod ciljanog koridora NBS (u januaru 2018. iznosila je rekordno niskih 1,2%). Ključni faktori koji su uticali na usporavanje noseće inflacije u prethodnih nekoliko meseci jesu još uvek nedovoljno snažan oporavak domaće tražnje koji bi generisao jače inflatorne pritiske, niska uvozna inflacija i naročito snažno jačanje dinara u odnosu na evro i američki dolar. Naime, lična potrošnja je u 2017. realno porasla u približno istom iznosu kao i BDP (za 1,8%), dok je domaća agregatna tražnja (uključujući potrošnju države i investicije) porasla nešto više (za 2,5%) –

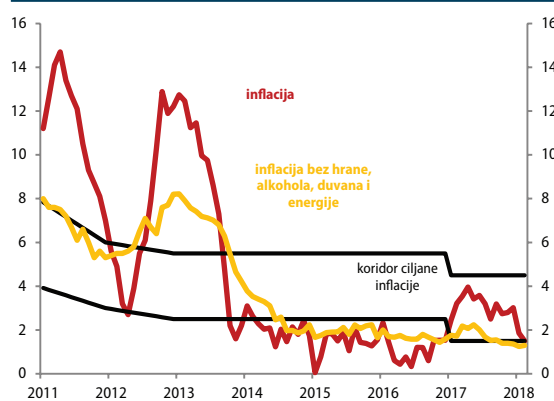
što nije bilo dovoljno za šire rasprostranjeno ubrzanje inflacije. Na kretanje nivoa cena u Srbiji uticala je i niska inflacija u EU i drugim važnim trgovinskim partnerima, a taj efekat bio je dodatno pojačan usled snažne nominalne aprecijacije dinara u odnosu na evro (za 4,5%) i američki dolar (za 15,4%). Procenjujemo da postoji nekoliko činilaca koji će u 2018. uticati na postepeno ubrzanje noseće inflacije i njeno vraćanje u ciljani koridor NBS. Očekujemo dalji rast domaće tražnje, čemu će značajan doprinos dati i fiskalna politika kroz povećanja plata u javnom sektoru (za 5-10%) i penzija (za 5%). Takođe, postoje indicije da u eksternom okruženju počinju da rastu inflatorni pritisci (pre svega u CIE) što bi se moglo odraziti na umereni porast uvoznih cena. Jačanju inflatornih pritisaka mogao bi da doprinese i zaokret u ekonomski nepovoljnom trendu snažne realne aprecijacije dinara iz prethodne godine, čemu će doprineti smanjenje referentne kamatne stope.

Narodna banka Srbije je u 2017. smanjivala referentnu kamatnu stopu u dva navrata – u septembru i oktobru – za po 25 baznih poena, sa 4% na 3,5% (Grafikon T5-3). Na odluku o blagoj relaksaciji monetarne politike u drugoj polovini prošle godine uticali su niski inflatorni pritisci (o čemu svedoči opadajuća noseća inflacija tokom H2), i verovatno još važnije, snažni aprecijacijski pritisci na dinar. Uprkos ovom smanjivanju referentne kamatne stope, slični trendovi zabeleženi su i početkom 2018. Noseća inflacija u januaru i februaru spustila se ispod ciljanog koridora NBS, a nakon privremenih deprecijacijskih pritisaka na dinar početkom godine (što je NBS ublažila prodajom 180 mln evra), usledio je novi talas jačanja domaće valute. Posledično, NBS je bila primorana da interveniše na međubankarskom deviznom tržištu kupovinom 510 mln evra (zaključno s 12. martom) i tako spreči prekomerno dnevno jačanje dinara. Premda postoji nekoliko faktora iz eksternog okruženja koji bi u sledećoj godini mogli donekle da poguraju inflaciju

U 2017. referentna kamatna stopa smanjena sa 4% na 3,5%, a niska noseća inflacija, novi aprecijacijski pritisci i poslednja srednjoročna projekcija inflacije ukazuju na to da verovatno postoji prostor za dodatnu relaksaciju monetarne politike

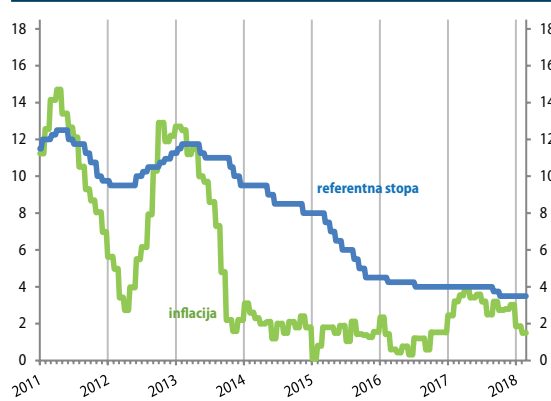
naviše (na primer, najavljena mogućnost bržeg povećanja kamatnih stopa od strane američkog FED-a), procenjujemo da u Srbiji još uvek postoji prostor za dodatnu relaksaciju monetarne politike, koji bi trebalo iskoristiti. Tome u prilog govori i februarska srednjoročna projekcija inflacije NBS, po kojoj će inflacija barem u naredne dve godine ostati u donjoj polovini ciljanog koridora ($3 \pm 1,5$). Ocenjujemo da smanjenje referentne kamatne stope na 3,25% sredinom marta predstavlja adekvatnu reakciju monetarne politike na makroekonomske trendove u Srbiji. Niža referentna kamatna stopa će smanjiti pritiske ka jačanju dinara, a moguće je da će podstaći i njegovo blago slabljenje, što će doprineti vraćanju inflacije ka sredini ciljanog koridora.

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2011-2018



Izvor: RZS i proračun QM-a

Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2011-2018

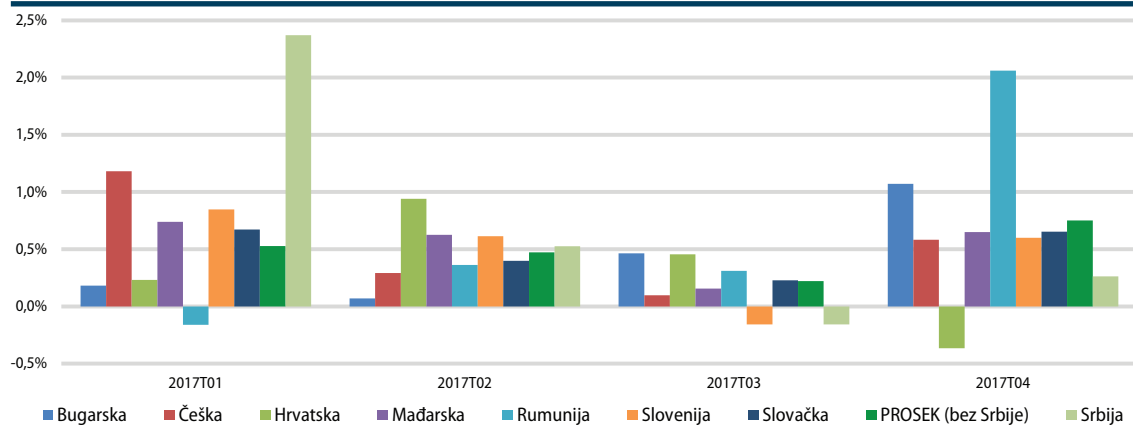


Izvor: NBS

Premda su cene hrane i energenata dobrim delom zaslužne za ubrzanje inflacije u 2017. i u CIE, u pojedinim zemljama došlo je do rasta inflatornih pritisaka i noseće inflacije

U 2017. došlo je do primetnog ubrzanja inflacije u regionu Centralne i Istočne Evrope – s prosečnih 0,7% u 2016. na oko 2% u prošloj godini. Slično kao u Srbiji, iza ovog porasta inflacije dobrim delom stoji povećanje cena hrane i energenata, a ne ubrzanje noseće inflacije. Budući da su cene hrane u većini zemalja porasle u 2017. za 4-6% i da je učešće hrane u prosečnoj potrošačkoj korpi u ovim zemljama nešto preko 20%, možemo zaključiti da je doprinos rasta cena hrane ukupnoj inflaciji u CIE iznosio 0,8-1,2 p.p. To znači da se relativno snažan rast agregatne tražnje i široko rasprostranjena poboljšanja na tržištima rada u 2017. još uvek nisu odrazili na značajniji rast inflatornih pritisaka u regionu, ali postoji nekoliko izuzetaka koji nagoveštavaju promenu postojećih trendova. Primera radi, usled pojave prvih znakova pregrevanja ekonomije i rasta inflatornih pritisaka, centralne banke Rumunije i Češke već su krenule da povećavaju referentnu kamatnu stopu, i to je trend koji se može očekivati i u nastavku 2018. Međutim, makroekonomski podaci za Srbiju ukazuju na to da domaća ekonomija kasni sa oporavkom u odnosu na ove zemlje CIE i da je daleko od pregrevanja, zbog čega verujemo da u Srbiji još uvek postoji prostor za akomodativnu ulogu monetarne politike.

Grafikon T5-4. Inflacija u Srbiji i izabranim zemljama CIE u 2017. godini



Izvor: Eurostat, RZS i proračun QM-a

5. Cene i devizni kurs

U četvrtom kvartalu 2017. zabeležena je niska inflacija od 0,3%, prvenstveno zahvaljujući poskupljenju ograničenog broja proizvoda u oktobru

U Q4 2017. zabeležen je blagi porast nivoa cena od 0,3% (Tabela T5-4), zahvaljujući inflaciji u oktobru (0,3%), dok su cene u novembru i decembru stagnirale (najpre deflacija u novembru od 0,1%, a zatim inflacija u decembru od 0,1%). Posmatrano po grupama proizvoda, najveći doprinos inflaciji u Q4 dalo je oktobarsko povećanje cene električne energije za domaćinstva za 2% (doprinos 0,1 p.p.) i drugih energenata – cene goriva i maziva za putničke automobile porasle su za 1,7% (doprinos 0,1 p.p.), dok su cene čvrstih goriva zbog sezonskog porasta tražnje skočile za 2,6% (doprinos 0,1 p.p.). Sezonski činioci uslovili su i porast cena odeće i obuće za 3,3% (doprinos 0,1 p.p.), dok su u suprotnom smeru (dezinflatorno) delovale cene hrane (pad od 1,1%, doprinos -0,3 p.p.). Pritom, promene cena svežeg voća (pad od 12,6%, doprinos -0,3 p.p.) i svežeg povrća (porast za 5,9%, doprinos 0,3 p.p.) su se međusobno neutralisale, tako da se zabeleženi pad cena hrane u celosti duguje pojeftinjenju svežeg mesa za 4,7% (doprinos -0,3 p.p.). Cene ostalih grupa proizvoda nisu se bitnije menjale u Q4, uz ukupan doprinos inflaciji od 0,1 p.p. Krajnji rezultat ovakvog kretanja cena u Q4 bila je međugodišnja inflacija od 3% na kraju 2017. godine, što je potpuno u skladu s našim prethodnim očekivanjima.

U januaru i februaru 2018. zabeležena je inflacija od po 0,3%, ali je zbog efekta baze međugodišnja inflacija prepolovljena

U prva dva meseca 2018. zabeležena je umerena inflacija od 0,6% (Tabela T5-4), u najvećoj meri usled sezonskog rasta cena hrane od 1,7% (doprinos 0,5 p.p.). Kao što je to uobičajeno za početak godine, cene svežeg povrća porasle su za 9,1% (doprinos 0,4 p.p.) i svežeg voća za 7,2% (doprinos 0,2 p.p.), dok je s druge strane sveže meso u proseku pojeftinilo za 1,3% (doprinos -0,1 p.p.). Cene duvanskih proizvoda povećane su za 4,1% (doprinos 0,2 p.p.) usled januarskog usklađivanja akcija, ali je efekat ovog poskupljenja na ukupnu inflaciju potpuno neutralisan sezonski uobičajenim smanjenjem cena odeće i obuće za 3,7% (doprinos -0,2 p.p.). Od ostalih proizvoda izdvajamo nastavak trenda blagog povećanja cena goriva i maziva za putničke automobile, koje su od početka 2018. povećane za 1,8% (doprinos 0,1 p.p.). Uprkos tome što je i u januaru i u februaru zabeležena umerena inflacija na mesečnom nivou, istovremeno je došlo do oštrog smanjenja međugodišnje inflacije – sa 3% u decembru 2017. na 1,9% u januaru, a zatim na 1,5% u februaru. To je rezultat izlaska iz obračuna međugodišnje inflacije prošlogodišnjeg porasta cena energenata, kao i činjenice da je usled oštre zime porast cena hrane u januaru i februaru 2017. bio znatno izraženiji nego ove godine. S obzirom na to da je u prva dva meseca 2017. porast nivoa cena iznosio 2,2% a u istom periodu ove godine svega 0,6%, usled efekta baze međugodišnja inflacija je prepolovljena i spuštena na donju granicu dozvoljenog odstupanja od cilja. Slično dejstvo efekta baze očekuje nas sve do aprila, zbog čega procenjujemo da će se u prvoj polovini 2018. međugodišnja inflacija kretati oko donje granice ciljanog intervala (1,5%). Tek u drugoj polovini godine moguće je očekivati postepeno ubrzanje inflacije i njeno približavanje ciljnom nivou, pod uticajem rasta domaće tražnje, pomenutih eksternih činilaca i dodatne relaksacije monetarne politike.

Tabela T5-5. Srbija: izabrane komponente IPC i doprinos rastu inflacije

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u januaru i februaru 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,3	0,3	3,0	3,0	0,6	0,6
Hrana i bezalkoholna pića	31,7	-1,0	-0,3	4,1	1,3	1,7	0,5
Hrana	28,1	-1,1	-0,3	4,1	1,2	1,8	0,5
Alkoholna pića i duvan	6,9	0,2	0,0	6,7	0,5	2,6	0,2
Duvan	4,4	0,0	0,0	8,9	0,4	4,1	0,2
Odeća i obuća	4,7	3,3	0,1	-1,4	-0,1	-3,7	-0,2
Stanovanje, voda struja	13,8	1,3	0,2	2,2	0,3	0,0	0,0
Električna energija	5,1	2,0	0,1	2,0	0,1	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,9	1,0	0,0	1,5	0,1	-0,1	0,0
Zdravstvo	4,9	0,6	0,0	1,6	0,1	0,1	0,0
Transport	12,4	0,9	0,1	1,7	0,2	0,8	0,1
Goriva i maziva	5,9	1,7	0,1	4,5	0,3	1,8	0,1
Komunikacije	5,0	-0,5	0,0	5,3	0,3	-0,6	0,0
Ostalo	15,7		0,1		0,3		0,1

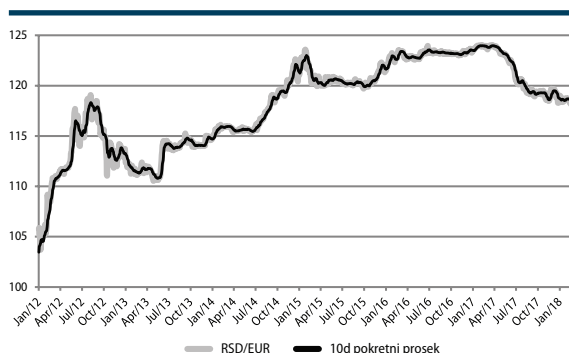
Izvor: RZS i proračun QM-a

Devizni kurs

Dinar je i u Q4 nastavio nominalno da jača u odnosu na evro (za 0,7%), tako da je na godišnjem nivou nominalno apreciovalo ukupno za oko 4%

Uprkos uobičajenim sezonskim deprecijacijskim pritiscima na dinar krajem godine, domaća valuta je tokom Q4 nominalno ojačala prema evru za 0,7% u odnosu na kraj septembra, odnosno za 0,5% posmatrano na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). Jedan od razloga zašto je izostalo osetnije i očekivano slabljenje dinara u ovom delu godine jesu i intervencije NBS krajem novembra i početkom decembra, kad je na međubankarskom deviznom tržištu prodala ukupno 240 mln evra. Na godišnjem nivou, dinar je nominalno apreciovalo prema evru za 4%, tako da je na kraju godine devizni kurs iznosio 118,5 dinara za evro – što je najveća vrednost domaće valute od septembra 2014. Ovakvom kretanju deviznog kursa u 2017. donekle je doprinelo postepeno poboljšanje makroekonomskih fundamenata i povećan priliv SDI, ali isto tako i ekspanzivna monetarna politika ECB čiji se efekti prelivaju i na Srbiju (rast ponude evra) i restriktivna domaća fiskalna politika (povlačenje dinara s novčanog tržišta usled ostvarenog suficita od preko 50 mlrd dinara). Drugim rečima, apreciovali pritisci na dinar u proteklih godinu dana dobrim

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2012-2018



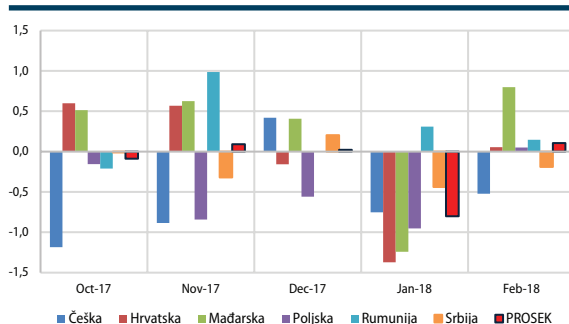
Izvor: NBS

delom proističu iz promena u tražnji i ponudi dinara i evra koje nisu nužno povezane s realnim poboljšanjima u domaćoj ekonomiji. S obzirom na to da je u Q4 istovremeno zabeleženo i jačanje evra u odnosu na američki dolar i švajcarski franak, apreciovala dinara u odnosu na ove valute bila je još izraženija. U odnosu na dolar, dinar je u Q4 ojačao za 2,2% (za 0,8% na nivou proseka kvartala), odnosno za 2,9% prema švajcarskom franku (za 3,3% na nivou proseka kvartala). Na godišnjem nivou, nominalno jačanje dinara u odnosu na američku valutu dostiglo je čak 15,4%, a u odnosu na švajcarski franak iznosilo je 11,8%.

Slični trendovi nastavili su i na početku 2018. godine, budući da je u prva dva meseca dinar ojačao prema evru za dodatnih 0,4%

U januaru 2018. dinar je nominalno oslabio prema evru za 0,2%, a uobičajene deprecijacijske trendove na početku godine delimično je ublažila NBS prodajom 180 mln evra na međubankarskom deviznom tržištu. Međutim, već od februara beležimo ponovno jačanje apreciovali pritiska na dinar, tako da je domaća valuta ojačala u odnosu na evro za 0,6% uprkos tome što je Narodna banka Srbije na MDT kupila ukupno 510 mln evra (do polovine marta) kako bi sprečila prekomerno dnevno jačanje kursa dinara. Procenjujemo da je aktivno učešće NBS na međubankarskom deviznom tržištu značajno doprinelo da dinar u prethodnih pet meseci bude jedna od stabilnijih valuta u regionu CIE (Grafikon T5-7). S druge strane, kod ostalih valuta beležimo jasno izražene trendove nominalnog jačanja (na primer, češka kruna i poljski zlot) ili suprotne tendencije nominalnog slabljenja prema evru (mađarska forinta i rumunski lej). Budući da je istovremeno evro ojačao u odnosu na američki dolar, dinar je apreciovala u odnosu na američku valutu od početka godine za dodatnih 2,6%, dok je u odnosu na švajcarski franak oslabio za 1,4%.

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



Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a

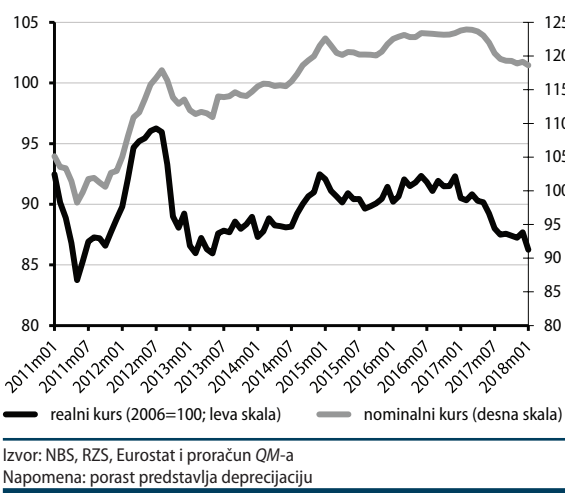
Napomena: porast označava deprecijaciju.

