



UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

FREN

kvartalni monitor

ekonomskih trendova i politika u Srbiji

jul - septembar 2018

54



kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 54 • jul–septembar 2018

Beograd, decembar 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

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	20
4. Platni bilans i spoljna trgovina	26
5. Cene i devizni kurs	34
6. Fiskalni tokovi i politika	40
7. Monetarni tokovi i politika	46

OSVRTI

Osvrt 1. Dometi i ograničenja rangiranja Srbije prema različitim indeksima poslovnog okruženja	53
---	----

Svetozar Tanasković

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



U 2018. godini privreda Srbije je ostvarila solidne rezultate, mada su prisutni i određene slabosti. Pozitivni rezultati obuhvataju ubrzanje rasta BDP, rast zaposlenosti i zarada, nisku i stabilnu inflaciju, niske kamatne stope, pozitivan fiskalni bilans, pad javnog duga, smanjenje procenta loših kredita i dr. Osim pozitivnih prisutni su i negativni trendovi kao što su rast spoljnotrgovinskog deficita, rast jediničnih troškova rada, spor rast investicija. Rezultati koje ostvaruje mala otvorena privreda kao što je srpska, pod velikim su uticajem međunarodnih privrednih kretanja, a ona su u ovoj godini bila povoljna. Privredna aktivnost i tražnja u zemljama glavnim ekonomskim partnerima Srbije snažno rastu, kamatne stope su izrazito niske, dok je ponuda jeftinog kapitala visoka. Umereno pogoršanje cenovnih pariteta, usled rasta cena energenata, predstavlja jednu od retkih promena u svetskoj privredi koje su negativno uticale na privredu Srbije u tekućoj godini.

Rast privrede Srbije u 2018. godini od 4,3% je na nivou proseka zemalja CIE, ali je on značajnim delom posledica delovanja jednokratnih faktora. Da nije bilo delovanja jednokratnih faktora rast privrede Srbije bi i u ovoj godini iznosio 3,3-3,4% što je znatno sporije od proseka zemalja CIE. Privreda usporava rast u drugoj polovini tekuće godine, usled čega u narednu godinu ulazi sa skromnim rastom.

Stanje na tržištu rada u 2018. godini je poboljšano, realne zarade su povećane za oko 4%, dok su zarade u evrima povećane za oko 8%. Registrovana zaposlenost povećana za 3,3%, dok je nezaposlenost smanjena za čak 13,2%. Mada na prvi pogled izgleda kao da se sve performanse na tržištu rada poboljšavaju, pažljivija analiza otkriva i neke rezultate koji potkopavaju konkurentnost privrede Srbije u budućnosti. Produktivnost rada u nepoljoprivrednom sektoru stagnira, a jedinični troškovi rada snažno rastu (pogotovu u evrima), što nepovoljno utiče na međunarodnu konkurentnost i kretanje platnog bilansa u budućnosti. Osim toga snažno smanjenje nezaposlenosti posledica je ne samo rasta mogućnosti zapošljavanja u Srbije nego i masovnog odlaska radnika u inostranstvo, što ima za posledicu da se domaća preduzeća i ustanove suočavaju sa nedostatkom radnika određenih kvalifikacija.

U tekućoj godini nastavljen je rast deficita trgovinskog i tekućeg platnog bilansa. Deficit tekućeg platnog bilansa u ovoj godine će iznositi 6%, dok će trgovinski deficit iznositi oko 9,5% BDP. Pogoršanje trgovinskog i tekućeg platnog bilansa u prošloj i ovoj godini dominantno je posledica bržeg rasta domaće tražnje od rasta BDP, rasta jediničnih troškova rada, kao i jačanje dinara. Kumulativno pogoršanje odnosa razmene u prošloj godini i prvih devet meseci ove godine (uglavnom rast cena energenata) iznosi 2,5%, pa se njime može objasniti manji deo pogoršanja trgovinskog bilansa. Rast cena energenata uticao je na pogoršanje tekućeg bilansa u ovoj godini i u drugim zemljama Centralne i Istočne Evrope članicama EU, ali i nakon toga ove zemlje u proseku ostvaruju suficit tekućeg platnog bilansa. Rast privrede izaziva povećanje deficita trgovinskog i tekućeg platnog bilansa samo ako je dominantno generisan domaćom tražnjom, a to je upravo slučaj sa Srbijom. Domaća tražnja u Srbiji je u 2017 godini bila za 9% veća od BDP dok je u zemljama CIE u proseku bila za 3% manja od BDP, a samo je u Rumuniji i Letoniji bila za 1-2% veća od BDP. Domaća tražnja i u ovoj godini raste brže od BDP, a to će se prema usvojenoj ekonomskoj politici nastaviti i u narednoj godini. Visok nivo domaće tražnje u odnosu na BDP otkriva fundamentalne neravnoteže u privredi Srbije, kao što su nizak nivo domaće štednje u odnosu na investicije i visok nivo tekuće potrošnje u odnosu na produktivnost i dohotke.

Međunarodne okolnosti za rast privrede Srbije u narednoj godini, uprkos turbulentnim političkim događanjima, za sada izgledaju povoljno. U 2019 godini očekujemo rast BDP Srbije od 3,5-4%, što je nešto sporije nego u ovoj godini, prvenstveno zbog toga što se u narednoj godini ne može računati na veliki pozitivan uticaj jednokratnih faktora, kao što je to rast poljoprivrede u ovoj godini. Ipak trend rasta BDP u narednoj godine će biti nešto brži nego ove godine, prvenstveno zbog rasta investicija. Ostvarenje rasta od 3,5-4% podrazumeva da se ostvari prosečna poljoprivredna sezona, kao i da ekonomska politika bude podsticajna za rast, uz postepeno rešavanje strukturnih problema i unapređenja institucija.