Pošto je u Srbiji u 2017. zabeležena veća stopa inflacije nego u EU ili SAD, realna apreciovala dinara bila je još snažnija – što nije u skladu s kretanjima makroekonomskih fundamenata

Dinar je u Q4 neznatno realno depreciovala u odnosu na evro (za 0,1%) uprkos tome što je u istom periodu zabeležena nominalna apreciovala od 0,7% – zbog toga što je istovremeno inflacija u Srbiji bila osetno manja nego u zemljama Evrozone. Trend realne apreciovala dinara u odnosu na evro bio je prisutan praktično u čitavoj 2017. godini, tako da je na kraju u prošloj godini dinar ukupno realno ojačao u odnosu na evropsku valutu za

5%. Zahvaljujući istovremenom jačanju evra u odnosu na dolar, realna aprecijacija u odnosu na američku valutu iznosila je čak 19,2%. Slični trendovi prisutni su i na početku 2018. godine, tako da je u januaru dinar realno ojačao u odnosu na evro za dodatnih 1,6%. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara nije bio na januarskom nivou još od početka 2013. godine (Grafikon T5-7). Ovakvo kretanje kursa dinara u 2017. imalo je neke povoljne efekte u domenu fiskalne politike (najveći deo oštrog smanjenja javnog duga u 2017. potiče od jačanja dinara, manji su i budžetski rashodi za kamate) i monetarne politike (snažno jačanje dinara umanjilo je inflatorne pritiske preko uticaja na uvozne cene). Međutim, već na prvi pogled jasno je da ovako snažna realna apre-

Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2011-2018



cijacija dinara prema evru u 2017. nije bila u skladu s kretanjem makroekonomskih fundamenata, imajući u vidu pogoršanje deficita tekućeg računa i relativni pad produktivnosti domaće privrede u odnosu na produktivnost u zemljama EU – najvažnijim trgovinskim partnerima Srbije. Smatramo da je snažno jačanje dinara u 2017. ozbiljno narušilo cenovnu konkurentnost domaće privrede, što može imati negativne efekte na performanse realnog (prvenstveno izvoznog) sektora ekonomije. To se najbolje može videti ukoliko posmatramo kretanje realnog efektivnog deviznog kursa dinara, koji je tokom 2017. aprecirao za gotovo 8% – neuporedivo više u odnosu na valute zemalja u neposrednom okruženju (mađarska forinta 2,1%, hrvatska kuna 2% ili rumunski lev 0,7%).

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q4 je ostvaren fiskalni deficit od 29,8 mlrd. dinara (2,6% BDP)-a, kao rezultat nastavka međugodišnjeg rasta javnih prihoda i umerenog pada javnih rashoda. Na nivou cele 2017. godine ostvaren je konsolidovani fiskalni suficit od 52,3 mlrd. dinara (1,2% BDP-a). Ovaj rezultat je u velikoj meri posledica osetnog rasta poreskih prihoda, koji je bio široko rasprostranjen i do kojeg je došlo usled rasta BDP-a, vanrednog rasta profitabilnosti privrede u 2016. usled poboljšanja odnosa razmene, a verovatno i usled suzbijanja sive ekonomije, dok su neporeski prihodi nominalno stagnirali. Osim toga, na rezultat u 2017. godini uticao je i pad pojedinih rashoda – na otplatu kamata, usled aprecijacije kursa i povoljnih uslova na svetskim tržištima, kao i kapitalnih rashoda, koji su u 2017. godini bili za oko 6,7% realno manji nego u 2016. godini (i iznosili su 3% BDP-a), iako je bio planiran njihov rast za 6%. Slaba realizacija kapitalnih rashoda se ocenjuje negativno i predstavlja posledicu neefikasnosti države u planiranju i realizaciji infrastrukturnih projekata, o čemu govori i višestruko pomeranje rokova za dovršetak izgradnje velikih infrastrukturnih objekata. Ostvareni fiskalni rezultat u 2017. godini pozitivno je uticao na održivost javnih finansija i dinamiku javnog duga, ali se ocenjuje da je u uslovima kada privreda raste sporije od plana neopravdano voditi politiku visokog fiskalnog suficita. Umesto toga, trebalo bi pojačati napore na efikasnijoj realizaciji javnih investicija, tako da fiskalni deficit bude u rasponu od 0,5 do 1% BDP-a. U Q1 2018. godine završen je trogodišnji aranžman sa MMF-om, koji se iz perspektive stabilizacije javnih finansija ocenjuje kao uspešan, ali su strukturne reforme u bitnim segmentima javnog sektora izostale. Preporučuje se zaključenje novog aranžmana sa MMF-om, koji bi u većoj meri bio fokusiran na restrukturiranje i privatizaciju javnih i državnih preduzeća, kao i na sektorske strukturne reforme, što direktno utiče i na fiskalne performanse u dugom roku. Javni dug je na kraju 2017. iznosio 62,4% BDP-a, što je za oko 11% BDP-a manje nego na kraju 2016. godine, pre svega usled snažne realne aprecijacije dinara prema dolaru i evru, kao i usled rasta BDP-a i povoljnih tekućih fiskalnih trendova. Na kraju januara 2018, javni dug iznosi 61,4% BDP-a.

Fiskalne tendencije i makroekonomske implikacije

U Q4 ostvaren je fiskalni deficit od 29,8 mlrd. dinara (2,6% BDP-a)...

U Q4 je ostvaren konsolidovani fiskalni deficit od 29,8 mlrd. dinara (2,6% kvartalnog BDP-a), a kada se isključe rashodi kamata, primarni deficit je iznosio oko 12,7 mlrd. dinara (oko 1,1% kvartalnog BDP-a).

Javni prihodi su u Q4 zabeležili realan međugodišnji rast, za 3,5%, što predstavlja posledicu rasta poreskih i neporeskih prihoda. Poreski prihodi su u Q4 zabeležili realan međugodišnji rast za 3,1%, pre svega usled znatnog rasta prihod od poreza na dobit (za 21,3%), te umerenog rasta poreza na dohodak, akciza i carina, dok su prihodi od PDV i doprinosa zabeležili blagi međugodišnji pad. Neporeski prihodi su u Q4 zabeležili blagi rast (za 2,5%). U odnosu na Q3 2017, sezonski prilagođeni javni prihodi su u Q4 zabeležili blagi realan pad (za 0,5%) pre svega usled osetnog pada prihoda od PDV i akciza, te blagog pada prihoda od poreza na dohodak, dok su ostale vrste poreskih prihoda zabeležile blagi rast.

U Q4 je nastavljeno i realno međugodišnje smanjenje javnih rashoda, za 1,7%, čemu je najviše doprineo snažan pad rashoda na kamate (za 24,3%), osetan pad subvencija (za 11,3%), te nastavak blagog realnog pada rashoda na plate i penzije (za 3% i 1,9% respektivno), dok su kapitalni rashodi zabeležili blagi međugodišnji rast (za 3,6%).

Na nivou cele 2017. godine ostvaren je fiskalni suficit od 52,3 mlrd. dinara (1,2% BDP-a)

Na nivou cele 2017. godine ostvaren je konsolidovani fiskalni suficit u iznosu od 52,3 mlrd. dinara (1,2% BDP-a), dok je primarni suficit iznosio 173,5 mlrd. dinara (3,9% BDP-a). Fiskalni suficit u 2017. godini posledica je znatnog realnog rasta javnih prihoda (za 4%), kao i nastavka blagog realnog pada javnih rashoda (za 1,7%) u odnosu na 2016. godinu. Iako je sprovođenje fiskalne konsolidacije bilo ekonomski opravdano, potrebno balansirati između obezbeđenja održivosti

vost javnih finansija i uticaja fiskalne politike na privredni rast. Ostvarivanje visokog fiskalnog suficita u periodu kada privreda raste po stopi koja je osetno niža od očekivane, ocenjuje se kao neadekvatno, tako da bi u narednom periodu trebalo kroz značajno povećanje kapitalnih rashoda smanjiti restriktivnost fiskalne politike. Stoga bi u 2018. godini trebalo voditi politiku blagog fiskalnog deficita (0,5-1% BDP-a) uz značajnije povećati kapitalnih rashoda. Osim toga, u cilju obezbeđenja dugoročne održivosti javnih finansija, trebalo bi značajno ubrzati restrukturiranje i privatizaciju državnih i javnih preduzeća. U tom smislu, preporučuje se zaključivanje novog aranžmana sa MMF-om, koji bi bio fokusiran na strukturne reforme, čime bi se šanse za njihovo sprovođenje povećale.

U januaru se nastavlja rast prihoda, ali ubrzava i rast rashoda

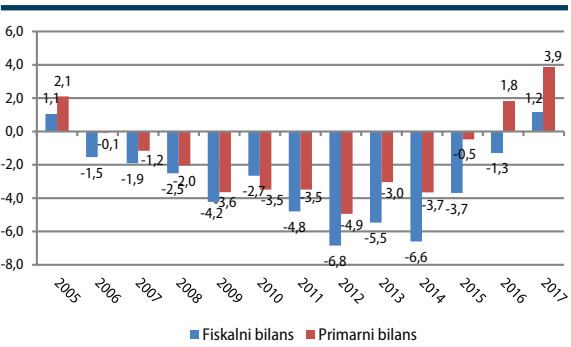
U januaru 2018. godine nastavljeni su pozitivni trendovi na strani prihoda, koji su bili realno veći za 3,2% u odnosu na isti mesec prethodne godine, i to usled solidnog rasta gotovo svih vrsta poreskih prihoda (osim od PDV), kao i od neporeskih prihoda. Istovremeno, i javni rashodi su bili realno osetno veći nego u januaru 2017. godine (za 5,7%) i to pre svega usled znatnog rasta rashoda na zaposlene (za 19,4%), na robu i usluge (za 15,7%) i kapitalnih rashoda (za 2,8 puta). Znatnast rast pojedinačnih vrsta rashoda može biti posledica specifične dinamike realizacije, tako da je za pouzdaniju ocenu usklađenosti dinamike rashoda sa planovima, potrebno sagledati kretanja u više meseci. Kao rezultat opisanih kretanja prihoda i rashoda, u januaru 2018. ostvaren je suficit od 18,7 mlrd. dinara, što je inače uobičajeno zbog delovanja sezonskih faktora početkom godine, na šta ukazuje i to da je u četiri od prethodnih pet godina, u januaru ostvarivan suficit, a u jednoj blagi deficit.

Precizniju ocenu fiskalnih kretanja u 2018. moguće je dati tek nakon sagledavanja kretanja u prvim nekoliko meseci

Stoga je za precizniju ocenu fiskalnih kretanja u 2018. godini i za najavu eventualnih vanrednih povećanja izdataka (npr. na plate i penzije), neophodno sagledati kretanja u 1-2 kvartala.

U 2017. poreski prihodi su znatno porasli

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



Izvor: Obračun QM-a

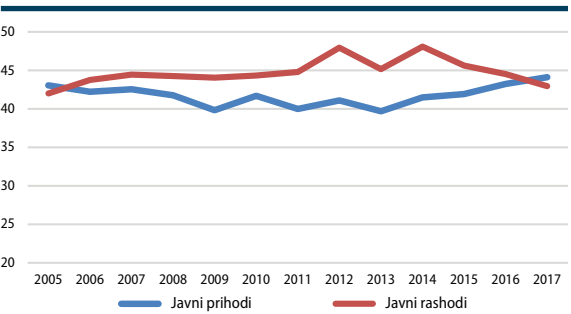
5,1% respektivno), usled blagog rasta zaposlenosti i zarada. Realan rast prihoda od akciza i PDV je bio skroman (2,3% i 2,6% respektivno).

Osetan rast javnih prihoda u 2017. posledica je pre svega osetnog rasta poreskih prihoda (za 5,2%), dok su neporeski prihodi zabeležili umeren realan pad (za 3,1%), iako su nominalno gotovo stagnirali. Rast poreskih prihoda u 2017. je bio široko rasprostranjen, budući da je realno povećanje zabeleženo kod svih vrsta poreskih prihoda. Ipak, najveći realan rast ostvaren je po osnovu prihoda od poreza na dobit (za 35%), usled snažnog rasta profitabilnosti privrede u 2016. godini, a umeren rast je ostvaren i po osnovu carina (za 5,8%), usled rasta uvoza, kao i po osnovu poreza na dohodak i doprinosa (za 3,8% i

Javni rashodi su u 2017. zabeležili blagi realan pad

U 2017. godini, javni rashodi su zabeležili blagi realan pad, koji je bio široko rasprostranjen, budući da je realan pad u odnosu na 2016. godinu zabeležen kod većine vrsta tekućih rashoda, kao i kod kapitalnih rashoda.

Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Javna potrošnja u Srbiji se približava proseku uporedivih zemalja CIE

Tako je usled realnog pada javnih rashoda i blagog realnog rasta BDP-a, učešće javnih rashoda u BDP-u Srbije u 2017. godini je opalo na 43%, čime se nivo javne potrošnje približava proseku zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE) od oko 42% BDP-a, što se ocenjuje kao ekonomski opravdano. Stoga bi u narednom periodu trebalo voditi fiskalnu politiku tako da ne dođe do ponovnog relativnog rasta javne potrošnje, uz unapređenje strukture potrošnje, tako da se povećava re-

Pad rashoda široko rasprostranjen, a najizraženiji je kod rashoda na kamate

lativno učešće produktivnih izdataka (investicija, ulaganja u obrazovanje, nauku i inovacije i sl.) uz smanjenje neproduktivnih rashoda.

Najveći relativan pad u 2017. godini zabeležen je kod rashoda na kamate (za 10,6%), što je posledica pre svega aprecijacije kursa dinara prema evru i dolaru, ali i smanjenja javnog duga. Rashodi na plate su u 2017. realno opali za 0,9%, usled nastavka primene zabrane zapošljavanja u javnom sektoru i slabije realizacije otpremnina za tehnološke viškove, kao i niske indeksacije zarada, dok su rashodi na penzije zabeležili osetniji pad, za oko 2,2%, usled niske indeksacije i primene restriktivnih pravila za penzionisanje i obračun penzija, definisanih u prethodnim ciklusima parametarskih penzijskih reformi. Rashodi na subvencije su u 2017. godini takođe blago realno opali (za 2,3%), što se ocenjuje kao ekonomski opravdano, dok su rashodi na robu i usluge zabeležili realan rast (3,3%). Značajan rast rashoda na robu i usluge delimično je i posledica višegodišnjeg zamrzavanja zapošljavanja, što je uticalo na povećano angažovanje eksternih pružalaca raznih usluga, kao i na povećanje broja lica angažovanih van radnog odnosa ili na određeno vreme.

Kapitalni rashodi zabeležili pad u 2017. iako je planiran njihov osetan rast...

I pored blagog rasta u Q4, kapitalni rashodi su u 2017. godini bili realno manji za 6,7% u odnosu na 2016. godinu, iako je fiskalnom strategijom planirano da u 2017. godini porastu za oko 6%. Slaba realizacija kapitalnih rashoda se ocenjuje kao negativna, naročito u uslovima kada privreda raste sporo, a potencijalni uticaj kapitalnih rashoda na rast privrede, prema ekonometrijskim studijama, može biti znatan. Neefikasna realizacija infrastrukturnih projekata i posledično nizak nivo kapitalnih rashoda karakteristika su javnih finansija Srbije duži niz godina. Tako su kapitalni rashodi (javne investicije) u Srbiji u poslednjih 10 godina u proseku bile niže za 1,3% BDP-a godišnje u odnosu na prosek zemalja CIE, što je na nivou cele decenije dovelo do kumulativno manjeg iznosa ulaganja u infrastrukturu za oko 13% BDP-a, tj. oko približno 4 mlrd. evra. Nizak nivo javnih investicija, pored niskih domaćih privatnih investicija, istovremeno predstavlja jedan od uzroka niskih ukupnih investicija u privredi Srbije u poređenju sa drugim zemljama CIE.

Tabela T6-3: Javne investicije u Srbiji i zemljama CIE (% BDP-a)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Prosek 2007-2016
Bugarska	5,2	5,6	5,0	4,6	3,4	3,4	4,0	5,2	6,6	2,6	4,6
Češka	4,8	5,3	6,0	5,1	4,5	4,2	3,7	4,1	5,1	3,3	4,6
Estonija	6,0	6,2	6,2	4,8	4,9	6,3	5,6	5,1	5,3	4,8	5,5
Hrvatska	6,1	5,9	5,8	3,6	3,5	3,5	3,7	3,6	3,0	3,1	4,2
Letonija	5,9	5,2	4,9	4,7	5,0	4,9	4,4	4,5	4,8	3,6	4,8
Litvanija	5,4	5,4	4,4	5,0	4,7	4,0	3,7	3,5	3,7	3,0	4,3
Mađarska	4,2	3,2	3,4	3,7	3,3	3,7	4,4	5,3	6,6	3,1	4,1
Poljska	4,5	4,8	5,0	5,6	5,9	4,7	4,1	4,5	4,4	3,3	4,7
Rumunija	6,3	6,7	6,0	5,7	5,5	4,8	4,5	4,3	5,1	3,6	5,3
Slovenija	4,5	4,7	5,0	5,0	4,1	4,1	4,3	5,1	4,7	3,2	4,5
Slovačka	3,2	3,4	3,9	3,6	3,8	3,4	3,3	4,0	6,3	3,2	3,8
Srbija	4,8	3,9	3,2	3,4	3,3	3,5	2,2	2,5	2,8	3,3	3,3
CIE	5,1	5,1	5,1	4,7	4,4	4,3	4,2	4,5	5,1	3,3	4,6

Izvor: Eurostat i Ministarstvo finansija Republike Srbije

Slaba realizacija kapitalnih rashoda već duži niz godina, posledica je istiskivanja ovih produktivnih od strane manje produktivnih izdataka (na plate, penzije, subvencije), kao i nesposobnosti države da na efikasan način organizuje i upravlja realizacijom investicija u infrastrukturne projekte, što može predstavljati posledicu opadanja kvaliteta ljudskog kapitala u javnom sektoru, usled neadekvatne kadrovske politike, kao i neefikasnog upravljanja na strateškom nivou.

Fiskalni rezultat u 2017. je bolji nego u 2016. usled veće naplate poreskih prihoda i pada rashoda na kamate i javne investicije

Fiskalni rezultat ostvaren u 2017. godini bolji je od rezultata ostvarenog u 2016. godini za oko 108 mlrd. dinara, pre svega usled značajnog rasta poreskih prihoda, a u određenoj meri i po osnovu ušteda na nekim stavkama rashoda, kao što su izdaci na kamate i kapitalni rashodi. Tako su poreski prihodi u 2017. bili veći za oko 132 mlrd. dinara u odnosu na 2016. godinu, dok su neporeski prihodi bili gotovo nepromenjeni. Procenjuje se da je na rast poreskih prihoda dominantno uticao rast privrede, te vanredno povećanje profitabilnosti privrede usled unapređenja

odnosa razmene uz 2016. godinu, koje je uticalo na osetan rast prihoda od poreza na dobit. Ipak, rastom privrede i boljom naplatom poreza na dobit se ne može objasniti celokupan rast poreskih prihoda, tako da se zaključuje da je određeni doprinos rastu poreskih prihoda (za 20–30 mlrd. dinara) ostvaren i po osnovu suzbijanja sive ekonomije. Javni rashodi su u 2017. bili za oko 24 mlrd. dinara veći u odnosu na prethodnu godinu, pre svega usled osetnog rasta rashoda na robu i usluge (18 mlrd.), rasta rashoda na zaposlene i penzije (za oko 13 mlrd. dinara), dok su rashodi kamata bili manji za oko 10 mlrd. dinara, a kapitalni rashodi za oko 5 mlrd. dinara. Rashodi na subvencije su u apsolutnom iznosu u 2017. godini bili gotovo isti kao u 2016. godini.

Fiskalnom strategijom je bilo predviđeno da fiskalni deficit u 2017. godini iznosi oko 75 mlrd. dinara. Ostvareni fiskalni rezultat u 2017. bolji je od plana za oko 137 mlrd. dinara, usled bolje naplate poreskih prihoda (za oko 109 mlrd. dinara), veće naplate neporeskih prihoda u odnosu na plan (za 36 mlrd. dinara), te manjih javnih rashoda (za oko 18 mlrd. dinara). Manja realizacija javnih rashoda u odnosu na plan, posledica je pre svega manjih rashoda kamata (za 15 mlrd. dinara), usled aprecijacije kursa i povoljnih uslova na svetskim finansijskim tržištima, te neefikasne realizacije kapitalnih rashoda (manji od plana za oko 11 mlrd. dinara). Osim toga, u 2017. godini i rashodi na zaposlene su bili manji u odnosu na plan (za oko 9 mlrd. dinara), verovatno usled smanjenja broja zaposlenih, budući da nije bilo vanrednih korekcija visine primanja. Takođe, i rashodi na penzije su u 2017. godini bili znatno manji (za oko 12 mlrd. dinara) u odnosu na plan, što se prevashodno može pripisati uticaju strožijih uslova za penzionisanje, uvedenih parametar-skom penzijskom reformom iz 2014. godine, kao i prethodnih reformi.

Okvir 1. Efikasnost države u suzbijanju sive ekonomije

Na uspeh fiskalne konsolidacije u prethodne tri godine u određenoj meri je uticalo i suzbijanje sive ekonomije. Država je 2014. godine usvojila nekoliko sistemskih reformi (Zakon o radu, Zakon o inspekcijском nadzoru, reforma kaznene politike za nepoštovanje poreskih propisa i sl.), kojima je uticala na smanjenje koristi i povećanje troškova od bavljenja sivom ekonomijom. Prema empirijskom istraživanju rađenom 2012/2013. godine, siva ekonomija u Srbiji je, primenom MIMIC metoda, procenjena na oko 30% BDP-a, što je za oko jednu šestinu više od proseka zemalja CIE. U istoj studiji, primenom HTC metoda na podacima iz nacionalnih računa, siva ekonomija u segmentu domaćinstava je procenjena na 23,6% BDP-a, dok je na osnovu podata iz ankete sprovedene na reprezentativnom uzorku preduzeća, ona procenjena na 21,4% BDP-a (Krstić i Schneider, 2015). Krajem 2017. godine, objavljena je nova studija (NALED, 2017), u kojoj je na osnovu podataka iz ankete sprovedene među preduzećima, siva ekonomija procenjena na 15,4% BDP-a. S tim u vezi, neophodno je dati nekoliko napomena, u pogledu interpretacije navedenih rezultata. Prvo, rezultat dobijen na osnovu anketa se ne može porediti sa rezultatima dobijenim drugim metodama (npr. MIMIC). Tako je prema MIMIC metodi, prosečan nivo sive ekonomije u EU oko 19% BDP-a, a u zemljama Centralne i Istočne Evrope (CIE) oko 25% BDP-a, te se na osnovu ankete ne može zaključiti da je siva ekonomija u Srbiji znatno niža od evropskog proseka. Drugo, podaci iz ankete, za koju je u studiji navedeno da je realizovana na uporedivom uzorku kao u 2012, ukazuju da je siva ekonomija u periodu od 2012. do 2017. smanjena za trećinu. Ovaj rezultat bi trebalo interpretirati oprezno, zbog problema koji generalno postoje kod ispitivanja sive ekonomije anketnim metodom (neiskrenost u odgovaranju i sl.), budući da bi generalizacija ovog rezultata implicirala da bi prema MIMIC metodi trebalo očekivati da je siva ekonomija u Srbiji gotovo na nivou evropskog proseka, a za četvrtinu niža u odnosu na prosek zemalja CIE. Fiskalna kretanja u prethodne tri godine pokazuju da je rast poreskih prihoda bio osetno veći nego što se to može objasniti rastom osnovica i poreskih stopa, što se može pripisati efektima suzbijanja sive ekonomije. Ipak, smanjenje sive ekonomije za trećinu bi impliciralo autonomni rast poreskih prihoda za oko 3,5% BDP-a, što je znatno više od stvarnih efekata smanjenja sive ekonomije na rast poreskih prihoda u prethodne tri godine. Shodno navedenom, ocenjuje se da je u prethodnih par godina došlo do smanjenja sive ekonomije, ali da je malo verovatno da je ona sada na nivou nižem od proseka zemalja CIE, već da je za ostvarenje tog rezultata neophodno učiniti značajne korake u reformi Poreske uprave i drugih inspekcijских službi, kao i u pogledu unapređenja kvaliteta javnih dobara i usluga koje se iz poreza finansiraju.

**Politika fiskalnog
suficita nije opravdana
kada privreda sporo
raste**

Nakon tri godine sprovođenja programa fiskalne konsolidacije i aranžmana sa MMF-om, Srbija je u 2017. godini uspjela da neutrališe fiskalni deficit i da značajnije preokrene trend u kretanju javnog duga. Ipak, za obezbeđenje makro-fiskalne stabilnosti potrebno je i dovoljno da fiskalni deficit bude u rasponu od 0,5 do 1% BDP-a, pa dalje smanjenje deficita ili prelazak u zonu fiskalnog suficita, se može okarakterisati kao suviše restriktivno, tim pre jer je privredni rast u 2017. godini bio znatno sporiji od planiranog. Budući da je već sredinom 2017. godine bilo jasno da će fiskalni rezultat biti osetno bolji od plana, a da je privredni rast znatno sporiji od očekivanog, bilo je opravdano u tom periodu otpočeti sa realizacijom nekih infrastrukturnih projekata ili ubrzati realizaciju postojećih, kako bi se kroz izdatke na javne investicije, podstakao rast privrede. Međutim, takva reakcija Vlade je izostala, verovatno zbog nepostojanja adekvatne projektne i tehničke dokumentacije za realizaciju projekata, što inače predstavlja jedno od uskih grla u realizaciji javnih investicija u Srbiji.

**Za trajnu održivost
javnih finansija
neophodan je iskorak
u restrukturiranju i
privatizaciji javnih i
državnih preduzeća...**

Pozitivan fiskalni rezultat u 2017. godini i uspešno okončanje aranžmana sa MMF-om u prvom kvartalu 2018. godine, ukazuju da se prva faza fiskalne konsolidacije smatra okončanom. Međutim, takva ocena može biti delimično opravdana samo kada je javni sektor u užem smislu, u pitanju, budući da u pogledu restrukturiranja i reforme javnih i državnih preduzeća (uz par pozitivnih izuzetaka – Železnice Srbije, Železara Smederevo, Galenika) gotovo da nije učinjen nikakav pomak. Ta preduzeća predstavljaju potencijalni fiskalni rizik, budući da bi promene na svetskim tržištima (rast cene gasa, pad cene bakra i sl.) mogli ponovo da dovedu do velikih gubitaka u tim preduzećima, koji bi se zatim prelili na deficit budžeta. Stoga je u narednom periodu, za dugoročnu stabilizaciju javnih finansija, neophodno učiniti značajnije korake u ovom pogledu.

**...a za obezbeđenje
uslova za rast, potrebne
su strukturne reforme
javnog sektora**

Obezbeđenjem makro-fiskalne stabilizacije stvoren je samo potreban, ali ne i dovoljan preduslov za brži rast privrede, tako da je u narednoj fazi reformi javnog sektora neophodno da fokus bude na strukturnim promenama u bitnim društvenim delatnostima, kao što je obrazovanje, nauka, zdravstvo, administracija, pravosuđe i sl.

**Opravdano bi bilo
zaključiti novi
aranžman sa MMF-om**

U tom smislu, bilo bi opravdano zaključiti novi trogodišnji aranžman sa MMF-om, koji bi pored održanja ostvarenih fiskalnih rezultata, u fokusu imao i iskorak u restrukturiranju i privatizaciji javnih preduzeća, kao i pomenute strukturne reforme javnog sektora. Iskustvo Srbije, kao i empirijske studije za zemlje CIE ukazuju da postojanje takvog aranžmana povećava verovatnoću vođenja odgovorne fiskalne politike i sprovođenja ekonomskih reformi.

Analiza kretanja javnog duga

**Javni dug Srbije na
kraju 2017. iznosio je
23,2 mlrd. evra (61,5%
BDP-a)...**

Na kraju 2017. godine javni dug Srbije iznosio je 23,2 mlrd. evra (61,5% BDP), a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica, javni dug je iznosio oko 62,4% BDP-a, što je za oko 900 miliona evra manje nego na kraju Q3 2017 kvartala, pri čemu je smanjenje zabeleženo i kod direktnog i kod indirektnog duga. Snažan pad duga u toku Q4 2017. posledica je otplate 750 miliona evra duga po osnovu evroobveznica emitovanih 2012. godine, iz prethodno akumuliranih depozita države, kao i nastavka aprecijacije kursa dinara prema evru i dolaru.

**...a sa dugom
lokalnih zajednica
– 62,4% BDP-a**

Tabela T6-4. Srbija: Javni dug¹ 2000-2017.

Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra																	
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017
I. Ukupne direktne 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	22,7	22,5	22,0	22,3	21,4
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	8,8	8,7	9,0	9,1	9,1
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	13,9	13,8	13,0	13,1	12,4
II. Indirektne obaveze	-	0,7	0,8	0,8	0,9	1,4	1,7	2,1	2,6	2,81	2,5	2,4	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8
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	24,8	24,5	23,9	24,1	23,2
Javni dug/BDP (MF)	201,2%	50,2%	35,9%	29,9%	28,3%	32,8%	41,8%	45,4%	56,2%	59,6%	70,4%	75,5%	72,9%	69,2%	65,7%	64,6%	61,5%
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%	74,6%	72,2%	70,7%	66,3%	65,2%	61,5%

1) Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključuje 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

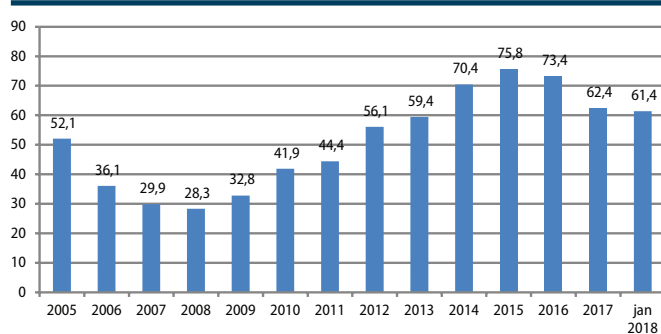
U toku 2017. javni dug je smanjen za oko 11% BDP-a...

...od čega je polovina smanjenja posledica aprecijacije dinara, a druga polovina posledica fiskalnog suficita i rasta BDP-a

Javni dug Srbije je na kraju 2017. godine bio za oko 1,6 mlrd. evra manji u odnosu na kraj 2016. godine, i to usled smanjenja direktnog duga za oko 1,2 mlrd. evra i indirektnog duga za oko 400 miliona evra. Na osetan pad javnog duga tokom 2017. godine uticao je veći broj faktora, od kojih se najznačajniji odnosi na snažnu realnu aprecijaciju kursa dinara prema evru (za preko 6%) i izrazito veliku realnu aprecijaciju dinara prema američkom dolaru (za gotovo 18%). Osim toga, na pad duga uticali su i pozitivni tekući fiskalni trendovi, tj. ostvarenje konsolidovanog suficita.

U toku 2017. godine javni dug je smanjen za oko 11% BDP-a, od čega se oko polovine duguje aprecijaciji dinara, a druga polovina pozitivnim fiskalnim trendovima i blagom rastu BDP-a.

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



Izvor: Obračun QM-a²

Javni dug na kraju januara 2018. niži je za oko 309 mil. evra u odnosu na kraj 2017, i iznosi 61,4% BDP-a

Na kraju januara 2018. godine javni dug je iznosio 29,2 mlrd. evra, i bio je za oko 309 miliona evra manji nego na kraju decembra 2017. godine. Javni dug je na kraju januara, zajedno sa negarantovanim dugom lokalnih zajednica iznosio oko 61,4% BDP-a. Prema podacima Ministarstva finansija, javni dug je na kraju januara 2018. godine iznosio 57,2% BDP-a, što se dobija kada se nominalni javni dug poredi sa projektovanim BDP-om za 2018. godinu. Budući da se javni dug otplaćuje iz stvorene vrednosti, te da je neizvesno koliko će BDP rasti u tekućoj godini, kao i kako će se kretati kurs, inflacija i drugi parametri, ocenjuje se da je adekvatnije relativnu visinu javnog duga određivati na osnovu sume BDP-a stvorenog u prethodna četiri kvartala, što je pristup koji se koristi i u našim analizama.

Održiv nivo javnog duga za zemlju srednjeg nivoa razvoja se procenjuje na nivou od ispod 50% BDP-a. Stoga, politika fiskalnih deficita u narednim godinama bi trebalo da bude vođena tako da obezbeđuje kontinuirani pad nivoa druga prema BDP-u, i pod nepromenjenim uslovima u odnosu na kurs, budući da varijacije kursa svetskih valuta mogu biti snažne i nepredvidive.

Iako su direktni efekti aprecijacije na nivo duga pozitivni, budući da je gotovo četiri petine javnog duga nominirano u inostranim valutama, aprecijacioni trendovi utiču negativno na izvozne performanse privrede Srbije i na buduće stope rasta, što se dugoročno odražava negativno na održivost javnog duga, tim pre jer aprecijacioni pritisci nisu posledica jačanja konkurentnosti privrede Srbije, već kretanja u finansijskom sektoru u Srbiji i Svetu.

¹ Uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica

Prilozi

Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2010-2017.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016				2017				
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
I UKUPNI PRIHODI	1.278,4	1.362,6	1.472,1	1.538,1	1.620,8	1.694,8	414,7	460,8	476,9	490,3	1.842,7	450,0	503,8	497,5	522,1
1. Tekući prihodi	1.215,7	1.297,9	1.393,8	1.461,3	1.540,8	1.687,6	413,3	458,8	472,5	488,7	1.833,3	448,1	502,4	496,4	518,0
Poreski prihodi	1.056,5	1.131,0	1.225,9	1.296,4	1.369,9	1.463,6	353,2	405,0	405,3	422,2	1.585,8	386,4	444,9	438,7	447,9
Porez na dohodak	139,1	150,8	35,3	156,1	146,5	146,8	34,5	37,7	40,5	42,4	155,1	37,5	40,7	43,4	46,3
Porez na dobit	32,6	37,8	54,8	60,7	72,7	62,7	13,3	31,1	18,1	17,8	80,4	18,9	49,0	21,6	22,2
PDV	319,4	342,4	367,5	380,6	409,6	416,1	103,8	114,9	112,7	122,0	453,5	109,6	119,5	127,0	123,2
Akcize	152,4	170,9	181,1	204,8	212,5	235,8	57,4	65,5	75,2	67,5	265,6	64,9	65,2	78,3	71,6
Carine	44,3	38,8	35,8	32,5	31,2	33,3	8,6	8,7	9,2	9,9	36,4	9,3	9,7	9,9	10,8
Doprinosi	323,0	346,6	378,9	418,3	440,3	505,7	120,5	130,8	132,6	143,6	527,5	16,6	18,4	17,8	19,0
Ostali poreski prihodi	46,0	43,5	42,6	43,5	57,3	63,3	15,1	16,3	16,9	19,0	67,3	129,6	142,4	140,7	154,7
Neporeski prihodi	159,2	36,9	37,9	34,9	170,9	224,0	60,1	53,8	67,1	66,5	247,5	61,7	57,5	57,7	70,1
II UKUPNI RASHODI	-1.419,5	-1.526,1	-1.717,3	-1.750,2	-1.878,9	-1.844,0	-430,7	-462,9	-463,1	-543,0	-1.899,7	438,2	471,3	459,7	551,9
1. Tekući rashodi	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-1.696,6	-403,9	-419,5	-416,4	-478,2	-1.717,9	415,7	424,9	420,2	484,5
Rashodi za zaposlene	-308,1	-342,5	-374,7	-392,7	-388,6	-419,2	-99,8	-104,6	-103,7	-109,5	-417,7	102,5	108,2	106,4	109,3
Kupovina roba i usluga	-202,5	-23,3	-235,7	-236,9	-256,8	-257,6	-57,5	-67,2	-68,4	-90,6	-283,6	60,5	72,7	72,2	96,3
Otplata kamata	-34,2	-44,8	-68,2	-94,5	-115,2	-129,9	-45,9	-32,0	-31,6	-22,0	-131,6	47,4	25,4	31,3	17,1
Subvencije	-77,9	-80,5	-111,5	-101,2	-117,0	-134,7	-18,0	-24,1	-20,4	-50,2	-112,7	18,9	26,7	22,0	45,8
Socijalni transferi	-579,2	-609,0	-652,5	-687,6	-696,8	-710,0	-171,9	-176,3	-190,3	-190,3	-716,8	174,5	178,4	173,2	194,0
od čega: penzije ⁽¹⁾	-394,0	-422,8	-473,7	-498,0	-508,1	-490,2	-122,1	-123,8	-123,2	-125,2	-494,2	123,1	124,6	123,9	126,3
Ostali tekuci rashodi	-22,9	-31,7	-37,4	-36,9	-53,7	-45,3	-10,7	-15,3	-13,9	-15,7	-55,6	11,9	13,6	15,2	22,0
2. Kapitalni rashodi ⁽²⁾	-105,1	-111,1	-126,3	-84,0	-96,7	-114,5	-17,4	-31,2	-37,5	-53,1	-139,3	12,0	35,5	29,7	56,6
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	-7,9	-29,7	-30,1	-8,7	-11,2	-8,2	-11,0	-39,1	8,3	5,8	6,6	8,1
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	-35,6	-55,4	-2,7	-0,6	-1,0	-1,0	-0,7	-3,3	2,2	5,1	3,2	2,6
III KONSOLIDOVANI BILANS	-141,0	-163,5	-245,2	-212,1	-258,1	-149,1	-16,0	-2,1	13,8	-52,8	-57,1	11,8	32,5	37,8	-29,8