Očekivani rast privrede u narednoj godini omogućioće nastavak rasta realnih zarada po stopi od oko 4%, dok bi prosečne zarade u evrima mogle da dostignu nivo između 440-450 evra. Brži rast realnih zarada i zarade u evrima od rasta privredne aktivnosti posledica je rasta zarada u javnom sektoru od 9%, kao i procene da će kurs dinara sporije deprecirati od inflacije. U narednoj godini očekujemo rast zaposlenosti za 2-3%, dok će nezaposlenost opadati brže zbog masovnog odlaska građana Srbije na rad u inostranstvo. Zbog očekivanog visokog rasta domaće tražnje procenjujemo da će deficit tekućeg platnog bilansa u narednoj godini biti približno na nivou ovogodišnjeg, odnosno da će iznositi između 5,5% i 6% BDP. Mada se u drugoj polovini naredne godine na svetskim tržištima očekuje postepen rast kamatnih stopa, ocenjuje se da će on biti relativno skroman i da neće znatnije uticati na kamatne stope u Srbiji. U narednoj godini očekujemo da će se inflacija kretati ispod sredine ciljnog koridora, odnosno da će biti manje od 3%.

Tokom prethodne decenije privreda Srbije je imala znatno sporiji rast u odnosu na prosek zemalja CIE. Neposredni razlog sporijeg rasta privrede Srbije su niske investicije koje od početka svetske ekonomske krize nisu prelazile 20% BDP, dok su u zemljama CIE bile iznad 22% BDP. Razlozi za niske investicije i sporiji rast privrede Srbije nalaze se u slabim institucijama, skromnom napretku u strukturnim reformama i ekonomskoj politici koja nedovoljno podstiče rast privrede.

Presudan faktor za dugoročni rast privrede su dobre institucije koje podstiču ljude na produktivne aktivnosti kao što su rad, štednja, obrazovanje, inovativnost, investicije i dr. Takve institucije efikasno štite vlasnička prava i ugovore, isključuju mogućnost eksproprijacije profita i imovine, obezbeđuju ravnopravnost učesnika na tržištu, a korupciju i privilegovano bogaćenje svode na minimum. Srbija već nekoliko godine u izgradnji institucija nije ostvarila napredak, a u nekim segmentima uočava se pogoršanje stanja, pa stoga nije sigurno da li se poboljšanje može očekivati u narednim godinama.

Napredak u restrukturiranju javnih preduzeća tokom prethodnih nekoliko godina bio je vrlo skroman. Neki od pokazatelja neefikasnosti javnih preduzeća su: višegodišnje kašnjenje i visoki troškovi izgradnje puteva, ekstremno loše usluge železnice, povremeni problemi u proizvodnji električne energije, niske investicije u komunalnu infrastrukturu i dr. Iako je restrukturiranje javnih preduzeća u fokusu novog sporazuma sa MMF, još uvek nije izvesno da li postoji politička spremnost da se ono sprovede. Nije sigurno da li postoji spremnost da se napusti politika korišćenja javnih preduzeća kao partijskog plena i da li postoji spremnost da se ova preduzeća oslobode socijalnih i fiskalnih funkcija.

Tokom prethodne 3-4 godine ostvarena su značajna poboljšanja u ekonomskoj politici, koja su dovele do učvršćenja makroekonomske stabilnosti. Učvršćenje makroekonomske stabilnosti predstavlja ključni doprinos ekonomske politike privrednom rastu, ali je za dugoročno održiv rast potrebno više od toga. Da bi ekonomska politika podsticajno uticala na rast privrede potrebno je da država vodi odgovornu politiku dohodaka, kojom bi se ostavio dovoljan prostor za rast domaće štednje, a time i investicija. Ovo prvenstveno znači da plate u javnom sektoru, penzije, kao i minimalne plate u zemlji treba da se kreću u skladu sa ekonomskim mogućnostima zemlje, što znači da ne istiskuju štednju i investicije i ne potkopavaju dugoročni privredni napredak. Umesto toga plate u javnom sektoru u ovoj i u narednoj godini rastu po stopi od 9% što je znatno brže od rasta BDP, ali i plata u privatnom sektoru.

Povećanjem obima i efikasnosti javnih investicija država bi najdirektnije podstakla privredni rast, ali postoji važna razlika između različitih segmenata javnih investicija. Investicije u saobraćajnu, vodoprivrednu, komunalnu i dr. infrastrukturu utiču na rast privrede jer povećavaju domaću tražnju u periodu realizacije, a nakon završetka povoljno utiču na povećanje privatnih investicija, odnosno na ponudu. Na drugoj strani investicije u kupovinu oružja, koje su možda sa bezbednosnog stanovišta opravdane, neće značajnije uticati na rast privrede preko rasta tražnje, jer se uglavnom kupuje oružje uvoznog porekla, a kupovina oružja nema pozitivan uticaj na dugoročan rast privrede.

Osim povećanja ulaganja u fizičku infrastrukturu važan podsticaj za rast privrede predstavljao bi povećanje ulaganja u obrazovanje, istraživanja i inovacije. Međutim, rast ulaganja u navedene oblasti je opravdan samo ako se sprovodi uporedo sa strukturnim reformama. To znači da bi finansiranje obrazovnih ustanova jednim delom trebalo da zavisi od kvaliteta obrazovanja, dok bi u slučaju univerziteta finansiranje zavisilo i od kvaliteta naučno-istraživačkog rada. Konačno, fiskalna politika bi bila podsticajna za privatne investicije i rast ukoliko bi se eventualni fiskalni prostor u budućnosti iskoristio za smanjenje fiskalnog opterećenja rada.

U ovom broju Kvartalnog monitora osim redovnih analiza ekonomskih trendova i politika nalazi se i Osvrt Svetozara Tanaskovića u kome se analizira pozicija privrede Srbije na međunarodnim rang listama.

TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomski trendovi u 2018. bili su umereno povoljni, ali su se tokom godine otkrile i slabosti domaće ekonomije koje onemogućavaju uspostavljanje visokog i izbalansiranog privrednog rasta. Rast BDP-a u 2018. iznosiće oko 4,3% i biće na nivou proseka uporedivih zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE). Međutim, na ubrzanje privrednog rasta Srbije u 2018. uticao je i jednokratni oporavak poljoprivrede od suše iz 2017, bez čega bi rast BDP-a bio približno 3,3%, tj. bio bi među nižim u CIE. Inflacija je tokom 2018. niska i stabilna i na godišnjem nivou iznosiće oko 2% što je u načelu zadovoljavajući trend za Srbiju. Na takvo kretanje inflacije uticali su oprezna monetarna i uravnotežena fiskalna politika sa blagim suficitom u budžetu države. Pritisci za snažnijim povećanjem zarada, pre svega u državnom, a manjim delom i u privatnom sektoru, rezultirali su osetno bržim rastom zarada u Srbiji od rasta produktivnosti (tj. rastom jediničnih troškova rada – JTR). Pošto NBS na ove trendove nije reagovala efikasnim merama usmerenim na depresijaciju dinara (dinar je zapravo realno ojačao u odnosu na prethodnu godinu) – tokom 2018. snažno su se povećali JTR u evrima, a samim tim pogoršala se i cenovna konkurentnost domaće privrede. Pad konkurentnosti privrede i relativno visok rast domaće tražnje, za posledicu su imali dosta snažno i rasprostranjeno pogoršanje spoljnotrgovinskog deficita. Deficit u trgovini robom i uslugama sa inostranstvom tokom 2018. pogoršao se za oko milijardu evra, a tekući deficit platnog bilansa ponovo je porastao na oko 6% BDP-a, odnosno vratio se na svoj nivo iz 2014, pre sprovođenja fiskalne konsolidacije.

Opisani makroekonomski trendovi posledica su ekonomskih politika koje su vođene u prethodnim godinama. Uspešno sprovedena fiskalna konsolidacija dovela je do izbalansiranog državnog budžeta i smanjenja javnog duga, tj. obezbedila je makroekonomsku stabilnost čime su stvoreni preduslovi za pokretanje privrednog rasta nakon višegodišnje privredne stagnacije (period 2010–2014. godine). Sadašnji makroekonomski trendovi, dakle, jesu nesporno unapređenje u odnosu na period pre 2015, ali to nije dovoljno – Srbiji je potreban trajno visok privredni rast, koji bi bio znatno iznad proseka zemalja CIE i taj rast trebalo bi da pokreću investicije i neto izvoz da bi bio održiv. Sa takvim privrednim rastom od najmanje 1 p.p. iznad proseka uporedivih zemalja, Srbija bi počela da smanjuje zaostatak za zemljama CIE koje su joj u prethodnoj deceniji dodatno odmakle u ekonomskom razvoju. Takođe, visok privredni rast potreban je i zbog sve izraženijih očekivanja građana da će napokon doći do osetnog povećanja njihovog životnog standarda – posle tri godine fiskalne konsolidacije i decenije u kojoj su realne zarade bile približno nepromenjene. Za visok i održiv privredni rast, međutim, bilo je neophodno sprovođenje brojnih strukturnih reformi u prethodnim godinama, uključujući i reforme javnih preduzeća, snažnije povećanje državnih izdvajanja za izgradnju infrastrukture, poboljšanje privrednog ambijenta, naročito u oblastima u kojima Srbija najlošije stoji (korupcija, vladavina prava, izgradnja institucija) i drugo. Ove mere i reforme mahom su izostale, pa je zbog toga krajnji domet ekonomije Srbija u 2018. makroekonomska stabilnost i umeren privredni rast, suštinski ispod proseka uporedivih zemalja – i sa takvim trendovima se ulazi i u narednu godinu.

Rast BDP-a u 2018. iznosiće oko 4,3%, što je najveći privredni rast još od 2008. i predstavlja povećanje za preko 2 p.p. u odnosu na 2017. godinu (tada je rast BDP-a bio 2%). Detaljnija analiza, međutim, pokazuje da i pored dvostruko bržeg rasta BDP-a u 2018. u odnosu na 2017, zapravo nije bilo većih promena u njegovom trendu (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Naime, u 2017. najveći deo privrede imao je vrlo stabilan rast od oko 3%, a na lošije rezultate ukupnog BDP-a uticala je, pre svega, suša zbog koje je došlo do podbacivanja poljoprivredne proizvodnje za preko 10%. U 2018. je došlo do simetričnog uticaja poljoprivrede na rast BDP-a u drugom smeru. Oporavak poljoprivrede od suše je u 2018. vanredno dodao na trend privrednog rasta 1 p.p. – približno onoliko koliko je suša u 2017. oduzela privrednom rastu. Dakle, ono što se

zapravo desilo u prethodne dve godine je to da je dugoročni trend rasta privrede Srbije koji iznosi 3-3,5% ostao sličan u obe godine, a da je ostvareni rast BDP-a u 2017. i 2018. oscilirao za približno jedan procentni poen oko tog trenda pod uticajem različitih poljoprivrednih sezona. Sve ovo smo u *QM*-u najavili još sredinom prethodne godine kada smo prvi put i prognozirali stopu privrednog rasta u 2018. od oko 4%. Stopa privrednog rasta u 2018. godini od oko 4,3%, dakle, ne predstavlja održivo i znatno ubrzanje trenda privredne aktivnosti u odnosu na 2017. i bila je očekivana.

U narednoj, 2019. godini, prognoziramo rast BDP-a od 3,5-4%. Razlog za smanjenje stope privrednog rasta u 2019. u odnosu na prethodnu godinu je upravo u tome što će se do kraja 2018. iscrpiti jednokratni činioci koji su doveli do privremenog ubrzanja privredne aktivnosti u toj godini. Kada prognozirani privredni rast Srbije uporedimo sa drugim zemljama CIE, vidimo da će privreda Srbije i u 2019, po svemu sudeći, nastaviti da zaostaje za njima, umesto da ih pristiže. Prosečan privredni rast u zemljama CIE u prethodne dve godine iznosio je oko 4,5% i najverovatnije će i u 2019. biti veći od 4%. Osnovni strukturni problem zbog kog je privreda Srbije u čitavoj poslednjoj deceniji, a ne samo u prethodnim godinama, imala znatno niži privredni rast u odnosu na druge zemlje CIE je u nedovoljnim investicijama. Učešće investicija u BDP-u Srbije je nakon izbijanja krize u 2009. palo na ispod 20% BDP-a i u postkriznom periodu bilo je najniže u poređenju sa drugim zemljama CIE (bilo je u proseku 17,5% BDP-a u Srbiji u poređenju sa 22% BDP-a u CIE). Da bi privreda Srbije mogla da ima visok i održi privredni rast i počela da pristiže uporedive zemlje, učešće investicija u BDP-u trebalo bi da iznosi oko 25%, a to učešće će i posle određenog povećanja u 2018. iznositi tek oko 18,5%. Za potrebno povećanje investicija potrebno je: 1) snažno povećanje javnih investicija, pre svega u infrastrukturu 2) sprovođenje reformi javnih preduzeća (pre svega EPS-a) i privatizacije preostalih državnih preduzeća koje bi garantovale povećanje njihovih investicija i 3) sprovođenje mera za poboljšanje najlošije ocenjenih komponenti privrednog ambijenta (smanjenje korupcije, vladavina prava, povećanje efikasnosti državne administracije i drugo), koje bi podstakle rast privatnih investicija.

Pozitivni trendovi na tržištu rada u 2018. ogledaju se u rastu zaposlenosti i realnih zarada (v. odeljak 3. „Tržište rada“). Po Anketi o radnoj snazi (ARS), zaposlenost u 2018. raste za nešto preko 1%, ali se u okviru ovog rasta znatno poboljšava struktura zaposlenosti budući da formalna zaposlenost raste oko 2,5% dok se neformalna zaposlenost smanjuje za oko 4%. Podatke o rastu formalne zaposlenosti iz Ankete načelno potvrđuju i podaci o rastu registrovane zaposlenosti koji su dobijeni iz administrativnog izvora, na osnovu Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO). Ovi podaci pokazuju rast registrovane zaposlenosti u 2018. od nešto preko 3%. Nezaposlenost se tokom 2018. smanjuje i u Q3 je dostigla svoj najniži nivo od 11,3%, od kad se ovi podaci mere ARS-om (mada istorijski podaci u ovom slučaju nisu potpuno uporedivi jer je u 2014. menjana metodologija ARS-a, a i sam ARS je u prethodnim godinama bio veoma nepouzdan).

Prosečna neto zarada u prvih devet meseci 2018. iznosi 49.200 dinara (oko 415 evra) i njen međugodišnji rast bio je relativno visok i u dinarima, a naročito u evrima. Prosečne neto zarade u dinarima porasle su nominalno 6,2% (realno 4,2%), a u evrima oko 10%. Ovoliki rast zarada u evrima, koji je znatno veći od rasta produktivnosti, relativno snažno povećava evro-JTR, tj. pogoršava konkurentsku poziciju privrede Srbije i doprinosi pogoršanju trgovinske razmene Srbije. Za ovakva kretanja dobar deo odgovornosti snosi Vlada koja je netržišnim mehanizmima uticala na povećanje prosečnih zarada u zemlji. Tako je država svojim zaposlenima u 2018. povećala zarade u proseku za 9%, što je znatno iznad nominalnog rasta BDP-a, ali i rasta plata u privatnom sektoru. Takođe, Vlada je u 2018. propisala i relativno snažno (za 10%) povećanje minimalne zarade, što takođe utiče na vanredno ubrzanje rasta prosečne zarade. Gotovo identične mere usvojene su i za 2019, tako da je vrlo verovatno da će i u narednoj godini prosečan rast zarada u zemlji biti veći od rasta produktivnosti. Iako je jasan motiv Vlade da ovakvim merama utiče na poboljšanje životnog standarda građana, smatramo da je posao Vlade da se prvenstveno bavi uzrocima (sprovođenjem strukturnih reforma za povećanje rasta BDP-a), a ne posledicama (povećanjem zarada). Održiv rast zarada koji ne povećava makroekonomske neravnoteže mora

biti u skladu sa rastom produktivnosti – tj. Vlada visok rast zarada može da obezbedi samo stvaranjem uslova za visok rast BDP-a, a nikako preskakanjem tog koraka.

Tekući deficit platnog bilansa pogoršava se u 2018. godini (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Na godišnjem nivou procenjujemo ga na 2,5 mlrd evra (oko 6% BDP-a), što predstavlja njegovo povećanje za oko 500 mln evra u odnosu na prethodnu godinu, ali za čak 1,5 mlrd evra u odnosu na 2016. godinu (tada je tekući deficit bio svega oko milijardu evra). Za sada je tekući deficit pokriven neto prilivima SDI koje će u 2018. iznositi oko 2,5 mlrd evra, ali će se to brzo promeniti ukoliko se u narednim godinama nastave slični trendovi kao u prethodne dve godine. Iza rasta tekućeg deficita stoji pogoršanje u trgovinskoj razmeni zemlje sa inostranstvom. Izvoz robe i usluga u prvih devet meseci 2018. porastao je 9,8%, a uvoz je porastao čak 13,3%. Ovi nepovoljni spoljoekonomski trendovi ne mogu se objasniti egzogenim činiocima, poput rasta cena energenata i suše iz 2017. godine, već iza njih prvenstveno stoje endogeni činioci – brži rast domaće tražnje od rasta BDP-a, rast JTR i jačanje dinara. U 2019. nema naznaka da će doći do suštinskog zaokreta u spoljnotrgovinskim trendovima. Kao što smo pomenuli, Vlada je odlučila da zaposlenima u opštoj državi više poveća zarade od rasta BDP-a, teško da će doći do promene monetarne politike u delu koji utiče na kurs dinara, a jedino usporavanje, ali ne i zaustavljanje, ovih trendova može doći pod uticajem povećanog izvoza poljoprivrednih proizvoda zbog bolje poljoprivredne sezone u 2018. godini.

Puni efekti fiskalne konsolidacije i makroekonomske stabilizacije vide se na kretanju inflacije. Inflacija je od 2015. veoma niska i stabilna i u proseku je iznosila 2% godišnje. Ovi trendovi se nastavljaju i u 2018. godini (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Inflacija je tokom godine (osim u martu i aprilu) bila u granicama ciljnog koridora NBS ($3 \pm 1,5\%$) i ovakva kretanja su u načelu ekonomski zadovoljavajuća. Sličan rast cena od nešto preko 2% godišnje očekujemo i u 2019. godini. Na blago povećanje inflacije u 2019. u odnosu na 2018. uticaće rast domaće tražnje (delimično i zbog snažnog rasta zarada u javnom sektoru i rasta penzija) i iscrpljivanje dezinfatornog uticaja apresijacije dinara s kraja 2017. i početka 2018. godine, ali i pored toga očekujemo da će se inflacija ipak kretati u donjoj polovini ciljanog intervala NBS.