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2010-2017.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016				2017				
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
I UKUPNI PRIHODI	-1,5	-4,6	0,6	-2,2	3,2	3,1	7,4	7,8	9,2	5,6	7,5	5,3	5,5	0,3	3,5
1. Tekući prihodi	-1,5	-4,4	0,1	-2,6	3,3	3,3	7,3	7,9	8,6	5,8	7,4	5,2	5,6	1,0	3,0
Poreski prihodi	-2,5	-4,1	1,0	-1,7	3,5	0,3	7,1	9,2	7,5	4,8	7,2	6,1	6,0	4,1	5,2
Porez na dohodak	-3,9	-2,9	2,1	-12,2	-8,1	-1,2	4,5	5,2	6,8	1,6	4,5	5,6	4,1	2,9	6,2
Porez na dobit	-3,6	3,9	35,1	2,9	17,4	-15,0	1,2	19,3	55,8	43,4	26,9	37,6	51,9	14,7	21,3
PDV	-0,7	-4,0	0,0	-3,8	5,4	0,2	6,4	14,1	3,2	7,7	7,8	2,4	0,3	8,3	-1,9
Akcize	4,2	0,6	-1,2	5,1	1,6	9,4	22,2	13,8	16,6	-2,9	11,4	9,6	-4,0	0,2	3,1
Carine	-14,9	-21,5	-14,0	-15,6	-6,5	5,9	7,4	9,6	10,2	5,4	8,1	5,2	6,6	3,2	6,8
Doprinosi	-6,5	-3,9	1,9	2,6	3,1	-2,1	2,7	3,2	3,7	2,9	3,2	7,0	9,5	1,1	-2,7
Ostali poreski prihodi	14,5	-15,2	-8,8	-5,2	29,2	8,9	10,9	0,7	-2,8	12,7	5,1	4,4	5,1	2,0	4,8
Neporeski prihodi	5,8	-6,1	-6,2	-8,7	1,5	27,9	8,5	-1,1	15,9	12,8	9,3	-0,4	3,1	-17,3	2,5
II UKUPNI RASHODI	-1,7	3,3	4,3	-0,3	5,2	-3,2	5,7	4,9	2,3	-3,7	1,9	-1,3	-1,8	-4,5	-0,6
1. Tekući rashodi	-2,2	3,1	4,1	-2,7	2,9	-1,4	3,7	2,7	0,4	-5,1	0,2	-0,1	-2,3	-3,0	-0,9
Rashodi za zaposlene	-5,9	0,4	2,0	-2,6	-3,1	-9,7	-0,4	-0,4	-0,4	-4,5	-1,4	-0,4	-0,2	-1,4	-3,0
Kupovina roba i usluga	-0,3	4,3	1,5	-6,6	6,2	-1,1	11,3	13,5	4,2	7,7	8,9	2,1	4,4	1,5	3,4
Otplata kamata	-0,3	17,4	41,9	28,8	19,3	11,2	11,6	-2,6	-3,4	-10,4	0,2	0,2	-23,5	-5,0	-24,3
Subvencije	40,6	7,4	29,1	-15,6	13,2	13,6	-5,3	0,5	-20,0	-26,2	-17,3	1,8	6,9	3,6	-11,3
Socijalni transferi	13,9	5,8	-0,1	-2,1	-0,7	0,5	1,6	0,8	1,0	-3,7	-0,1	-1,5	-2,4	-6,6	0,7
od čega: penzije ⁽¹⁾	-3,9	3,9	4,4	-2,3	-0,1	-4,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,8	-0,3	-2,2	-2,9	-3,2	-1,9
Ostali tekuci rashodi	-6,1	23,9	9,9	-8,4	42,6	-16,7	30,0	21,8	39,9	4,0	21,4	7,7	-14,5	4,7	37,9
2. Kapitalni rashodi ⁽²⁾	-11,8	5,3	6,0	-38,2	12,7	16,8	64,1	30,7	25,3	3,6	20,3	-33,2	9,7	-23,9	3,6
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	248,7	267,8	0,1	25,3	36,0	8,2	43,4	28,5	-7,9	-50,2	-22,5	-28,1
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	44,2	52,2	-95,1	27,7	19,9	43,7	-3,3	20,8	243,9	372,7	219,7	267,5

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

7. Monetarni tokovi i politika

Slabljenje inflatornih pritisaka nastavljeno je i u Q4 usled čega je međugodišnja stopa inflacije opala na 3% što ujedno predstavlja i sredinu ciljanog okvira NBS. U oktobru je NBS smanjila referentnu kamatnu stopu na 3,5% kada je već bilo izvesno da će inflacija biti oko ciljanog nivoa nakon čega do kraja godine u prva dva meseca 2018. nije bilo novih korekcija. U cilju suzbijanja prevelikih oscilacija kursa NBS je intervenisala na MDT u Q4 ovaj put kako prodajom tako i kupovinom deviza. Na nivou kvartala NBS je bila neto prodavac deviza u iznosu od 85 miliona evra ali i pored toga je zabeležena nominalna aprecijacija kursa dinara. Intervencije na MDT ali i prodaja deviza državi uticale su na nivo neto sopstvenih rezervi NBS koje su u Q4 smanjene za 370 miliona evra što je delovalo na strani smanjenja dinarske likvidnosti dok je povećana potrošnja države i povlačenje banaka iz REPO plasmana u potpunosti neutralisalo ovaj pad. Na tržištu novca međugodišnji rast M2 je usporen i u Q4 se beleži najniža vrednost u proteklih nekoliko godina kako u nominalnom tako i realnom iznosu, dok u isto vreme međugodišnji rast kredita nedržavnom sektoru pokazuje znake oporavka kreditne aktivnosti. Rast neto plasmana banaka u Q4 niži je nego u prethodnom kvartalu najviše usled povlačenja sredstava koje su banke ranije plasirale u REPO ali i usled nižeg rasta neto plasmana privredi i stanovništvu koji je posledica otpisa značajne sume loših kredita. Ukoliko se isključi efekat otpisa neto plasmani privredi beleže osetan rast dok je kod stanovništva već postojeći dobar rast samo dodatno povećan. Paralelno sa povećanjem plasmana zabeležen je i rast kreditnog potencijala banaka usled povećanja domaćih depozita ali i kao posledica većeg zaduživanja banaka u inostranstvu. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim na kraju decembra je palo na 11,3% kao posledica rasta kreditne aktivnosti ali najvećim delom zahvaljujući ubrzanom otpisu loših kredita koje je ostvaren u Q4. Na tržištu kredita većina kamatnih stopa je na sličnom ili blago višem nivou u odnosu na prethodni kvartal dok kamatne stope na kredite (indeksirane i u dinarima) za obrtna sredstva i dalje nastavljaju da se smanjuju. Smanjenje referente kamatne stope na 3,25% sredinom marta ocenjujemo kao adekvatnu reakciju monetarne politike na makroekonomske trendove u Srbiji.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

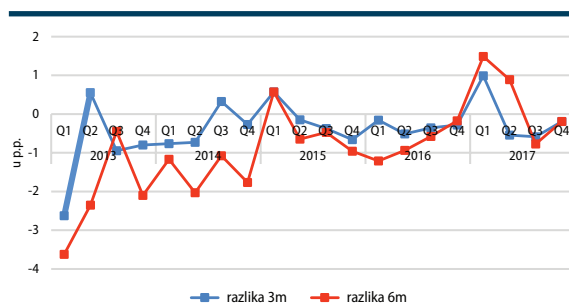
Smanjenje referente kamatne stope u oktobru i martu predstavlja adekvatan odgovor na makroekonomske trendove

Kraj godine obeležilo je dodatno slabljenje inflatornih pritisaka usled čega su mesečne stope inflacije u novembru i decembru bile na nuli. Međugodišnja stopa inflacije je na kraju Q4 bila tačno u sredini ciljanog okvira od $3\% \pm 1,5\%$ koji je NBS zadržala kao cilj i za 2018. godinu. Zadržavanje ovog nivoa inflacije koji je u odnosu na prosečnu inflaciju u EU veći za 1-1,5 p.p. u proteklih nekoliko godina uz nominalnu aprecijaciju dinara negativno se odražava na cenovnu konkurentnost srpskog izvoza. U ovakvim okolnostima NBS je smanjila referentnu kamatnu stopu u oktobru za 0,25 procentnih poena (p.p) nakon čega je ona zadržana do sada (sredina marta) na nivou

od 3,5%. Kao jedan od bitnih faktora koji su delovali da mesečne stope inflacije u većem delu 2017. godine budu izuzetno niske je i vođenje restriktivne fiskalne politika od strane države koja je u uslovima ograničenog privrednog rasta generisala konsolidovani suficit od 1,2% BDP-a. Poslovne banke su u ovom periodu povukle značajan nivo sredstava iz REPO što je pozitivno delovalo na dinarsku likvidnost ali ne i na devizni kurs koji je uprkos intervencijama i dalje nominalno aprecirao (Tabela T7-2).

Monetarna politika u protekloj 2017. godini

Grafikon T7-1. Odstupanje projektovane inflacije za 3 i 6 meseci unapred od stvarne, 2013-2017



Izvor: NBS

može se oceniti kao relativno uspešna jer je ostvaren ciljani nivo inflacije uz veliki napredak u vezi sa smanjenjem učešća loših kredita. Ipak, čini se da bi trebalo obratiti pažnju na nivo deviznog kursa koji nikako ne odražava stvarno stanje kada se uzmu u obzir kretanje opšteg nivoa cena i produktivnosti u Srbiji i EU. Ocenjujemo da smanjenje referente kamratne stope na 3,25% sredinom marta predstavlja adekvatnu reakciju monetarne politike na makroekonomske trendove u Srbiji. Niža referentna kamratna stopa će smanjiti pritiske na finansijskom tržištu ka jačanju dinara, a moguće je da će podstaći i njegovo blago slabljenje. Blago slabljenje dinara bi doprinelo povećanju isplativosti izvoza i poskupljenju uvoza, a time i zaustavljanju rasta spoljnoekonomskog deficita. Ovakva politika doprinosi jačanju konkurentnosti privrede Srbije, otvaranju novih radnih mesta i ubranju dugoročnog rasta.

Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2015-2017

	2015				2016				2017			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
Repo stok (u milionima evra)	2,85	168,72	508,19	253,24	246,50	239,12	528,92	279,23	480,53	572,42	634,74	384,53
Repo stopa NBS	7,50	6,00	5,00	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50
repo stopa korigovana za inflaciju	-1,13	3,08	5,00	6,66	2,60	1,78	3,17	1,94	-5,11	1,94	4,17	2,68
repo stopa korigovana za promene kursa	11,33	5,70	6,29	-0,76	-0,34	3,35	4,57	3,37	4,48	15,71	7,77	3,50
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	170,00	290,00	730,00	520,00	-555,00	-820,00	-345,00	-160,00	-345,00	160,00	765,00	680,00
u milionima evra, kumulativni od početka godine												
Neto sopstvene rezerve ²⁾	607,7	638,6	1022,9	1163,0	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87
Neto Domaća aktiva (NDA)	-515,6	-460,4	-956,2	-783,4	45,62	395,60	-99,67	94,92	-171,42	-248,75	-704,00	137,47
Dinarski depoziti države ³⁾	-151,9	-13,7	-308,7	-217,4	41,52	275,36	35,00	195,73	-41,59	-358,48	-755,64	-247,10
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	68,0	-97,4	-413,3	-166,4	5,09	19,53	-279,20	-25,66	-207,38	-285,41	-346,27	-95,49
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	-431,8	-349,3	-234,1	-399,5	-0,99	100,71	144,53	-75,15	77,56	395,14	397,91	480,06
Primarni novac	92,1	178,3	66,7	379,6	-423,81	-390,27	-446,13	-68,11	-441,15	-513,96	-339,84	132,60
od čega: gotovina u opticaju	-133,7	-95,5	-39,9	76,8	-68,06	-20,21	40,74	157,26	-104,02	-114,39	-103,93	39,59
od čega: slobodne rezerve	210,3	229,5	104,1	408,0	-284,91	-319,01	-465,39	-241,74	-351,17	-422,08	-269,15	22,35
u milionima evra, kumulativni od početka godine												
Narodna banka Srbije, neto	676,36	561,44	762,45	667,97	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73
Bruto rezerve	638,67	440,86	613,29	508,46	-880,04	-1.080,32	-807,49	-153,76	-469,25	-632,21	431,51	-302,83
Obaveze	37,69	120,58	149,16	159,52	14,21	18,69	22,97	16,14	4,66	13,34	20,70	22,10
MMF	39,37	106,55	129,87	141,97	8,10	15,09	16,00	14,12	-0,04	5,81	7,68	8,67
Ostale obaveze	-1,67	14,04	19,29	17,54	6,10	3,59	6,98	2,02	4,69	7,53	13,02	13,43
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS												
1. Narodna banka Srbije, neto	676,36	561,44	762,45	667,97	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-20,68	-29,93	65,59	100,98	331,11	302,75	339,40	90,80	144,67	156,34	123,17	159,61
1.2 Depoziti države	-47,99	107,13	194,81	393,89	65,30	-26,98	98,65	-116,22	50,18	197,32	-211,22	116,25
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	607,70	638,64	1.022,85	1.162,84	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87

Izvor: NBS.

1) "Početnim M2" označava se stanje primarnog novca na početku odnosno 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 svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

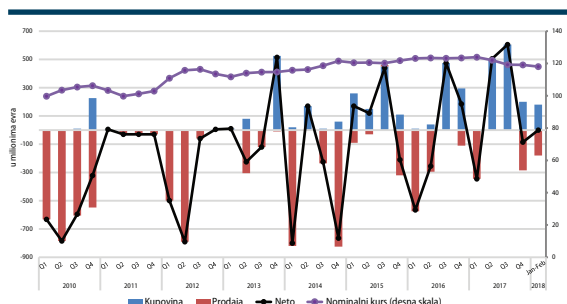
4) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

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.

**Dinar je blago
aprecirao tokom Q4,
suprotno sezonskoj
dinamici ...**

**...uprkos neto
prodaji deviza NBS u
Q4 na MDT**

Nakon aprecijacijskih pritisaka koji su dominirali u prethodna dva kvartala u Q4 su pritisci delovali u oba smera pri čemu su prevladavali deprecijacijski što je tipično za kraj godine. U poslednja tri meseca 2017. godine NBS je u cilju stabilizacije preteranih oscilacija na MDT u oktobru i decembru reagovala kupovinom 200 miliona evra dok u novembru i decembru prodala na strani ponude deviza intervenisala sa 285 miliona evra (Grafikon T7-3). Neto efekat na nivou Q4 je prodaja 85 miliona evra deviza na MDT što se odrazilo i na dinarsku likvidnost na tržištu novca. Iako dinar obično oslabi krajem godine zbog veće tražnje za devizama u cilju plaćanja obaveza

Grafikon T7-3. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2017

Izvor: NBS

prema inostranim partnerima i kreditorima i veće ponude dinara usled fiskalnog deficita u Q4, u Q4 je dinar ojačao u odnosu na prethodni kvartal. Slična situacija nastavlja se u januaru i februaru što nije u skladu sa osnovnim ekonomskim rezultatima privrede imajući u vidu višu domaću inflaciju i slabiji rast produktivnosti u odnosu na proseku EU, kao i negativni trgovinski bilans Srbije. Jačanje dinara tokom 2017. jednim delom je i posledica sterilizacije dinarske likvidnosti u sistemu usled suficita u državnom budžetu. Nedovoljna realizacija infrastrukturnih pro-

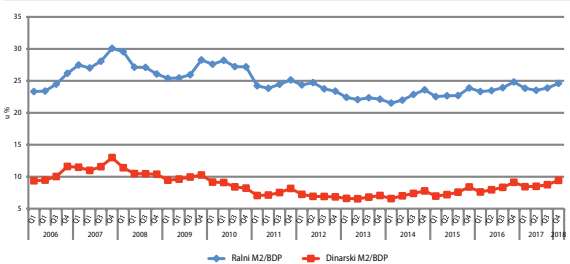
jekata i veći stepen naplate poreskih prihoda su uticali da država povuče iz sistema dinare u vrednosti od oko 440 miliona evra. Ovo je za efekat imalo istovremeno slabljenje inflatornih pritisaka i jačanje kursa dinara. Neto sopstvene rezerve smanjene su u Q4 za 370 miliona evra u odnosu na nivo sa kraja septembra ali je ovo smanjenje u potpunosti kompenzovano rastom neto domaće aktive (NDA). Povlačenje poslovnih banaka iz REPO plasmana za 251 milion evra i osetan rast dinarskih depozita države od 508 miliona evra delovali su pozitivno na rast NDA koja je u Q4 ukupno uvećana za 841 milion evra. Ovo je neutralizovalo efekat pada neto sopstvenih rezervi NBS i uticalo da primarni novac u Q4 zabeleži povećanje 471 milion evra

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Međugodišnji rast M2 nominalno usporava u Q4 ...

...dok je realna stopa rasta zabeležila najniži nivo u proteklih nekoliko godina

Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2017



Izvor: Proračun QM-a

iznosi je tek 0,6% u odnosu na nivo sa kraja 2016. godine što je najmanji rast u proteklih nekoliko godina (u 2016. realni rast M2 iznosio 8%, dok je u 2015. godini rast iznosio 5,5%). Kao pozitivna promena može se istaći ubrzanje realne stope rasta kredita privredi i stanovništvu na 4% međugodišnje, kojoj je najviše doprinelo zadržavanje realne stope rasta kredita domaćinstvima na visokom nivou od 9,2% međugodišnje.

Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2015–2017

	2015				2016				2017			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
12-m, u %												
M2 ¹⁾	8,5	7,8	4,1	7,2	7,9	7,8	10,2	9,9	10,3	7,4	5,6	3,6
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	5,8	4,2	2,2	2,8	2,2	4,7	5,9	2,6	4,1	2,0	0,7	1,8
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	2,8	1,2	1,7	2,5	0,6	3,1	3,9	1,5	3,5	3,5	2,9	4,7
Domaćinstva	5,5	4,9	3,8	4,3	3,8	5,8	8,4	9,4	11,0	11,8	10,8	10,9
Privreda	1,2	-1,0	0,3	1,3	-1,4	1,4	1,0	-3,3	-1,3	-2,1	-2,4	0,4
12-m realni, u %												
M2 ¹⁾	6,4	5,8	2,6	5,5	7,2	7,3	9,4	8,0	6,4	3,8	2,3	0,6
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	1,6	0,3	1,1	1,8	0,2	2,3	2,8	0,9	2,4	2,7	2,4	4,0
Domaćinstva	3,9	3,4	2,9	3,4	2,9	4,6	6,6	7,5	8,6	9,7	9,0	9,2
Privreda	0,3	-1,5	0,0	0,8	-1,5	0,9	0,4	-3,2	-1,7	-2,0	-2,1	0,4
u milijardama dinara na kraju perioda												
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.835,4	1.876,1	1.893,8	1.999,6	1.979,6	2.023,2	2.087,0	2.196,8	2.182,7	2.173,3	2.204,5	2.275,5
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	567,8	595,3	632,4	702,6	645,5	685,0	727,1	808,0	772,7	785,2	808,3	872,1
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.267,7	1.280,8	1.261,4	1.297,0	1.334,1	1.338,2	1.359,9	1.388,7	1.410,0	1.388,1	1.396,2	1.403,4
kvartalni rast M2 i učešća												
M2 ¹⁾	-1,6	2,2	0,9	5,6	-1,0	2,2	3,2	5,3	-0,6	-0,4	1,4	3,2
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-2,5	1,5	2,0	3,7	-2,9	2,0	2,1	3,9	-1,6	0,6	1,1	2,9
Neto domaća aktiva (NDA)	0,9	0,7	-1,0	1,9	1,9	0,2	1,1	1,4	1,0	-1,0	0,4	0,3

Izvor: NBS

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

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

Razlaganje međugodišnjeg nominalnog rasta M2 na uže monetarne agregate pokazuje da se najveći doprinos duguje najuži monetarni agregat M1. Njegov doprinos međugodišnjem rastu iznosi 2,82 p.p. što je nešto više u odnosu na doprinos iz Q3. Pošto je nominalni rast M2 iznosio 3,58% međugodišnje očigledno su preostale dve komponente zabeležile značajno manji rast nego u prethodnim kvartalima i time ostvarile manji doprinos ukupnom rastu.

1 Pod monetarnim agregatom M2 u sekciji Monetarni tokovi i politika obuhvatamo uži agregat M1, štedne i oročene depozite kao i devizne depozite u poslovnim bankama. Usled toga, agregat M2 koji mi posmatramo odgovara monetarnom agregatu M3 u izveštajima NBS

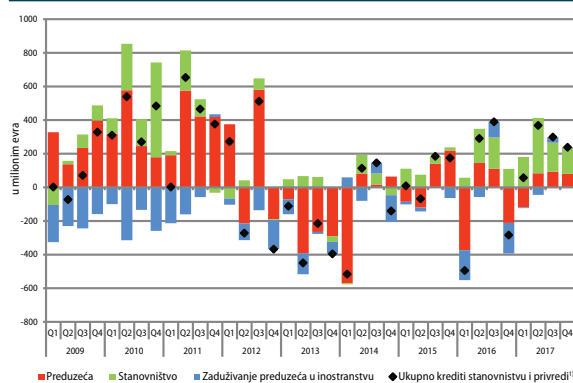
Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Povlačenje banaka iz REPO plasmana u Q4 oborilo ukupan rast ...