Monetarna politika je tokom 2018. bila oprezna i u načelu dobra (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Referentna kamatna stopa je početkom godine u dva koraka spuštena sa 3,5% na 3% i od aprila se nije menjala. NBS je tokom godine intervenisala na međubankarskom tržištu uglavnom kupovinom evra čime je opravdano sprečavala preterano jačanje dinara. Međutim, smatramo da nije trebalo dozvoliti već pomenuto jačanje dinara s kraja 2017. i u januaru 2018, kada je NBS pustila da se devizni kurs od preko 120 dinara za evro, promeni na oko 118 dinara za evro. NBS je tokom 2018. imala povremene prilike da ovo ispravi i da iskoristi (retko) pojavljivanje depresijacijskih pritisaka za blago i kontrolisano slabljenje dinara – ali se u takvim slučajevima opredeljivala da interveniše prodajom manje količine evra iz deviznih rezervi, čime je održala gotovo fiksiran kurs dinara u odnosu na evro još od februara. U bankarskom sektoru nije bilo većih promena u 2018. u odnosu na 2017. godinu. Najpozitivniji trendovi odnose se na smanjenje učešća loših kredita u ukupno plasiranim na svega 8,2% što je njihovo najniže učešće od izbijanja finansijske krize krajem 2008. godine. Kreditna aktivnosti u segmentu stanovništva nastavlja solidan rast dok je realni rast kredita privredi i dalje relativno spor. Spor rast kredita koje uzima privreda nije dobar pokazatelj investicione aktivnosti domaćih privatnih preduzeća i iz drugog ugla ukazuje da postoje strukturni problemi koji sprečavaju povećanje učešća investicija u BDP-u i održivo ubrzanje privrednog rasta, o čemu je više bilo reči u prethodnom delu ovog Pregleda. Uz ovo, ističemo i podatak da su kamatne stope u 2018. bile na istorijskom minimumu i da se od naredne godine očekuje njihovo postepeno povećanje.

Fiskalnu politiku u 2018. obeležio je približno izbalansiran budžet (procenjujemo da će se ostvariti suficit od oko 0,6% BDP-a) i relativno snažno smanjenje javnog duga koji će se na kraju 2019. spustiti na oko 54% BDP-a (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Nakon uspešno sprovedene fiskalne konsolidacije u periodu 2015–2017, kojom su uravnoteženi javni prihodi i rashodi, prioritet fiskalne politike trebalo bi da bude da se uz zadržavanje postignutih rezultata poboljša struktura budžeta i sprovedu reforme. Srbija ima brojne makroekonomske probleme

1. Pregled

(nedovoljan privredni rast, ponovno otvaranje spoljne neravnoteže i drugo), koje bi fiskalna politika trebalo da prepozna i da na njih odgovori dobrim politikama. Usvojeni budžet za 2019, međutim, samo delimično adresira ove izazove. Planirani nizak fiskalni deficit od 0,5% BDP-a jeste ekonomski dobar i dovešće do daljeg smanjivanja učešća javnog duga u BDP-u na oko 50% na kraju 2019. i to nije sporno. Međutim, u okviru tog budžeta nisu odvojena dovoljna sredstva za izgradnju infrastrukture (putevi, železnice i drugo), a smanjenje fiskalnog opterećenja zarada (sa 63% na 62% na prosečnu zaradu), trebalo je da bude još snažnije. Umesto toga, Vlada se opredelila za snažno povećanje ulaganja u opremu vojske i policije i za veći rast plata u opštoj državi od onog koji bi bilo ekonomski opravdan.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2006–2018

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018		
													Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Privredna aktivnost																			
BDP (u milj. dinara)	2.181,0	2.523,5	2.906,4	3.052,1	3.250,6	3.612,3	3.810,1	4.121,2	4.160,5	4.312,0	4.521,3	4.754,4	...	...	...	...	...	...	...
BDP (u mil. evra)	5,1	6,4	5,7	5,7	5,7	6,7	7,0	7,9	7,9	8,2	8,5	8,9	1,6	1,6	1,8	2,2	2,5	4,8	4,9
Nepoljoprivredna BDV	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Industrijska proizvodnja	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	-6,5	8,2	4,7	3,5	0,7	3,1	6,3	3,5	5,9	2,5	-1,3
Prerađivačka industrija	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	-1,4	5,3	5,3	6,4	7,3	5,1	7,7	4,9	5,0	2,1	1,2
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ¹⁾	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	37.976	41.377	43.932	44.530	44.437	46.087	47.888	45.437	48.670	47.844	49.599	49.089	49.573	48.965
Registrowana zaposlenost (CROSO)	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	1.866	1.865	1.864	1.845	1.990	1.989	2.061	2.024	2.061	2.073	2.087	2.092	2.127	2.147
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	5,3	5,5	0,3	3,5	3,6	2,7	5,4
Javni rashodi	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	5,2	-3,2	1,9	-1,7	-1,3	-1,8	-4,5	-0,6	5,6	3,7	9,5
Konsolidovani bilans (def. GFS) ¹⁾	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-258,1	-149,1	-57,1	52,3	11,8	32,5	37,8	-29,8	3,7	29,2	21,5
Platni bilans																			
Uvoz robe ⁴⁾	-10.093	-12.926	-15.329	-10.608	-11.575	-13.614	-14.011	-14.674	-14.752	-15.099	-15.933	-18.070	-4.207	-4.572	-4.378	-4.912	-4.712	-5.084	-5.080
Izvoz robe ⁴⁾	5.111	5.813	6.840	5.543	6.856	8.118	8.376	10.515	10.641	11.454	12.814	14.075	3.277	3.693	3.345	3.560	3.574	3.928	3.841
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-3.137	-5.474	-7.126	-2.032	-3.656	-3.671	-2.098	-2.098	-1.985	-1.244	-1.075	-1.986	-999	-310	-399	-478	-753	-267	-483
u % BDP ⁵⁾	-12,9	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-8,8	-5,6	-3,4	-2,9	-5,1	-6,9	-3,2	-3,9	-4,3	-7,8	-2,5	-4,4
Bilans finansijskog računa ⁶⁾	7.635	5.349	6.598	2.280	1.553	3.340	3.351	1.630	1.705	920	535	1.608	407	319	273	610	583	208	295
(+) znači prilika, (-) znači odnosi																			
Strane direktne investicije ⁷⁾	4.348	2.528	2.486	2.068	1.133	3.320	753	1.298	1.236	1.804	1.899	2.352	461	639	680	571	742	592	503
(+) znači prilika, (-) znači odnosi																			
NBS bruto devizne rezerve	4.240	742	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	-1.797	166	-302	228	-455	222	1.061	-600	398	641	105
(+) znači povećanje																			
Monetarni podaci																			
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	788.293	931.320	923.966	891.349	894.102	881.125	936.542	891.349	866.515	961.084	949.638
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾ , u mil. evra	3.833	5.051	5.362	6.030	4.699	5.895	5.781	6.605	6.486	7.649	7.486	7.462	7.217	7.221	7.851	7.462	7.227	8.135	8.029
Kreditni nedržavnom sektoru	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.927.668	1.982.974	2.031.825	2.067.826	2.042.971	2.050.579	2.057.675	2.067.826	2.081.211	2.132.166	2.179.194
Devizna sredstva stanovništva	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	998.277	1.014.260	1.070.944	1.074.424	1.087.084	1.067.142	1.069.094	1.074.424	1.095.018	1.106.253	1.120.870
M2 (12-m realni rast, u %)	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	6,7	5,5	8	0,6	6,4	4,8	2,3	0,6	2	5,6	6,1
Kreditni nedržavnom sektoru	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	1,2	1,4	0,9	4,0	0,5	2,7	2,4	4,0	4,6	4,7	5,2
(12-m realni rast, u %)																			
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	48,4	47,2	45,4	46,4	46,0	45,7	45,4	44,9	45,4	43,1
Cene i kurs																			
Indeks potrošačkih cena ⁹⁾	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,8	1,6	1,5	3,0	3,5	3,6	3,2	3,0	1,4	2,3	2,1
Realni kurs dinar/evro (prosek 2006=100) ¹⁰⁾	100,0	91,2	85,4	91,3	95,8	87,7	92,9	87,4	89,2	90,6	91,6	90,6	88,9	89,9	87,7	87,4	86,3	86,3	86,3
Nominalni kurs dinar/evro ¹¹⁾	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	117,25	120,8	123,26	121,4	123,88	122,91	119,8	119,1	118,4	118,1	118,4

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 godisnji 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

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

Bruto domaći proizvod

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učesće u BDV

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

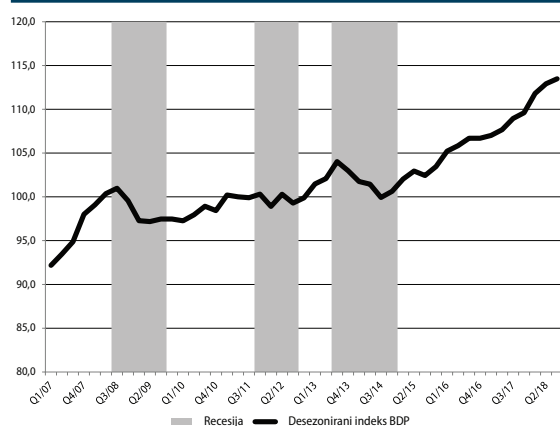
Visok rast građevinarstva iz prve polovine godine od skoro 25% nije bio održiv, jer je bio delom posledica poređenja sa niskom osnovom iz istog perioda 2017, a delom verovatno i poteškoća u praćenju ovog sektora od strane zvanične statistike. Proizvodnja cementa, koja nam služi kao alternativan i pouzdan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

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

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

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

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



Izvor: QM na osnovu podataka RZS

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

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

Privredni rast u Srbiji strukturno zaostaje za zemljama CIE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**U 2018 rastu
investicije, ali se
pogoršava neto izvoz**

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

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

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

Tabela T2-4. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2018. godine

	Međugodišnji indeksi										2017				2018			Učešće
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017									2017
											Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
BDP	97,3	100,7	102,0	99,3	102,9	98,4	101,8	103,3	102,0		101,6	101,8	102,2	102,5	104,8	104,9	103,8	100,0
Privatna potrošnja	96,7	99,4	101,4	98,3	98,3	99,9	99,7	101,3	101,9		101,7	101,0	102,1	102,9	103,1	103,3	103,3	70,8
Državna potrošnja	98,3	100,0	101,6	100,4	97,9	100,9	96,3	101,2	103,3		102,3	103,6	103,5	103,7	102,1	104,8	104,0	16,2
Investicije	77,5	93,5	104,7	113,9	88,0	96,6	104,9	105,4	107,3		103,1	103,8	107,5	113,6	116,5	112,3	107,0	17,7
Izvoz	88,5	116,9	105,6	102,9	118,0	104,3	109,4	111,9	108,2		107,8	109,3	109,9	105,7	109,3	106,7	109,1	50,5
Uvoz	78,1	99,9	107,2	99,4	106,5	105,1	104,0	106,7	111,1		108,4	108,2	113,4	114,4	113,1	109,4	111,2	57,1

Izvor: RZS

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

Realni rast ubedljivo najveće rashodne komponente BDP-a, privatne potrošnje, u Q3 iznosio je 3,3% i bio je skoro nepromenjen u odnosu na prvu polovinu godine.³ Rast privatne potrošnje u 2018, dakle, približno je jednak trendu rasta BDP-a (bez jednokratnih činilaca). Mi smatramo da ovo nije povoljan ekonomski trend, odnosno da bi rast privatne potrošnje morao da bude nešto sporiji od trendnog rasta BDP-a. Privreda Srbije ima i dalje izraženu strukturnu neravnotežu koja proizilazi iz znatno veće potrošnje od proizvodnje (osetan tekući deficit platnog bilansa) i visoko učešće privatne potrošnje u BDP-u (privatna potrošnja učestvuje u BDP-u Srbije sa oko 70%, dok je prosečno učešće ove komponente u BDP-u drugih zemalja CIE ispod 60%). Za Srbiju bi dakle optimalno bilo da privatna potrošnja u dužem periodu raste makar jedan procentni poen sporije od dugoročnog rasta BDP-a. S tim u vezi, pitanje je koliko je ekonomski opravdana politika Vlade da se plate u opštoj državi i u 2019, kao i u 2018, povećaju u proseku za 9%. Ovoliki rast plata zaposlenih u opštoj državi ne samo što je osetno brži od rasta nominalnog BDP-a, već i od rasta plata u privatnom sektoru koji u 2018. iznosi oko 5%.