...dok su na rast delovali novi neto krediti država i privredi i stanovništvu

Usporavanje rasta neto plasmana iz prethodnog kvartala nastavljeno je u Q4 uprkos velikom povećanju kreditnog potencijala poslovnih banaka. Neto plasmani u Q4 povećani su samo za 75 miliona evra, čime je celokupan rast neto plasmana u 2017. godini zaustavljen na 1,2 milijarde evra (Tabela T7-7). Na usporavanje rasta u Q4 najviše je delovalo povlačenje poslovnih banaka iz REPO plasmana u iznosu od 250 miliona evra. Time je gotovo u potpunosti neutralisan efekat rasta neto kreditiranja države i nedržavnog sektora. Rast neto kredita privredi i stanovništvu od 232 miliona evra je na sličnom nivou kao u prethodnom kvartalu, pri čemu je stanovništvo ponovo najviše doprinosilo ovom povećanju. Neto krediti stanovništvu povećani su u Q4 za 151 milion evra, dok je privreda povećala svoju zaduženost za dodatnih 80 miliona evra (neto plasmani stanovništvu u Q3 povećani za 173 miliona evra dok je kod privrede rast iznosio 93 miliona evra). Uzimajući u obzir da su banke vršile otpis potraživanja u ovom periodu, rast neto plasmana je potcenjen, naročito u slučaju privrede, pošto su ukupni krediti banaka umanjili za vrednost otpisanih potraživanja. Iznos otpisanih potraživanja za sektor privrede je u Q4 iznosio oko 235 miliona evra što je više od trećine vrednosti otpisanih potraživanja na nivou cele 2017.

Grafikon T7-6. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2017



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

godine (tokom 2017. godine iznos otpisanih potraživanja od sektora privrede iznosio oko 625 miliona evra). Poslovne banke su tokom 2017. godine otpisale 197 miliona evra loših kredita plasiranih stanovništvu što je takođe uticalo da ukupan rast kreditne aktivnosti u ovom segmentu bude delimično umanjen. Krajem godine je pored privrede i stanovništva i država doprinela povećanju neto plasmana poslovnih banaka, pošto je u Q4 povlačila sredstva sa računa, kako bi finansirala deficit koji se sezonski javlja u poslednjem kvartalu. Po tom osnovu neto kreditiranje države je povećano za 94 miliona evra što je pozitivno uticalo na rast ukupnih neto plasmana.

Zabeleženo minimalno razduživanje privrede prema inostranstvu u Q4...

...ali korigovani podaci o zaduživanju iz domaćih banaka ukazuje na oporavak kreditne aktivnosti

Podaci o neto zaduživanju privrede prema inostranim bankama pokazuju da i dalje nemamo bitnijeg oporavka u ovom segmentu. Domaća preduzeća su u Q4 povećala neto zaduženost prema inostranim bankama za samo 7 miliona evra (u Q3 rast neto prekograničnih kredita iznosio 33 miliona evra, Tabela T7-7). Posmatrano na nivou cele godine, privreda se neto razdužila prema inostranim bankama za 15 miliona evra pošto su neto razduživanja u H1 bila veća nego rast koji je ostvaren u preostala dva kvartala. Ukupan rast neto plasmana privredi i stanovništvu iz domaćih i inostranih izvora u Q4 je iznosio 239 miliona evra, što je sa prethodnim kvartalima podiglo ukupan godišnji porast neto plasmana na 957 miliona evra u 2017. godini. Iako se rast velikim delom dužuje rastu aktivnosti u segmentu stanovništva, kreditna aktivnost je ipak podignuta značajno u poređenju na prethodne godine kada smo češće imali neto razduživanje nego rast neto plasmana. Takođe treba imati u vidu da je oko 824 miliona evra loših kredita kod privrede i stanovništva otpisano što je uticalo da vidljivi rast kredita, naročito kod privrede, bude značajno manji. Kada se ovaj efekat uzme u obzir ukupan rast neto kredita privredi i stanovništvu u 2017. godini je bio znatno viši na nivou od oko 1,7 milijardi evra što predstavlja osetno povećanje u odnosu na 2016. godinu kada je računajući otpis rast neto kredita bio oko 280 miliona evra.

Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2015-2017

	2015				2016				2017			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
u milionima evra, kumulativni od početka godine												
Izvori sredstava (-, povlačenje)	241	33	-368	-513	377	168	-363	-1.130	354	-252	-1.138	-2.185
Domaći depoziti	47	-118	-324	-918	223	-235	-708	-1.425	107	-104	-426	-1.032
Depoziti stanovništva	-11	-104	-114	-282	-16	-235	-362	-625	-69	-164	-258	-517
dinarski depoziti	96	19	-57	-196	3	-75	-154	-290	27	-7	25	-121
devizni depoziti	-107	-123	-57	-86	-19	-161	-208	-334	-96	-157	-283	-395
Depoziti privrede	58	-14	-211	-635	239	0	-346	-800	175	60	-167	-515
dinarski depoziti	168	112	-75	-455	385	222	5	-352	207	142	-30	-307
devizni depoziti	-110	-126	-136	-181	-146	-222	-351	-448	-31	-82	-137	-208
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	36	150	58	225	181	397	427	335	218	49	-317	-546
Kapital i rezerve	158	1	-101	179	-27	6	-82	-40	29	-198	-395	-607
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-150	-115	-262	-497	214	337	284	244	-35	-153	-286	-261
Plasmani ¹⁾	-20	149	928	1.252	128	426	1.129	997	255	856	1.162	1.237
Ukupno privreda i stanovništvo	24	-21	165	407	-316	32	329	186	61	474	740	972
Privreda	-86	-207	-67	158	-374	-228	-118	-372	-119	-36	58	138
Stanovništvo	111	186	231	248	57	260	447	559	180	510	682	833
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-66	100	439	192	-7	-14	276	27	202	289	341	90
Neto kreditiranje države ³⁾	22	69	324	653	452	408	525	784	-8	93	82	176
PRO MEMORIA												
Obavezne rezerve i depoziti	444	605	288	311	-598	-864	-859	-565	-161	-94	-83	-30
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-182	-309	-209	-100	-107	160	6	201	-324	-401	-220	62
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-204	-317	-225	-134	-102	160	3	187	-326	-415	-223	42
Ostale stavke ⁵⁾	-352	-379	-404	-343	0	-204	-175	253	-79	18	545	1.176
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	22	23	20	20	17	16	15	16	16	15	15	15

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, međubanarski 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

U Q4 se beleži ubrzanje
rasta kreditnog
potencijala banaka...

...najviše usled rasta
domaćih depozita ali i
iz ostalih izvora

Rast izvora za nove plasmane poslovnih banaka koji je prisutan u 2017. godini od maja nastavlja se u Q4 uz osetno ubrzanje. Nakon povećanja iz Q3 od 886 miliona evra, do kraja godine je kreditni potencijal banaka uvećan za dodatnih preko milijardu evra (Tabela T7-7). Ovaj iznos je gotovo na nivou celokupnog rasta ostvarenog u 2016. godini. Posmatrajući od početka godine, bankarski sektor je povećao izvore za nove plasmane za 2,2 milijarde evra. Najveći doprinos rastu izvora za nove plasmane duguje se domaćim depozitima koji su u Q4 povećani za 606 miliona evra. Od ovog iznosa veći deo je posledica rasta depozita privrede za 348 miliona evra, dok je stanovništvo povećalo iznos svojih sredstava na računima banaka za 259 miliona evra. Valutna struktura depozita je dominantno u deviznom znaku u slučaju privrede (od ukupnog povećanja 277 miliona se odnosi na devizne depozite) dok je stanovništvo u manjem iznosu dalo prednost deviznim naspram dinarskih depozita (146 miliona od ukupnog rasta depozita je u deviznom znaku). Poslovne banke su kreditni potencijal u Q4 uvećavale i po osnovu rasta neto zaduživanja prema inostranstvu za dodatnih 229 miliona evra. Nastavak monetarne ekspanzije ECB putem direktnih i portfolio investicija na evropskom tržištu je dovelo do povećane ponude jeftinog kapitala. Domaće banke su iskoristile ove okolnosti i u 2017. godini su za 607 miliona evra povukle više sredstava iz inostranstva nego što su u međuvremeno iznosile njihove prispele obaveze po prethodnim kreditima. Na rast kreditnog potencijala poslovnih banaka takođe je uticalo i povećanje kapitala i rezervi od 212 miliona evra u Q4, čime je nastavljen trend iz prethodna dva kvartala.

Tabela T7-8. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2017

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015				2016				2017				2018
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Feb
	stanje na kraju perioda																		
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	25,5	25,85	28,63	25,52	24,4	26,89	26,26	23,56	19,48	19,92	19,24	16,86	13,83	14,16
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	43,29	45,19	34,91	32,03	29,92	33,03	30,12	28,44	27,42	26,49	25,02	23,90	16,96	14,59
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	9,97	10,16	11,6	10,68	10,53	10,95	10,63	10,36	9,66	9,21	8,35	7,56	6,43	6,24
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	3,70	3,72	3,96	3,61	3,52	3,76	3,75	3,45	2,83	2,83	2,77	2,63	2,16	2,17

Izvor: Proračun QM-a

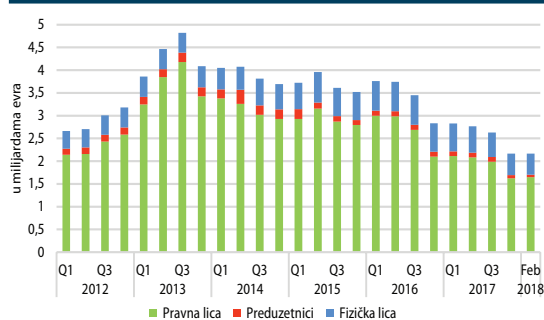
**Pad učešća loših kredita
značajno ubrzan
u drugoj polovini
godine...**

**...najviše zahvaljujući
otpisu od strane
banaka ali i usled rasta
kreditne aktivnosti**

Rast kreditnog potencijala banaka, a naročito njihovog zaduživanja u inostranstvu, indirektno potvrđuju da je rast kreditne aktivnosti veći nego što to, zbog velikog otpisa kredita, pokazuju zvanični podaci. Zaduživanje banaka u inostranstvu ukazuje na to da banke u narednom periodu očekuju rast kreditne aktivnosti, a indirektno i ubrzanje privrednog rasta.

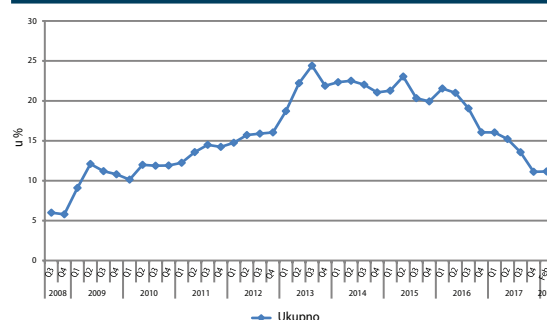
Nakon nekoliko kvartala bez većih promena u segmentu loših kredita, pozitivan trend osetnog smanjenja iz Q3 nastavljen je i do kraja godine. Ukupno učešće kredita za koje dužnici duže od 90 dana nisu izmirili svoje obaveze po osnovu dospele rate, smanjeno je na 11,12% na kraju Q4 prema načinu obračuna QM-a² (Grafikon T7-10). Ukoliko se posmatra kretanje učešća loših kredita u ukupnim od početka izbijanja finansijske krize, dostignut nivo na kraju Q4 je blizu je iznosa sa kraja 2009. godine. U poslednja tri meseca 2017. godine smanjenje učešća loših kredita za 3 p.p. koje je zabeleženo u segmentu pravnih lica najviše je uticalo na pad ukupnog učešća (Tabela T7-8). Iako je najveće smanjenje od 7 p.p. ostvareno kod učešća loših kredita plasiranim preduzetnicima, njihova relativna mala masa (oko 5% ukupnih loših kredita) nije mogla više da znatnije doprinese padu ukupnog učešća. Sličan efekat na pad ukupnog učešća loših kredita imalo je i smanjenje od 1,13 p.p. u segmentu loših kredita plasiranih fizičkim licima usled njihovog većeg iznosa u ukupnoj masi loših kredita, nego u slučaju preduzetnika. Rast kreditne aktivnosti pozitivno je delovalo na pad učešća u sva tri segmenta ali je veći efekat ostvaren usled aktivnosti poslovnih banaka na otpisu i prodaji loših kredita licima van bankarskog sistema. To potvrđuju i podaci o masi loših kredita (Grafikon T7-9) koja pokazuje značajno smanjenje u Q4 za oko 470 miliona evra, od čega je najveći deo otpisa i prodaje ostvaren je kod pravnih lica za oko 360 miliona evra.

Grafikon T7-9. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2017



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-10. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2017



Izvor: Proračun QM-a

Kamatne stope: stanje i trendovi

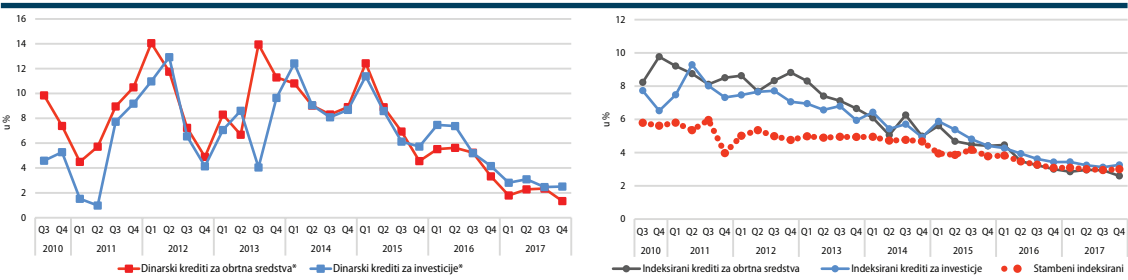
**Kamatne stope kod
najvećeg broja kredita
stagniraju ...**

**... osim kod kredita za
obrotna sredstva gde se i
dalje beleži smanjenje**

Smanjenje kamatnih stopa koje je bilo prisutno prethodnih kvartala, zaustavljeno je u poslednja tri meseca 2017. godine za jedan broj kredita. Ponderisane kamatne stope na indeksirane stambene kredite su u Q4 povećane za 0,05 p.p. tako da su na kraju decembra vratile na nivo sa kraja Q2 (Grafikon T7-11a). Slična situacija je i sa kamatnim stopama na indeksirane kredite za investicije koje beleže nešto veći rast od 0,14 p.p. što ih vraća na sličan nivo iz prve polovine 2017. godine. Nakon porasta i gotovo nepromenjenog stanja u prethodnom kvartalu, kamatne stope na indeksirane kredite za obrtna sredstva su ponovo smanjena na kraju godine za 0,34 p.p čime su postigle istorijski najniži nivo od kada pratimo ovu seriju podataka. U segmentu kamatnih stopa na dinarske kredite javlja se slična situacija dijametralnog kretanja posmatranih kamatnih stopa. Sa jedne strane, ponderisane realne kamatne stope na dinarske kredite za investicije su zabeležile minimalni rast na 2,51% što je i dalje ispod nivoa sa početka godine, dok su sa druge strane kamatne stope na kraju Q4 niže za 1 p.p. i time kao i kod indeksiranih dostižu najnižu zabeleženu vrednost (Grafikon T7-11b). Oспорavanje bankama prava da naplaćuju troškove obračuna kredita od strane nekih sudova, moglo bi da dovede do određenog rasta kamatnih stopa, kako bi banke naveden troškove pokrivala iz kamata.

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

Grafikon T7-11. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010–2017



Izvor: Proračun QM-a
* realne kamatne stope

OSVRTI

Osvrt 1. Merenje kvaliteta privrednog rasta

Mirjana Gligorić¹, Biljana Jovanović Gavrilović¹

Apstrakt: Kvalitet privrednog rasta nije nova ideja, iako tek u novije vreme dobija na važnosti. Reč je o složenom, višedimenzionalnom konceptu, koji valorizuje proces ekonomskog rasta sa različitih aspekata i pruža uvid u njegovu održivost. Merenje kvaliteta rasta je kompleksan i delikatan zadatak. Ovaj prilog predstavlja korak u tom pravcu. Za 16 evropskih zemalja - 11 novih članica EU i pet zemalja Zapadnog Balkana konstruisane su dve varijante Indeksa kvaliteta rasta. Imajući u vidu važnost ekonomskih fundamenata rasta, ali i njegovih socijalnih efekata, izračunati Indeksi kvaliteta rasta se sastoje od ključnih ekonomskih i socijalnih indikatora - komponenti. Na osnovu vrednosti oba Indeksa, kao i pojedinačnih komponenti, ocenjen je progres za selektovane evropske zemlje u prethodnom periodu i vršeno poređenje. Sprovedeno empirijsko istraživanje ukazuje u kojoj meri je dosadašnji privredni rast baziran na zdravim ekonomskim osnovama i kako je uticao na povećanje društvenog blagostanja u posmatranim zemljama. Pošto se kao imperativ za naredni period nameće ostvarivanje dinamičnog i kvalitetnog privrednog rasta, ovo istraživanje je posebno važno jer predstavlja „pionirski“ poduhvat kvantifikovanja kvaliteta rasta u pojedinim zemljama Evrope. Rezultati istraživanja mogu pružiti informacije kreatorima ekonomske politike analiziranih zemalja o tome šta je i kako postignuto u prethodnom periodu i ukazati na poželjne pravce delovanja u budućnosti kako bi se obezbedio brži i bolji rast njihovih privreda.

1. Uvod

Neodrživost pretkriznih modela privrednog rasta dolazi do izražaja sa nastankom svetske ekonomske krize pre jedne decenije. Kriza je ukazala na slabosti koje su prisutne u mnogim ekonomijama, kao i na činjenicu da je važno ne samo oporaviti privrede od recesije, već i uspostaviti nove modele privrednog rasta. Kvalitet privrednog rasta, pored dinamike, opredeljuje ekonomski razvoj u dugom roku, te su brzina i načini uvećavanja proizvodnje, dugoročno jednako bitni.

Ključne karakteristike kvaliteta privrednog rasta, kao i važni indikatori koji predstavljaju osnovne komponente u formiranju pokazatelja kvaliteta rasta su prikazani u ovom radu. Kreirane su dve varijante Indeksa kvaliteta

rasta, koji obuhvataju ekonomske i socijalne pokazatelje. Empirijska analiza se bavi merenjem kvaliteta privrednog rasta u zemljama novim članica EU i zemljama Zapadnog Balkana, što predstavlja „pionirski“ poduhvat kvantifikovanja kvaliteta rasta u ovim evropskim zemljama. Cilj je da se stekne uvid u dosadašnja postignuća posmatranih zemalja, kao i da se pruže smernice kreatorima ekonomske politike o zdravim načinima ostvarivanja privrednog rasta u budućnosti. Uz to, merenje kvaliteta privrednog rasta u Srbiji, kao i komparacija sa ostalim zemljama u uzorku, postavlja temelje za formulisanje odgovarajućih poruka za vođenje razvojne politike u narednom periodu.

2. Definicija kvalitetnog privrednog rasta

Kvalitetan privredni rast je višedimenzionalan - pored ekonomskih, obuhvata socijalne i ekološke aspekte rasta proizvodne aktivnosti. Prema konceptu kvaliteta privrednog rasta bitni su i načini na koji se rast ostvaruje, ali i rezultati sa aspekta ljudskog blagostanja. Poseban značaj ovog koncepta je u sveobuhvatnom pristupu povećanju proizvodnje, simultanom uvažavanju ekonomskih, socijalnih i ekoloških dimenzija tog procesa. Njegova suština je da se obezbedi brz i stabilan ekonomski rast, te dugoročno povećanje životnog standarda stanovništva².