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

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

Okvir 1: Revizija podataka o BDP-u

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

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

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

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

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

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

Izvor: RZS

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

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

Izvor: RZS

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

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

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

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

Industrijska proizvodnja

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

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

Tabela T2-7. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2018. godine

	Međugodišnji indeksi															Učešće	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018			2016
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	103,5	100,7	103,1	106,3	103,5	105,9	102,5	98,7	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	104,0	102,7	93,7	107,3	105,3	105,4	103,0	98,1	87,2	10,2
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	105,3	106,4	107,3	105,1	107,7	104,9	105,0	102,1	101,2	72,5
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	102,7	93,8	85,5	94,1	100,7	97,4	110,9	106,3	93,2	17,3

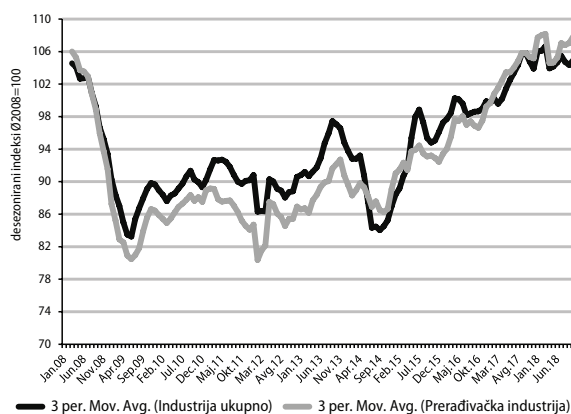
Izvor: RZS

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

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

Desezonirani podaci možda najavljuju ponovno ubrzanje rasta prerađivačke industrije u Q4

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



Izvor: RZS

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

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

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

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

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

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

Izvor: RZS

Građevinarstvo

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

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

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

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

Proizvodnja cementa ubrzala rast u Q3 na skoro 13%

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

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

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	103,7	108,1	110,1	105,9
2009	34,1	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3
2012	107,9	88,3	58,2	84,9	79,6
2013	83,5	78,7	127,6	93,5	94,9
2014	136,2	90,3	96,2	104,7	101,5
2015	77,9	112,4	104,5	108,7	103,1
2016	120,2	109,8	109,9	100,4	108,9
2017	110,4	104,1	96,4	118,7	105,9
2018	107,5	110,6	112,8	-	-

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

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

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

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

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

3. Tržište rada

Podaci Ankete o radnoj snazi (ARS) za Q3 2018. pokazuju umerena poboljšanja na tržištu rada. Stopa aktivnosti i stopa zaposlenosti su povećane u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok je stopa nezaposlenosti smanjena. Stopa nezaposlenosti (15+) je dostigla najnižu vrednost od kada postoje podaci ARS i u Q3 2018. je iznosila 11,3%, dok je stopa zaposlenosti (15+) dostigla najvišu vrednost od 49,2%. I pored navedenih poboljšanja, Srbija idalje značajno zaostaje za zemljama EU, koje imaju značajno veće stope aktivnosti i zaposlenosti i niže stope nezaposlenosti. U odnosu na isti kvartal prethodne godine ukupna zaposlenost raste za 1,6%, pri čemu formalna raste za 3,4%, a neformalna opada za 4,7%. Registrovana zaposlenost je ostvarila međugodišnji rast od 3,3%. Stopa rasta formalne zaposlenosti (ARS) i registrovane zaposlenosti (CROSO) su približno jednake i nešto su manje od stope rasta realnog BDP-a (3,8%). Posmatrano prema delatnostima, zaposlenost opada u poljoprivredi, dok u industriji, građevinarstvu i uslugama raste. Posmatrano prema sektoru svojine, broj zaposlenih u javnom sektoru opada za 1,1% međugodišnje i raste za 6% u privatnom sektoru. Smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru je posledica zabrane zapošljavanja, odlaska u penziju, kao i privatizacije i stečaja javnih preduzeća. Zarade su ostvarile međugodišnji rast od 6,7% nominalno i 4,2% realno u Q3 2018. Zarade u javnom sektoru i u javnim preduzećima su u proseku veće nego u privatnom sektoru počevši od 2003. godine tj. od kada postoje podaci. U Q3 2018. zarade u javnom sektoru su bile veće od zarada u privatnom sektoru za 18,9%, dok su zarade u javnim preduzećima bile za čak 26,1% veće od zarada u privatnom sektoru. Prosečne zarade u evrima su 414 evra u Q3 2018. Međugodišnji rast zarada u evrima je veći nego rast zarada u dinarima, što je posledica jačanja dinara u odnosu na evro. Iako je rast zarada u evrima manji nego što je bio u prvom i drugom kvartalu 2018. (u odnosu na isti kvartal prethodne godine), i dalje je visok i iznosi 8,2%. Rast zarada u evrima i troškova poslodavca doprinosi pogoršanju međunarodne konkurentnosti privrede. Ukupna produktivnost rada u nepoljoprivrednim delatnostima stagnira, dok su jedinični troškovi rada, naročito u evrima povećani.

Zaposlenost i nezaposlenost

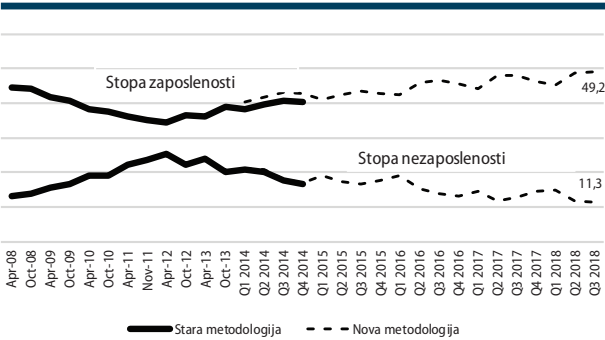
Poboljšanja na tržištu rada u odnosu na isti kvartal prethodne godine i u odnosu na prethodni kvartal.