Kvalitetan privredni rast je dugoročan, jer je samoodržavajući - tj. tekućim rastom se stvaraju povoljne osnove za budući rast proizvodnje. Uz to, kvalitetan rast vodi računa o ranjivim grupama u društvu, kao i o prirodnom okruženju. Kvalitetan privredni rast je dinamičan, postojan i otporan na eksterne šokove, praćen visokim investicionim ulaganjima (pre svega u ljudski kapital). Pojedini autori definišu kvalitetan rast kao rast koji smanjuje ekstremno siromaštvo, sužava strukturne nejednakosti, štiti prirodno okruženje i, kao takav, održava sam proces rasta (López, Thomas i Wang, 2008). Drugi autori smatraju da je kvalitetan privredni rast snažan, stabilan i održiv, tj. onaj koji povećava produktivnost rada i vodi socijalno poželjnim ishodima - npr. unapređenju životnog standarda, posebno kroz smanjenje siromaštva (Martinez i Mlachila, 2013).

Pojedini periodi u razvoju privrede i društva se proglašavaju uspešnim samo zato što je u njima postignuta visoka stopa rasta. Ipak, brz rast u sadašnjosti može biti postignut na uštrb budućeg prosperiteta. Iskustva zemalja su ukazala na činjenicu da visoke stope rasta nužno ne vode boljim socijalnim ishodima, odnosno

¹ Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

² Jovanović Gavrilović (1997), str. 32.

Osvrt 1. Merenje kvaliteta privrednog rasta

značajnom smanjenju siromaštva, nejednakosti i nezaposlenosti, pa, kao takve, nisu garant njegovog kvaliteta. Stoga je važno uzeti u obzir mnoge aspekte rasta, kako bi se realno sagledale relevantne implikacije na ljudsko blagostanje i ocenio njegov značaj za dugoročnu privrednu ekspanziju.

3. Konstrukcija Indeksa kvaliteta rasta

Za merenje kvaliteta rasta izračunali smo dva Indeksa kvaliteta rasta (engl. *Quality Growth Index*): QGI i QGIm. Indeksi su izračunati na uzorku od 16 evropskih zemalja - 11 novih članica EU³ i pet zemalja Zapadnog Balkana⁴. Pošli smo od rada autora Mlachila, Tapsoba i Tapsoba (2014) i na bazi njihovog postupka kreirali srodne indekse⁵. Na osnovu raspoloživih podataka za posmatranu grupu zemalja, izračunate su vrednosti indeksa za period 2001-2015⁶.

Indeks kvaliteta rasta predstavlja agregatni pokazatelj koji reflektuje multidimenzionalnu prirodu rasta, jer u njegov sastav ulaze ekonomski i socijalni indikatori. Stoga, Indeks kvaliteta rasta se sastoji od nekoliko indikatora koji predstavljaju njegove komponente/podkomponente.

U kreiranju Indeksa koristili smo min-max pristup, pošto su indikatori koji predstavljaju njegove komponente/podkomponente prikazane u različitim jedinicama mere.

Koristili smo sledeću formulu za preračunavanje vrednosti za svaki pojedinačni pokazatelj:

U navedenom obrascu X je vrednost indikatora za određenu zemlju i godinu, dok su i maksimalna i minimalna vrednost tog indikatora kod posmatranih zemalja u datoj godini. Na taj način, inicijalne vrednosti indikatora su svedene na broj u rasponu (uključujući i) 0 i 1. Tako, za svaki indikator se vrednost 0 dodeljuje zemlji koja ima minimalnu vrednost indikatora, a vrednost 1 zemlji sa najvišom njegovom vrednošću. Stoga, početne vrednosti indikatora se ovim postupkom svode na indeksne brojeve, koji dalje, uz određeno ponderisanje, predstavljaju sastavni deo Indeksa kvaliteta rasta.

Indeks kvaliteta rasta ima dve ključne dimenzije: *Osnove rasta* i *Socijalni ishodi* (v. Sliku 1). Komponente koje se mogu koristiti za izračunavanje dimenzije *Osnove ra-*

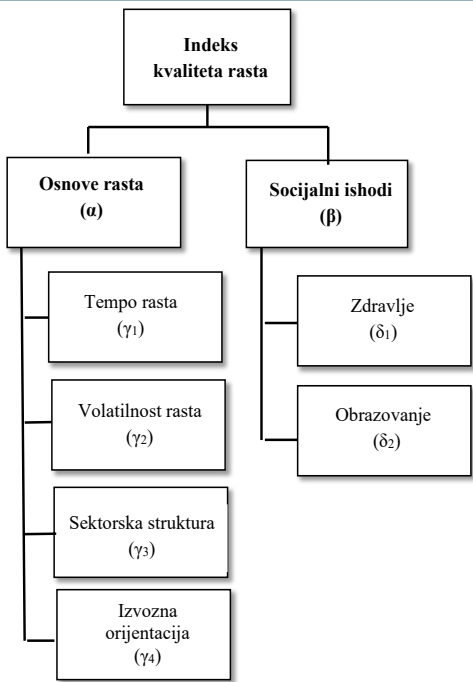
sta su *Tempo rasta*, *Volatilnost rasta*, *Sektorska struktura* i *Spoljna orijentacija* (Slika 1).

Tempo rasta predstavlja godišnju promenu realne vrednosti BDP-a *per capita*. *Volatilnost rasta* se izračunava kao recipročna vrednost koeficijenta varijacije za vremenski opseg od tri godine⁷. *Sektorska struktura* odslikava u kojoj meri je privredni rast generisan diversifikovanim izvorima. S obzirom na raspoloživost podataka koristi se indikator jedan minus Herfindahl-Hirschman indeks (HHI) izvoznih tokova, koji ukazuje na diversifikovanost izvoznih proizvoda i predstavlja *proxy* za diversifikovanost proizvodnje. *Spoljna orijentacija* rasta se aproksimira procentualnim učešćem neto eksterne tražnje u BDP-u, tj. količnikom neto izvoza i BDP-a.

U okviru *Socijalnih ishoda* komponenta *Zdravlje* se sastoji od dve podkomponente: očekivane dužine trajanja života i recipročne vrednost stope smrtnosti odojčadi. Kao indikator *Obrazovanja* korišćen je prosečan broj godina školovanja⁸.

Indeks se može izračunati upotrebom različitih pondera. U ovoj analizi (kao i kod autora Mlachila et al., 2014) korišćeni su jednaki ponderi za svaku dimenziju, komponentu i podkomponentu, gde smo u prvoj vari-

Slika 1. Komponente Indeksa kvaliteta rasta



Izvor: Mlachila et al. (2014), str. 6.

Napomena: $\alpha, \beta, \gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4, \delta_1, \delta_2$ su ponderi pripisani svakoj dimenziji/komponenti Indeksa kvaliteta rasta.

7 V. prethodnu fusnotu.

8 U radu Mlachila, Tapsoba i Tapsoba (2014) korišćena je stopa završetka osnovne škole, s obzirom na raspoloživost podataka u izabranom skupu zemalja, uz napomenu da se može koristiti i niz drugih relevantnih pokazatelja obrazovanja - između ostalih prosečan broj godina školovanja (v. str. 7 u radu navedenih autora), koji smatramo adekvatnijim za zemlje koje smo uključili u naše istraživanje.

3 Češka R., Poljska, Mađarska, Slovačka, Slovenija, Bugarska, Rumunija, Letonija, Litvanija, Estonija i Hrvatska.

4 Srbija, Makedonija, BiH, Crna Gora i Albanija.

5 Mlachila, Tapsoba i Tapsoba (2014) su u radu opisali postupak i izračunali Indeks kvaliteta rasta za više od 90 zemalja sveta. Od zemalja koje su predmet analize u ovom radu u istraživanju navedenih autora Indeks je izračunat samo za tri države: Poljsku, Bugarsku i Albaniju.

6 Podaci kojima raspolažemo su za period 2000-2016, ali pošto se jedan indikator (volatilnost rasta) izračunava kao trogodišnji pokretni prosek (za određenu godinu računa se kao količnik proseka i standardne devijacije stope rasta te godine, prethodne i naredne godine), vrednost Indeksa rasta je moguće dobiti za vremenski raspon 2001-2015.

janti izračunavanja Indeksa kvaliteta rasta kod dimenzije *Osnove rasta* obuhvatili četiri navedene komponente (*Tempo rasta*, *Volatilnost rasta*, *Sektorska struktura* i *Spoljna orijentacija*), a u drugoj varijanti smo uzeli u obzir samo dve komponente (*Sektorska struktura* i *Spoljna orijentacija*). Dimenzija *Socijalni ishodi* je jednaka u obe varijante Indeksa.

Indeks kvaliteta rasta je izračunat u dve varijante, jer se tempo i volatilnost rasta mogu tretirati kao komponente kvaliteta rasta, ali i kao indikatori njegovog kvantiteta, pri čemu se kvalitativna strana rasta ocenjuje na osnovu drugih pokazatelja.

U prvoj varijanti Indeksa kvaliteta rasta, koju smo označili sa QGI:

- *Osnove rasta*, kao što je prikazano na Slici 1, sastoje se od četiri komponente. Vrednost svake komponente/indikatora, svedena na skalu 0-1 i ponderisana sa 0,25, tj. data je jednaka vrednost svakom ponderu $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4$, od 25% uz promenljive *Tempo rasta*, *Volatilnost rasta*, *Sektorska struktura* i *Izvozna orijentacija*.
- *Socijalni ishodi* se sastoje od dve komponente *Zdravlje* i *Obrazovanje*, čije vrednosti se nakon izračunavanja po prethodnom min-max obrascu, nalaze u rasponu od 0 do 1. Njima su dodeljeni jednaki ponderi (v. Sliku 1): $\delta_1 = \delta_2 = 50\%$. Pošto se *Zdravlje* sastoji od dve podkomponente, njihove vrednosti (takođe u rasponu 0-1) su isto ponderisane sa po 50%.

Formula za izračunavanje QGI je sledeća:

$$QGI = 0,5 \cdot (0,25 \cdot \text{Tempo rasta} + 0,25 \cdot \text{Volatilnost rasta} + 0,25 \cdot \text{Sektorska struktura} + 0,25 \cdot \text{Spoljna orijentacija}) + 0,5 \cdot (0,5 \cdot \text{Zdravlje} + 0,5 \cdot \text{Obrazovanje})$$

Uz to, izračunali smo nešto izmenjen (modifikovan) Indeks kvaliteta rasta, QGI_m:

Osnove rasta se sastoje od dve komponente: *Sektorska struktura* i *Spoljna orijentacija*. Vrednost svakog navedenog pokazatelja, svedena na skalu 0-1, kojima dodeljujemo pondere 0,5 (tj. na Slici 1. $\gamma_1 = \gamma_2 = 0$, dok su $\gamma_3 = \gamma_4 = 0,5$).

- Dimenzija *Socijalni ishodi* ostaje nepromenjena u odnosu na QGI, tj. čine je dve komponente *Zdravlje* i *Obrazovanje*, svedene na vrednosti između 0 i 1, sa ponderima $\delta_1 = \delta_2 = 50$, kao i jednakim ponderima (50%) podkomponenti u okviru komponente *Zdravlje*.

Stoga, po isključenju uticaja stope rasta i volatilnosti rasta na vrednost Indeksa, modifikovani QGI (QGI_m), računamo na sledeći način:

$$QGI = 0,5 \cdot (0,5 \cdot \text{Sektorska struktura} + 0,5 \cdot \text{Spoljna orijentacija}) + 0,5 \cdot (0,5 \cdot \text{Zdravlje} + 0,5 \cdot \text{Obrazovanje})$$

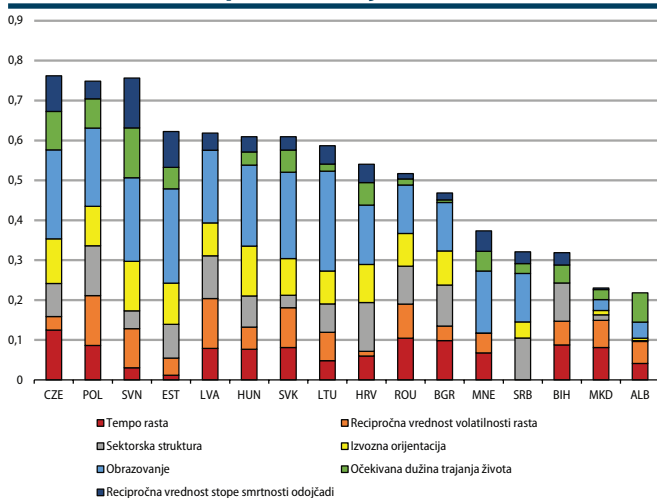
4. Osnovni rezultati

Vrednosti QGI za posmatrane evropske zemlje prikazane su na Grafikonu 1, po opadajućem redosledu u 2015. godini. Posmatrani poredak zemalja prema QGI sličan je kao onaj na osnovu nivoa dohotka *per capita*, što sugeriše da je ovaj indeks znatno korelisan sa nivoom dohotka zemalja u uzorku.

Na Grafikonu 1, pored visine stubića – vrednosti QGI – uočljiv je i doprinos svake komponente formiranoj vrednosti Indeksa. Češka R. zauzima prvu poziciju u uzorku, sa indeksom od 0,76. Drugu i treću poziciju zauzimaju Poljska i Slovenija, sa vrednostima QGI od 0,75 i 0,63, respektivno. Srbija se prema QGI nalazi na 13. mestu od 16 posmatranih zemalja. Vrednost QGI u Srbiji iznosi 0,32 u 2015, i bolje je rangirana od Bosne i Hercegovine, Makedonije i Albanije. Najmanju vrednost QGI od 0,22 u posmatranoj godini je zabeležila Albanija.

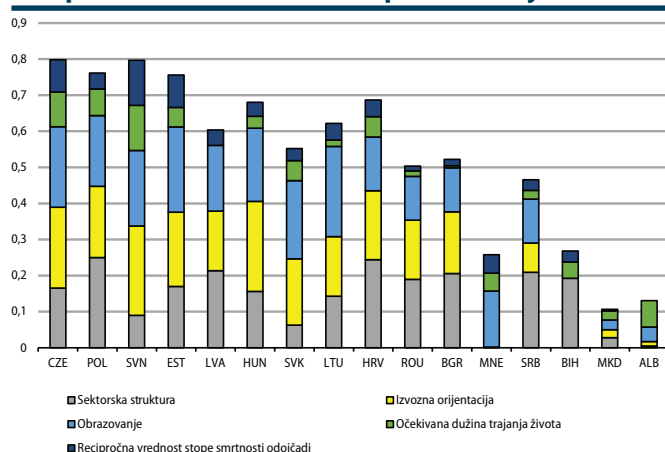
Ukoliko posmatramo vrednost komponenti koje čine QGI – tačnije ponderisane vrednosti svakog indikatora prethodno svedene na skalu od 0 do 1 – može se uočiti relativna prednost/zaostatak svake zemlje u odnosu na ostale prema svakom indikatoru u 2015. U slučaju Češke R. vidna je važnost svih komponenti u formiranju vrednosti QGI-a je (sa najvećim doprinosom obrazovanja), osim što je, posmatrano u poređenju sa ostalim zemljama, zabeležena nešto izraženija volatilnost rasta. Prema prikazanim komponentama QGI-a Srbija, relativno gledano, ima zadovoljavajući nivo u slučaju diversifikacije izvoza, zatim i obrazovanja. Najniže vrednosti su zabeležene kod dve komponente: stope rasta u 2015. i volatilnosti rasta u periodu 2014-2016. Kod ova dva indikatora Srbija je imala najlošiji rezultat (ostvarila je naniže vrednosti) u poređenju sa ostalim zemljama, te oni iznose 0 i daju nulti doprinos vrednosti QGI. Vrednost komponentata QGI-a Albanije su na niskom nivou – sa izraženijim doprinosom stabilnosti rasta i očekivane dužine trajanja života (Grafikon 1).

Rezultati QGI_m za 2015. godinu – njegove vrednosti, kao i doprinos svake pojedinačne komponente, prikazani su na Grafikonu 2. Može se uočiti da je rang zemalja u određenoj meri izmenjen. Na prvom mestu je i dalje Češka, čija je vrednost QGI_m 0,798, zatim sledi Slovenija koja zauzima drugu poziciju sa QGI_m 0,797. Na trećem mestu se nalazi Poljska, čiji QGI_m iznosi 0,761. Sa QGI_m od 0,466 Srbija je rangirana kao 12. od 16 posmatranih zemalja. Stoga, Srbija prema ovako izračunatom indeksu je rangirana bolje nego prema QGI i nalazi se ispred svih ostalih zemalja Zapadnog Balkana. Na poslednjoj poziciji među posmatranim zemljama sada se nalazi Makedonija, sa QGI_m 0,106. Doprinos svakog pojedinačnog indikatora koji ulazi u izračunavanje QGI_m se takođe vidi na Grafikonu 2.

Grafikon 1. Vrednosti QGI i njegovih komponenti selektovanih evropskih zemalja

Izvor: samostalno izračunavanje i prikaz autora na osnovu podataka Svetske banke, UNDP-a i UNCTAD-a

Napomena: CZE - Češka R., POL - Poljska, SVN - Slovenija, EST - Estonija, LVA - Letonija, HUN - Mađarska, SVK - Slovačka, LTU - Litvanija, HRV - Hrvatska, ROU - Rumunija, BGR - Bugarska, MNE - Crna Gora, SRB - Srbija, BIH - Bosna i Hercegovina, MKD - Makedonija i ALB - Albanija.

Grafikon 2. Vrednosti modifikovanog QGI i njegovih komponenti selektovanih evropskih zemalja

Izvor: samostalno izračunavanje i prikaz autora na osnovu podataka Svetske banke i UNCTAD-a

Napomena: CZE - Češka R., POL - Poljska, SVN - Slovenija, EST - Estonija, LVA - Letonija, HUN - Mađarska, SVK - Slovačka, LTU - Litvanija, HRV - Hrvatska, ROU - Rumunija, BGR - Bugarska, MNE - Crna Gora, SRB - Srbija, BIH - Bosna i Hercegovina, MKD - Makedonija i ALB - Albanija.

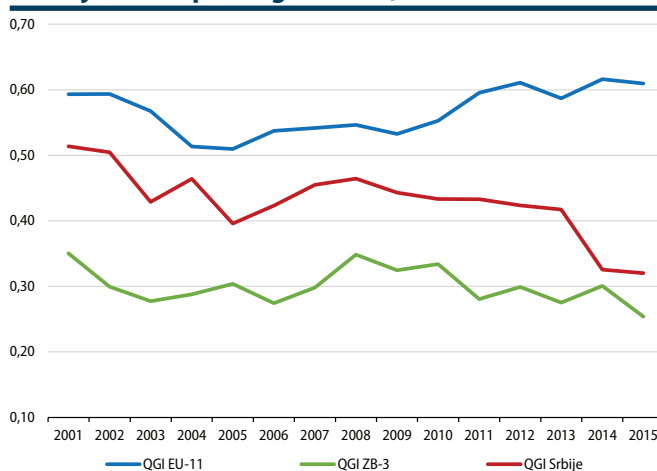
Grafikon 3 i Grafikon 4 prikazuju nivoe QGI i QGI_m, respektivno od 2001 do 2015. godine. Ponovo naglašavamo da su to *relativni* nivoui, jer je vrednost Indeksa ponderisan zbir vrednosti komponenti izraženih u odnosu na vrednosti tih komponenti drugih zemalja u uzorku za svaku godinu. Za oba indeksa dati su podaci za QGI i QGI_m za Srbiju u svakoj posmatranoj godini, kao i prosečne vrednosti ovih indeksa za 11 zemalja EU i 3 zemlje ZB⁹.

9 Vrednosti za QGI i QGI_m su izračunate bez Crne Gore, jer za nju ne postoje podaci u svakoj godini za prikazan vremenski interval: 2001-2015.

Podaci na oba grafikona ukazuju da je prosečna vrednost, bilo QGI, bilo QGI_m, 11 EU zemalja relativno najviša u celom vremenskom intervalu. Srbija u svakoj godini ima relativno nižu vrednost indeksa kvaliteta u poređenju sa prosekom vrednosti 11 EU zemalja. Sa druge strane, vrednost indeksa Srbije se nalazi iznad prosečnog nivoa indeksa za tri zemlje ZB.

Stopa rasta i volatilitnost rasta predstavljaju važne komponente QGI. One zajedno određuju jednu četvrtinu vrednosti QGI. To dovodi do očigledne razlike u relativnom nivou indeksa, kao i promenama nivoa, prikazanih na Grafikonu 3 i Grafikonu 4, u zavisnosti da li Indeks sadrži ili ne ove dve komponente.

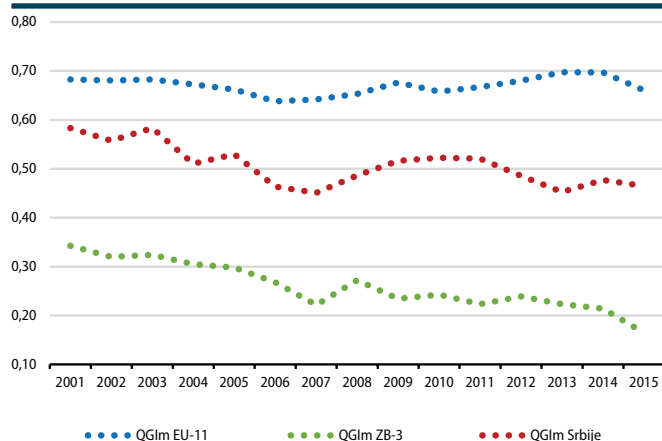
Na Grafikonu 3 se može uočiti da su veoma niska (najniža među posmatranim zemljama) stopa rasta u Srbiji i veoma visoka (relativno najizraženija) volatilitnost rasta imale dominantan doprinos relativnom smanjenju nivoa QGI u Srbiji u odnosu na QGI dve grupe zemalja u 2014. i 2015. godini. Zapravo, u Srbiji u 2014. i 2015. godini nepovoljne vremenske prilike – poplave u 2014. godini i suša u 2015. godini – su se odrazile na privredni rast. Stoga, u ove dve godine se velikim delom relativno smanjenje nivoa QGI Srbije može oceniti kao rezultat eksternih faktora i stoga može se smatrati privremenim. Ipak, treba imati u vidu da se može očekivati ista relativna pozicija Srbije prema QGI u 2016. i 2017. godini imajući u vidu takođe nepovoljne vremenske prilike u ove dve godine i relativno nisku stopu rasta u poređenju sa zemljama Centralne i Istočne Evrope. Lošije performanse Srbije u odnosu na druge zemlje u uzorku se mogu delom pripisati fundamentalnim slabostima domaće privrede, čije bi otklanjanje dovelo do poboljšanja na polju kvaliteta rasta Srbije u budućem periodu.

Grafikon 3. Nivo QGI Srbije u poređenju sa prosekom zemalja EU i Zapadnog Balkana, 2001-2015.

Izvor: samostalno izračunavanje i prikaz autora na osnovu podataka Svetske banke, UNDP-a i UNCTAD-a

Napomena: EU-11 – prosečna vrednost QGI 11 posmatranih zemalja članica EU, ZB-3 – prosečna vrednost QGI BiH, Albanije i Makedonije

Grafikon 4. Nivo QGIm Srbije u poređenju sa prosekom zemalja EU i Zapadnog Balkana, 2001-2015.



Izvor: samostalno izračunavanje i prikaz autora na osnovu podataka Svetske banke, UNDP-a i UNCTAD-a

Napomena: EU-11 – prosečna vrednost QGIm 11 posmatranih zemalja članica EU, ZB-3 – prosečna vrednost QGIm BiH, Albanije i Makedonije

4. Zaključak

Empirijsko istraživanje u radu sprovedeno je sa idejom formiranja pokazatelja za merenje kvaliteta privrednog rasta, zatim praćenja promena u kvalitetu rasta i njegovim komponentama, kao i poređenja zemalja prema kvalitetu rasta i njegovoj dinamici. U radu su ocenjene dve varijante Indeksa kvaliteta rasta (QGI i QGIm) za evropske tranzicione zemlje tokom perioda 2001-2015. godine. Njihove vrednosti ukazuju da tranzicione zemlje koje su članice EU imaju relativno viši nivo kvaliteta privrednog rasta nego zemlje Zapadnog Balkana. Uz to, oba pokazatelja ukazuju da je kvalitet rasta u Srbiji ispod nivoa kvaliteta rasta zemalja članica EU, a iznad nivoa zemalja regiona koje nisu članice EU.

Privreda Srbije je u prethodnih nekoliko godina ostvarila relativno niži privredni rast u poređenju sa drugim tranzicionim evropskim zemljama, pre svega usled nepovoljnih vremenskih prilika. Ipak, u domaćoj privredi prisutne su određene fundamentalne slabosti, čije otklanjanje bi dovelo do viših i stabilnijih stopa rasta, kao i do boljih razvojnih performansi. To bi značilo poboljšanje kvaliteta rasta Srbije, tj. trajno unapređenje prosperiteta kako sa ekonomskog, tako i sa socijalnog stanovišta.

Reference

1. Jovanović Gavrilović, B. (1997), «Privredni rast i tranzicija», u zborniku: D. Marsenić – G. Rikalović (red.), *Ekonomska politika između stabilizacije i rasta*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 24-34.
2. López, R. E. et al. (2008), «The Quality of Growth: Fiscal Policies for Better Results», The World Bank, Washington, DC., IEG Working Paper, No. 6, 2008.
3. Martinez, M and Mlachila, M. (2013), «The Quality of the Recent High-Growth Episode in Sub-Saharan Africa», International Monetary Fund, Working Paper, No. 53, 2008.
4. Mlachila, M. et al. (2014), «A Quality of Growth Index for Developing Countries: A Proposal», IMF Working Paper No. 14/172.
5. <http://hdr.undp.org/en/data>
6. <https://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>
7. <http://unctadstat.unctad.org/EN/>

Osvrt 2. Od čega zavisi nivo i dinamika zarada u Srbiji?

Nemanja Vuksanović¹, Miloško Arsić²

1. Uvodna razmatranja

U poslednjih nekoliko godina uočeno je rastuće interesovanje različitih ekonomskih aktera u pogledu potrebe za monitoringom kretanja zarada i, u skladu s tim, primene održive politike zarada koja bi sprečila stagnaciju ili pregrejavanje privrede i obezbedila pravičnu raspodelu dohodaka od rada. Međunarodna organizacija rada je u svom poslednjem izdanju *Globalnog izveštaja o zaradama* (ILO, 2017) izdvojila nekoliko razloga koji objašnjavaju ovu činjenicu. Prvo, zarada predstavlja najvažniji izvor dohotka velikog broja domaćinstava i posledično ima značajan uticaj na životni standard ljudi. Tako, na primer, u razvijenim zemljama dohodak od zaposlenosti obično čini 70-80 % ukupnog dohotka za domaćinstvo sa najmanje jednim članom radnog uzrasta. U zemljama u razvoju taj udeo je nešto manji, tako da doprinos dohotka od zaposlenosti ukupnom dohotku iznosi 50-60%, pri čemu je doprinos dohotka od samozaposlenosti, uključujući i dohodak od poljoprivrede, u ovim zemljama veći nego u razvijenim zemljama (ILO, 2015). Drugo, zarade, uz devizni kurs i kamatne stope, predstavljaju najvažniju cenu u jednoj privredi koja utiče na rast privrede u srednjem i dugom roku. Zarade u srednjem roku ključno utiču na balansiranje odnosa između ponude i tražnje, pa posledično utiču na makroekonomsku stabilnost, odnosno na spoljni deficit i inflaciju. U dugom roku zarade radnika, koje predstavljaju trošak preduzeća, snažno deluju na međunarodnu konkurentnost privrede, a time i na njen rast. U savremenom svetu većina tržišta je globalizovana, pa su cene inputa koji se koriste u proizvodnji manje ili više ujednačene. Međutim, tržišta rada, uz izuzetak Evropske unije, su i dalje duboko podeljena državnim granicama³, usled čega se zarade po zemljama značajno razlikuju. S tim u vezi, međunarodna konkurentnost određene privrede ključno zavisi od zarada. U političkom pogledu, učešće zarada u bruto domaćem proizvodu, kao i nejednakost zarada predstavljaju važne teme, od kojih zavisi privredni rast, ali i socijalna stabilnost društva. Prevelika nejednakost dohodaka od rada i kapitala, kao nejednakost u samim zaradama, narušava socijalnu koheziju, doprinese uvećanju političke polarizacije i zaoštava konflikte u društvu, što ugrožava rast privrede.

Tokom velikog dela postkriznog perioda rast zarada na globalnom nivou mogao se objasniti prevashodno relativno značajnom rastu zarada u azijskim zemljama u razvoju (posebno u Kini, gde su zarade u poslednjoj deceniji prosečno godišnje rasle po stopi od oko 10,5%). Posmatrano na regionalnom nivou, u 2016. godini u odnosu na prethodnu godinu, prosečne zarade su realno porasle u Centralnoj i Zapadnoj Aziji (3,4%) i Africi (2%), dok su opale u Latinskoj Americi (1,3%) i Istočnoj Evropi (5,2%). Nakon dugotrajne stagnacije poslednjih godina rastu zarade i u razvijenim zemljama. Tako su, na regionalnom nivou, prosečne zarade realno porasle u Severnoj Americi (2,2%), Severnoj, Južnoj i Zapadnoj Evropi (1,5%) (ILO, 2017). Velike razlike u brzini rasta realnih zarada nakon krize posledica su razlika u brzini oporavaka privrede, različitog nivoa usklađenosti zarada i produktivnosti u predkriznom periodu, kao i razlika u stanju ponude i tražnje na tržištu rada.

Imajući u vidu prethodno rečeno, odnosno važnost zarade kao jednog od glavnih izvora dohotka građana i kao faktora koji utiče na konkurentnost privrede, u ovom *Osvrtu* fokus analize će biti na zaradi i njenim determinantama u Srbiji. Analiza će nam obezbediti uvid u to kako se kretala nominalno i realno prosečna zarada zaposlenih u Srbiji u periodu od 2001. do 2017. godine, kao i kakav je odnos nivoa zarada u Srbiji i u zemljama Centralne i Istočne Evrope u 2017. godini. U *Osvrtu* će se analizirati povezanost kretanja prosečnih zarada i produktivnosti rada, što će nam omogućiti da steknemo sliku o tome kakva je veza između toga koliko prosečan građanin Srbije zarađuje i toga koliko je produktivan. Poslednji deo ovog Osvrta biće posvećen analizi problema koji se javljaju u slučaju značajnijeg i dugotrajnijeg odstupanja zarada od nivoa određenog produktivnošću.

2. Dinamika zarada u Srbiji i poređenje sa drugim zemljama

Različiti društveni akteri, od vodećih političara do predstavnika sindikata, često najavljuju ili zahtevaju značajno povećanja zarada u Srbiji. Najviši predstavnici vlasti, već poslednjih nekoliko godina, najavljuju da će prosečna zarada u Srbiji u narednoj godini dostići nivo od 500 evra. Istovremeno, stalni pritisci sindikalnih udruženja za povećanjem zarade, od 10 ili više procenata godišnje, ne jenjavaju. S tim u vezi, ispitivanje dinamike zarada u Srbiji dobija na značaju.

Ukoliko posmatramo vremenski period od 2001. do 2017. godine, može se uočiti da je prosečna neto zarada (koja se dobija kada se od bruto zarade oduzmu porezi i doprinosi) prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, nominalno konstantno beležila rast. Naime, prosečna neto zarada se kretala u rasponu od 5.840 di-

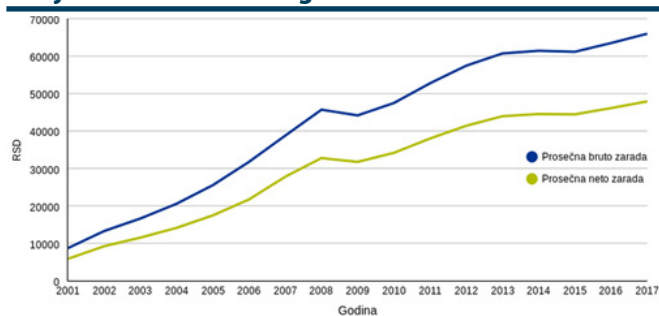
¹ Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu.

² Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu.

³ Napredak u oblasti telekomunikacija i u oblasti informacionih tehnologija uticao je da se u nekim segmentima tržišta rada formira globalno tržište i bez fizičkog seljenja radnika iz jedne u drugu zemlju. Ovo je, ipak, pre izuzetak nego pravilo. Stoga, i dalje stoji ocena da su tržišta rada snažno podeljena državnim granicama.

nara, u 2001. godini, do 47.888 dinara, u 2017. godini. Odnosno, neto zarada koju je ostvario prosečni zaposleni Srbije u 2017. godini veća je u odnosu na 2001. godinu čak 8 puta⁴. Do 2008. godine prosečna neto zarada u Srbiji je porasla usled realnog rasta i relativno visoke inflacije sa oko 6.000 na oko 33.000 dinara. Nakon toga, od 2008. do 2017. godine, vrednost prosečne zarade u neto izrazu porasla je sa oko 33.000 na oko 48.000 dinara.

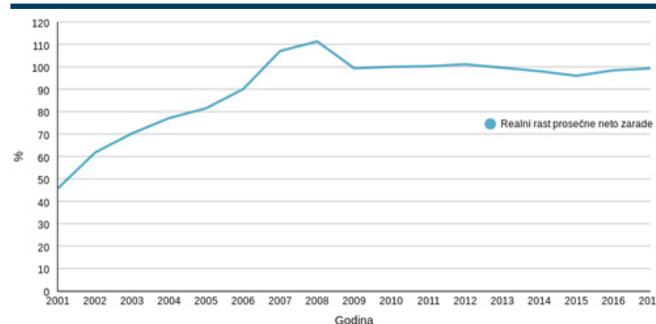
Grafikon 1: Kretanje bruto i neto prosečne zarade u Srbiji od 2001. do 2017. godine



Izvor: Prikaz na osnovu podataka Republičkog zavoda za statistiku Srbije

Međutim, realno kretanje kupovne moći prosečne zarade moguće je analizirati na osnovu realnih zarada (koje se dobijaju tako što se iz nominalnih zarada isključi inflacija). Iako prosečne zarade učestvuju sa nešto preko 50% u ukupnom dohotku prosečnog tročlanog domaćinstva u Srbiji, njihovo kretanje predstavlja približan indikator kretanja ukupnog životnog standarda. Razlog je taj što je kretanje ostalih dohodaka (npr. penzije, socijalne pomoći i dr.) snažno korelisano sa kretanjem prosečnih zarada. Nakon isključenja inflacije dobija se da su realne prosečne neto zarade u poslednjih 17 godina porasle za tek nešto više od 2 puta, što je značajno manje od nominalnog rasta. Na osnovu grafikona 2 jasno se uočavaju dva bitno različita perioda u kretanje realnih prosečnih zarada u Srbiji tokom poslednjih 17 godina. U predkriznom periodu, od 2001. do 2008. godine, prosečne realne zarade u neto izrazu su povećane kumulativno za 143%, odnosno 11,8% prosečno godišnje. U kriznom i poskriznom periodu⁵, od 2009. do 2017. godine, realne prosečne neto zarade stagniraju, budući da su one kumulativno porasle za nešto manje od 1 %, odnosno 0,07% prosečno godišnje.

Grafikon 2: Indeks kretanja realne prosečne neto zarade u Srbiji od 2001. do 2017. godine (bazni indeksi, 2010=100)



Napomena: videti fusnotu 4.

Izvor: Prikaz na osnovu podataka Republičkog zavoda za statistiku Srbije

Dok realne zarade pokazuju približno kretanje životnog standarda građana, zarade iskazane u evrima pokazuju kako kretanje tog standarda građana tako i međunarodne konkurentnosti privrede Srbije. U periodu od 2001. do 2017. godine, prosečna neto zarada u evrima je povećana skoro 4 puta, što je duplo više od realnog rasta. Zarade u evrima odražavaju ne samo kretanje realnih zarada već i kretanje realnog kursa dinara. U periodima kada dinar realno jača zarade u evrima rastu brže od realnih zarada, dok u periodima kada dinar realno slabi zarade u evrima rastu sporije od rasta realnih zarada. Na brži rast zarada u evrima od rasta realnih zarada naročito je uticalo snažno realno jačanje dinara tokom perioda od 2001. do 2002. godine, kao i u periodu od 2005. do 2008. godine. Kretanje prosečne neto zarade u evrima pokazuje sličan obrazac kao i kretanje realnih prosečnih neto zarada, s tom razlikom da su promene zarada u evrima intenzivnije (jer na njih utiču i promene realnog kursa dinara). U predkriznom periodu, od 2001. do 2008. godine, zarade u evrima su porasle za čak 3,8 puta što je znatno više od realnog rasta u istom periodu (nešto više od 2 puta). U kriznom i postkriznom periodu, od 2009. do 2017. godine, prosečne neto zarade u evrima su povećane za oko 20%, dok su u istom periodu realne zarade stagnirale. Ove razlike su uočljive i u najnovijem periodu. Tako su, na primer, u prošloj godini realne zarade povećane za 0,9%, dok su zarade u evrima porasle za 8,3%.

Kakva je pozicija prosečnog stanovnika Srbije u odnosu na prosečnog stanovnika koji živi u nekoj od zemalja Centralne i Istočne Evrope prema ostvarenoj zaradi? Među zemljama ovog regiona u 2017. godini najveća prosečna neto zarada zabeležena je u Nemačkoj, gde je iznosila 2.270 evra, dok je najmanja prosečna neto zarada zabeležena u Albaniji. Ako izostavimo Nemačku, najboljih 5 pozicioniranih zemalja ovog regiona prema ostvarenoj prosečnoj neto zaradi jesu Slovenija (1.074 evra), Estonija (945 evra), Češka (837 evra), Hrvatska

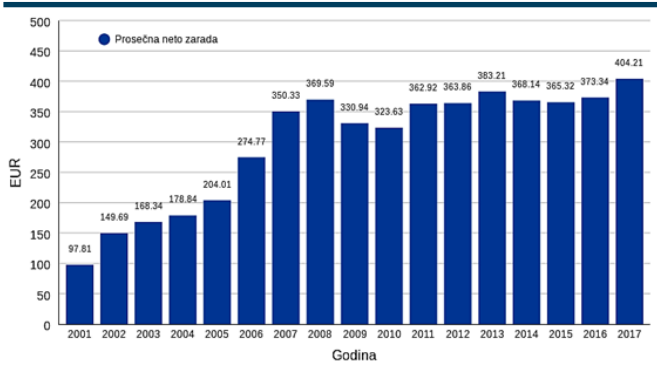
4 Pri poređenju zarada pre 2009. sa zaradama posle 2009. godine treba imati u vidu da su od početka 2009. godine u obračun zarada uključeni i zaposleni kod preduzetnika, što je uticalo na smanjenje prosečnih zarada za 8-9%.

5 Pri analizi kretanja realnih prosečne neto zarade po periodima „preskočena“ je promena u 2009. u odnosu na 2008. godinu, jer je ona najvećim delom posledica promene metodologije obračuna zarada.

Osvrt 2. Od čega zavisi nivo i dinamika zarada u Srbiji?

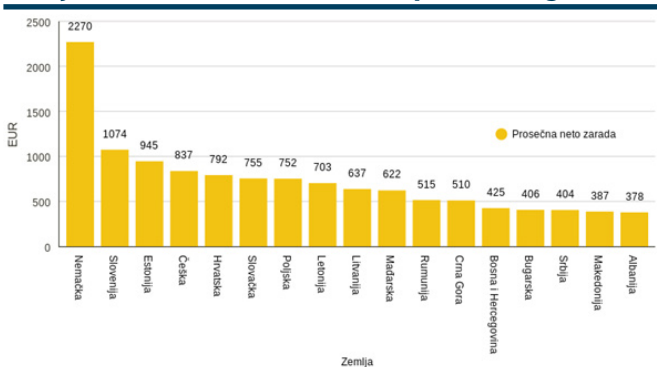
(792 evra) i Slovačka (755 evra). U sredini ove liste pozicionirale su se Poljska (752 evra), Letonija (703 evra), Litvanija (637 evra), Mađarska (622 evra) i Rumunija (515 evra). Ako izuzmemo Albaniju, najlošijih 5 pozicioniranih zemalja posmatranog regiona prema vrednosti prosečne neto zarade jesu Crna Gora (510 evra), Bosna i Hercegovina (425 evra), Bugarska (406 evra), Srbija (404 evra) i Makedonija (387 evra). Dakle, Srbija se u pogledu ovog pokazatelja među zemljama regiona Centralne i Istočne Evrope u 2017. godini našla na samom začelju. Jedine zemlje u kojoj je prosečni stanovnik na kraju prošle godine ostvario nižu zaradu u odnosu na onu ostvarenu u Srbiji bile su Makedonija i Albanija. Primetno je da stanovnik Srbije prema zaradi koju ostvaruje u proseku značajno zaostaje za stanovnicima zemalja ovog regiona.

Grafikon 3: Kretanje prosečne neto zarade u evrima u Srbiji od 2001. do 2017. godine



Izvor: Prikaz na osnovu podataka Republičkog zavoda za statistiku Srbije i Narodne banke Srbije

Grafikon 4: Prosečna neto zarada u evrima u zemljama Centralne i Istočne Evrope u 2017. godini

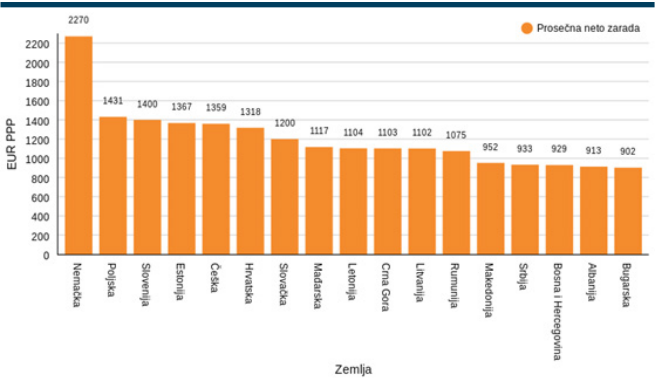


Izvor: Prikaz na osnovu podataka Eurostata i nacionalnih statističkih zavoda

Pri poređenju zarade u različitim zemljama, potrebno je imati u vidu da se prosečni nivo cena u različitim zemljama razlikuje. Naime, postoji određena pravilnost prema kojoj su prosečne cene u razvijenim zemljama više nego u manje razvijenim zemljama – ove razlike su posledica pre svega viših cena nerazmenljivih dobara (poput komunalnih usluga, zdravstvenih usluga, obrazovnih usluga itd.). Stoga je potrebno da se plate u evri-

ma u svim zemljama iskažu u evrima jednake kupovne snage, što je isto kao da je pretpostavljeno da su cene u svim zemljama jednake. Na grafikonu 5 prikazane su plate u evrima jednake kupovne snage, uz pretpostavku da su cene u svim zemljama jednake cenama koje važe u Nemačkoj.

Grafikon 5. Prosečna neto zarada u evrima jednake kupovne snage u zemljama Centralne i Istočne Evrope u 2017. godini



Izvor: Prikaz na osnovu podataka Eurostata i nacionalnih statističkih zavoda

Kao što je i očekivano, korišćenjem evra jednaka kupovne snage, smanjene su razlike u visini prosečne neto zarade između zemalja Centralne i Istočne Evrope. Međutim, te razlike su i dalje relativno visoke i one odražavaju razlike u nivou razvijenosti ovih zemalja, odnosno razlike u nivou produktivnosti. Tako je, na primer, i pored toga što je ova razlika prepolovljena, kupovna moć prosečne neto zarade u Srbiji 2,4 puta manja nego u Nemačkoj ili 1,5 puta manja nego u Sloveniji.

3. Zašto su zarade u Srbiji niske?

Odakle potiču tako velike razlike među zemljama prema zaradi koju građani u proseku ostvare? Zbog čega je u 2017. godini prosečni Nemač ima 2,4, a prosečni Slovenac 1,5 puta veću kupovnu moć u odnosu na prosečnog Srbina? Šta je to što determiniše prosečan nivo zarada u nekoj zemlji? Odgovor na ova pitanja glasi: prosečan nivo produktivnosti predstavlja osnovnu determinantu prosečne zarade neke zemlje, odnosno razlike koje postoje među zemljama u pogledu nivoa produktivnosti odražavaju se u vidu razlika u pogledu nivoa ostvarene prosečne zarade. Treba istaći da je za nivo zarada određene zemlje ključan faktor nivo produktivnosti u sektoru razmenjivih dobara i usluga (poput industrije, poljoprivrede, turizma i dr.). Odnosno, rast produktivnosti⁷

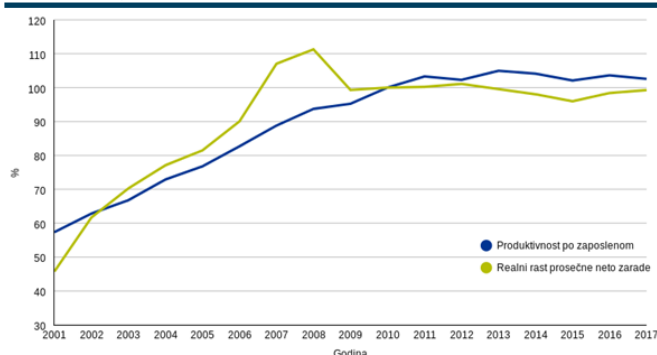
6 Podsećamo da su nominalne prosečne zarade u Nemačkoj veće 5,6 puta, a u Sloveniji 2,7 puta.

7 Rast produktivnosti ključno zavisi od rasta vrednosti fizičkog i ljudskog kapitala po radniku. Količina fizičkog kapitala po radniku određena je stopom investicija, dok količina ljudskog kapitala po radniku zavisi od poboljšanja obuhvatnosti i kvaliteta obrazovanja, uvođenja podsticaja za učenje kroz rad i sl.

u sektoru razmenjivih dobara jeste taj koji će doprineti rastu prosečne zarade stanovnika neke zemlje. Prosečne zarade u sektoru nerazmenjivih dobara i usluga (kao što su trgovina, zdravstvo, obrazovanje, bezbednost, javna uprava i dr.) prate kretanje prosečnih zarada u sektoru razmenjivih dobara. Ono što je karakteristično za Srbiju jeste upravo zaostajanje za drugim zemljama u pogledu nivoa produktivnosti u sektoru razmenjivih dobara sektoru.

Na grafikonu 6 prikazano je kretanje prosečnih realnih neto zarada i produktivnosti rada⁸ u periodu od 2001. do 2017. godine. Posmatrajući ceo navedeni period uočava se da su prosečne zarade u neto izrazu imale sličan rast u odnosu na rast produktivnosti. Produktivnost je, poput realnih zarade, snažno rasla pre krize, da bi nakon počeka krize njen rast bio znatno sporiji. Međutim, uočavaju se i određene razlike – realne zarade su u odnosu na produktivnost do 2008. godine rasle brže, da bi nakon toga realne zarade rasle nešto sporije. Sporiji rast realnih zarada od rasta produktivnosti, nakon 2008. godine, može se okarakterisati kao vraćanje realnih zarada prema održivom nivou, određenom kretanjem produktivnosti.

Grafikon 6: Indeks kretanja realne prosečne neto zarade i produktivnosti po zaposlenom u Srbiji od 2001. do 2017. godine (bazni indeksi, 2010=100)



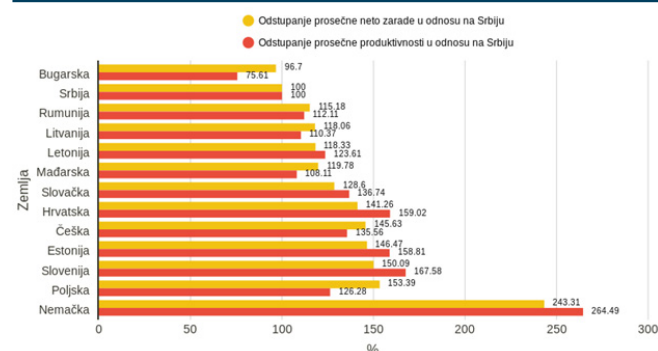
Izvor: Prikaz na osnovu podataka Republičkog zavoda za statistiku Srbije

Komparacija produktivnosti rada među zemljama Centralne i Istočne Evrope pruža validan dokaz o vezi koja postoji između nivoa prosečne produktivnosti i nivoa prosečne zarade. Stavljajući u odnos produktivnosti po zaposlenom/zarade u određenoj zemlji sa produktivnošću po zaposlenom/zaradom u Srbiji dobijene su odgovarajuće vrednosti količnika. Ukoliko dobijen količnik u nekoj zemlji ima vrednost veću od 100 onda to znači da je prosečna produktivnost/prosečna neto zarada u nekoj

⁸ Produktivnost po zaposlenom je dobijena kao odnos bruto domaćeg proizvoda po stalnim cenama i registrovane zaposlenosti. Metodološki je ispravnije korišćenje ukupne zaposlenosti prema *Anketi o radnoj snazi*, ali ocenjujemo da su podaci o ukupnoj zaposlenosti krajnje nepouzdati i da rezultati dobijeni na osnovu njih ne bi bili relevantni, o čemu smo pisali u više prethodnih brojeva *Kvartalnog monitora ekonomskih politika i trendova u Srbiji*.

zemlji veća nego u Srbiji. Na osnovu ovako izračunatih vrednosti, potvrđuje se značaj nivoa produktivnosti za nivo prosečne zarade. Naime, u 2017. godini u svim posmatranim zemljama u kojima je prosečna neto zarada izražena u evrima jednake kupovne snage bila veća od one u Srbiji, važi da je produktivnost po zaposlenom bila veća nego ona koja je zabeležena u Srbiji. Tako je, na primer, prosečni radnik u Nemačkoj primio u proseku neto zaradu, iskazanu u evrima jednake kupovne moći, koja je 2,4 puta veća od one koju je primio prosečni radnik u Srbiji, ali je prosečni Nemač bio 2,7 puta produktivniji nego prosečni Srbin. Dalje, prosečni Slovenac zaradio je 1,5 puta više u neto izrazu nego prosečni Srbin, ali je bio i 1,7 puta produktivniji. Ono što je primetno jeste da je u gotovo svim zemljama posmatranog regiona, odstupanje u odnosu na prosečnu neto zaradu u Srbiji vrlo slično odstupanju u odnosu na prosečnu produktivnost u Srbiji.

Grafikon 7: Odstupanje prosečne neto zarade u evrima iste kupovne moći i prosečne produktivnosti po zaposlenom u zemljama Centralne i Istočne Evrope u odnosu na Srbiju u 2017. godini



Napomena: Podaci o produktivnosti po zaposlenom odnose se na 2016. godinu.
Izvor: Prikaz na osnovu podataka Eurostata i nacionalnih statističkih zavoda

4. Posledice odstupanja nivoa zarada od nivoa određenog produktivnošću

Realne zarade su pozitivno i snažno korelisane sa produktivnošću, tako da kretanje nivoa prosečne produktivnosti u nekoj zemlji određuje trend oko koga fluktuiraju prosečne realne zarade. Međutim, šta se događa u slučaju postojanja većeg i dugotrajnijeg odstupanja zarada od nivoa produktivnosti?

U malim otvorenim privredama, ukoliko prosečne zarade rastu brže nego što raste prosečna produktivnost, obično je prva posledica povećanje spolnotrgovinskog deficita, a potom i rast spoljnog duga. Povećanje spoljnog deficita posledica je uticaja prekomernog rasta zarada na rast agregatne tražnje, koja potom dovodi do rasta uvoza, slabljenja međunarodne konkurentnosti privrede, usled čega izvoz sporije raste. S obzirom da

zarade čine veliki deo bruto domaćeg proizvoda, njihov brži rast od rasta produktivnosti smanjuje sredstva koja su raspoloživa za investicije, što rezultira time da investicije stagniraju ili čak opadaju. Nizak nivo investicija, dovodi do sporog rasta kapitala po radniku, zbog čega produktivnost sporo raste, što povratno utiče na spor rast realnih zarada, a time i ukupnog životnog standarda građana u budućnosti. Generalno, brži rast zarada u sadašnjosti od rasta produktivnosti potkopava rast realnih zarada u budućnosti.

Ako prosečne zarade rastu sporije u odnosu na rast produktivnosti, onda će u takvoj zemlji postojati deflacioni pritisci, jer će nivo agregatne tražnje u takvim okolnostima biti nizak, što će usporiti rast privrede i povećati nezaposlenost. Dodatno, u tom slučaju, biće izraženi problemi ekonomske nejednakosti među stanovništvom, pa tada mogu eskalirati socijalni konflikti, koji povratno negativno utiču na rast privrede.

Dakle, značajno i dugotrajno odstupanje kretanja prosečne realne zarade od kretanja produktivnosti rada u nekoj zemlji, nezavisno od smera ovog odstupanja, ima negativne posledice na makroekonomsku stabilnost, rast privrede i ukupno na društvenu stabilnost.

U slučaju Srbije realne zarade su rasle znatno brže od produktivnosti do 2008. godine, što je doprinelo povećanju spoljnog deficita, rastu spoljnog duga, kao i održavanju inflacije na relativno visokom nivou. Zahvaljujući relativno velikim prihodima od privatizacije i obilnoj ponudi jeftinog kapitala na svetskom tržištu, investicije su bile visoke, ali su se finansirale uglavnom stranim sredstvima. Nakon početka svetske krize, kroz visoku inflaciju i deprecijaciju dinara, zarade su svedene u realne okvire određene nivoom produktivnosti. Vraćanje realnog nivoa zarada i zarada iskazanih u evrima u održive okvire, nakon početka krize, doprinelo je smanjenju spoljnog deficita, ali i stabilizaciji inflacije na niskom nivou. Visok rast zarada iskazanih u evrima u 2017. godini, koji je posledica preterane aprecijacije dinara, predstavlja jedan od faktora koji je doprineo ponovnom rastu spoljnog deficita, nakon višegodišnjeg smanjenja (videti poglavlje *Platni bilans i spoljna trgovina*). Na osnovu poređenja zarada u Srbiji sa zaradama u okruženju, u evrima jednake kupovne snage, kao i na osnovu kretanja spolnotrgovinskog bilansa, inflacije i drugih pokazatelja, može se oceniti da su zarade u Srbiji u periodu od 2016. do 2017. godine bile blizu nivoa koji odgovara nivou produktivnosti. Stoga bi u budućnosti rast zarada trebao da prati rast produktivnosti.

Naravno, nivo produktivnosti nije jedina determinanta zarada. Zarada koju ostvaruje prosečni stanovnik neke zemlje zavisi i od čitavog niza drugih ekonomskih i političkih faktora (od odnosa snaga ponude i tražnje na

tržištu rada do državne politike zarada). Politika zarada koju sprovodi država treba pre svega da bude u funkciji dugoročno održivog rasta privrede, jer samo takav rast predstavlja izvor za kontinuirano održivo povećanje zarada. Ovo, pak, znači da zarade u osnovi treba da prate produktivnost. Kada zarade rastu sporije od produktivnosti država treba da podrži sindikate i ubrza njihov rast, a kada zarade rastu brže od produktivnosti država taj rast treba da prikoči.

5. Zaključak

Prosečna neto zarada u Srbiji u periodu od 2001. do 2017. godine nominalno je porasla za čak 8 puta. Neto zarada koju je ostvario prosečni stanovnik Srbije u ovom vremenskom periodu rasla je prosečno godišnje po stopi od 13%. U kretanju vrednosti ovog pokazatelja u Srbiji razlikuju se dva perioda: (1) period do 2008. godine, kada je prosečna neto zarada brzo rasla usled realnog rasta i relativno visoke inflacije sa oko 6.000 na oko 33.000 dinara; (2) period od 2008 do 2017. godine, kada je prosečna neto zarada sporo rasla sa oko 33.000 na oko 48.000 dinara.

Kada se u analizu uključi i kretanje inflacije, uočava se da su realne prosečne neto zarade u poslednjih 17 godina porasle za tek nešto više od 2 puta, što je značajno manje od nominalnog rasta. Poput kretanja nominalne vrednosti neto zarade, i u kretanju realne neto zarade u Srbiji razlikujemo dva perioda: (1) period od 2001. do 2008. godine, u kojem su realne zarade rasle 11,8% prosečno godišnje; (2) period od 2009 do 2017. godine, u kojem realne zarade stagniraju, usled rasta od samo 0,07% prosečno godišnje.

Izraženo u evrima, zarada koju je u neto izrazu ostvario stanovnik Srbije u proseku je u 2017. godini iznosila tek nešto malo više od 400 evra. U periodu od 2001. do 2017. godine, prosečna neto zarada u evrima je povećana skoro 4 puta, što je duplo više od realnog rasta. Na brži rast zarada u evrima od rasta realnih zarada uticalo je pre svega realno jačanje dinara. Dinamika zarada bila je takva da je u 2001. godini prosečna neto zarada iznosila oko 100 evra i nominalno je rasla sve do 2008. godine, kada je dostigla iznos od oko 370 evra. Sledi period u kojem značajnih oscilacija u pogledu prosečne neto zarade, iskazane u evrima, nije bilo, budući da se ona u periodu od 2011. do 2017. godine kretala u rasponu od oko 360 do 400 evra.

Komparativna analiza ukazuje na to da se Srbija prema vrednosti prosečne neto zarade među zemlja regiona Centralne i Istočne Evrope u 2017. godini pozicionirala na samom začelju. Jedine zemlje u kojoj je prosečni stanovnik na kraju prošle godine ostvario nižu zaradu u odnosu na onu ostvarenu u Srbiji bile su Makedonija i

Albanija. Koliko Srbija u pogledu prosečne neto zarade zaostaje za zemljama regiona Centralne i Istočne Evrope najbolje govori podatak da je u 2017. godini prosečni Nemač zaradio 5,5, a prosečni Slovenac 2,6 puta više u odnosu na prosečnog Srbina. Kada se u analizu uključi i činjenica da se prosečni nivo cena u različitim zemljama razlikuje, odnosno prosečne neto zarade iskažu u evrima iste kupovne moći, ove razlike među zemljama Centralne i Istočne Evrope se smanjuju. Ipak, i pored ovog smanjenja razlika, one i dalje ostaju relativno visoke.

Na kraju, pokazano je da prosečan nivo produktivnosti predstavlja osnovnu determinantu prosečne zarade neke zemlje. Posmatrajući period od 2001. do 2017. godine, uočava se da su prosečne zarade u neto izrazu u Srbiji imale sličan rast u odnosu na rast produktivnosti. Produktivnost, poput realnih zarada, je snažno rasla pre krize, da bi nakon počeka krize njen rast bio znatno sporiji. Međutim, uočljive su i određene razlike. Tako su realne zarade u odnosu na produktivnost do 2008. godine rasle brže, da bi nakon toga realne zarade rasle nešto sporije. Takođe, pokazano je da se razlike u pogledu nivoa ostvarene prosečne zarade među zemljama Centralne i Istočne Evrope mogu objasniti razlikama u pogledu nivoa ostvarene prosečne produktivnosti. Drugim rečima, zaključuje se da je relativno niska zarada prosečnog stanovnika Srbije odraz njegove relativno niske produktivnosti.

Literatura

1. International Labour Organisation (2015). Global Wage Report 2014/15. ILO Publishing, Geneva.
2. International Labour Organisation (2017). Global Wage Report 2016/17. ILO Publishing, Geneva.

Baze podataka

1. Eurostat
2. <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
3. Narodna banka Srbije
4. <https://www.nbs.rs/internet/latinica/80/index.html>
5. Republički zavod za statistiku Srbije.
6. <http://www.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=2>
7. Svetska banka
8. <https://data.worldbank.org/>