Stopa nezaposlenosti je smanjena, stopa zaposlenosti je povećana.

I pored poboljšanja, Srbija značajno zaostaje za zemljama EU

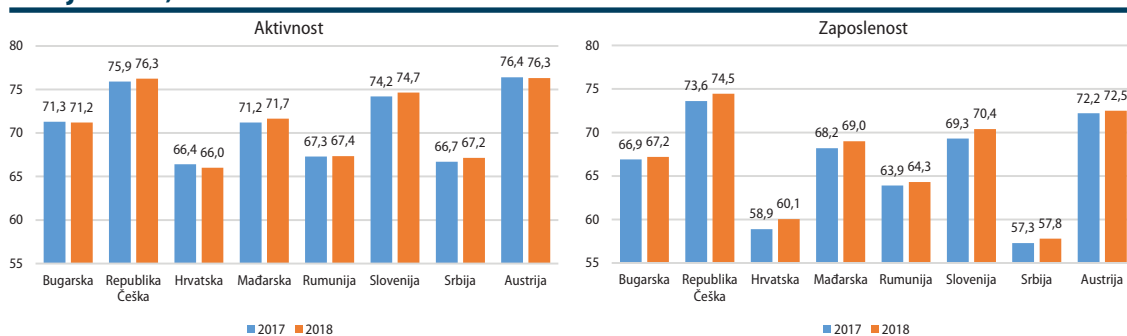
Osnovni indikatori tržišta rada (15+) pokazuju poboljšanja i u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa aktivnosti je iznosila 55,5%, odnosno za 0,1 pp je veća u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa zaposlenosti je dostigla maksimalnu vrednost od 49,2%, dok je stopa nezaposlenosti dostigla minimalnu vrednost od 11,3% od kada postoji ARS. Ipak, smanjenje stope nezaposlenosti samo jednim delom odražava napredak privrede, dok je drugim delom posledica masovnog odlaska radnika u inostranstvo.

Grafikon 3.1 Kretanje stope zaposlenosti i stope nezaposlenosti, 15+, 2008-Q3 2018.

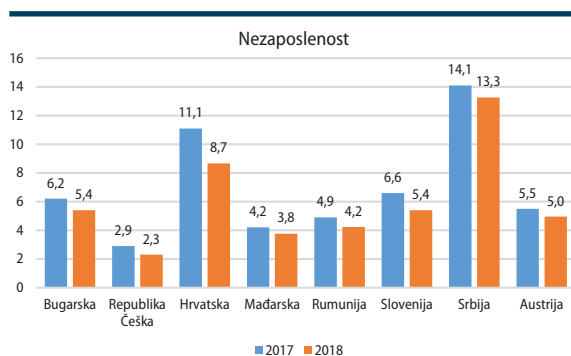


Napomena: Zbog promene metodologije, podaci za period pre i nakon 2014. godine nisu u potpunosti uporedivi.
Izvor: RZS, ARS

Upoređićemo osnovne indikatore tržišta rada za lica radnog uzrasta (15-64) sa odabranim zemljama EU za 2017. i prva dva/tri kvartala 2018. U proseku stopa aktivnosti za Srbiju je iznosila 67%, a stopa zaposlenosti 57,6% za lica radnog uzrasta (2017-Q2 2018). Stopa nezaposlenosti za lica radnog uzrasta je iznosila 13,5% (2017-Q3 2018). Prosečna stopa aktivnosti za Bugarsku, Rumuniju, Hrvatsku, Sloveniju, Mađarsku i Češku u periodu 2017-2018. je iznosila 71,1%, odnosno stopa aktivnosti Srbije manja je za 4,1 pp u odnosu na navedeni prosek zemalja. Prosečna stopa zaposlenosti za

Grafikon 3.2 Kretanje stope aktivnosti i stope zaposlenosti (15-64) u Srbiji i odabranim zemljama EU, 2017- 2018.

Napomena: Podaci za 2018. su prosek prva dva kvartala.
Izvor: RZS za Srbiju, Eurostat za ostale zemlje.

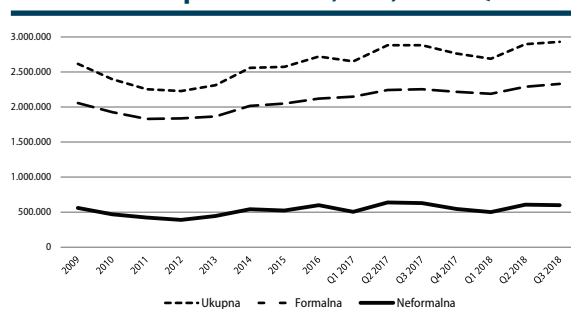
Grafikon 3.3 Kretanje stope nezaposlenosti (15-64) u Srbiji i odabranim zemljama EU, 2017-2018.

Napomena: Podaci za 2018. su prosek prva tri kvartala, osim za Austriju gde je prosek prva dva kvartala.
Izvor: RZS za Srbiju, Eurostat za ostale zemlje.

odabrane zemlje je iznosila 67,3% i veća je u odnosu na Srbiju za 9,7 pp. Prosečna stopa nezaposlenosti iznosi 5,2% za odabrane zemlje, što je čak 8,3 pp manje u odnosu na Srbiju. Kada Srbiju uporedimo sa navedenim zemljama pojedinačno, vrednosti indikatora su najpribližniji vrednostima za Hrvatsku. Stopa aktivnosti i zaposlenosti u Hrvatskoj iznose u proseku 66,1% i 59,7%, respektivno, dok je stopa nezaposlenosti 9,3%, što je za 4,2 pp niže u odnosu na Srbiju. Da bi Srbija dostigla npr. Češku, potrebno je da se stopa aktivnosti poveća u proseku za 9,1 pp, a stopa zaposlenosti za 16,5 pp. Grafikon 3.2 poredi odabrane zemlje EU (Bugarska, Rumunija, Hrvatska, Slovenija, Mađarska, Češka i Austrija) i Srbiju prema stopi aktivnosti i

stopi zaposlenosti. Grafikon 3.3 prikazuje kretanje stope nezaposlenosti u Srbiji i odabranim zemljama EU. Vidimo da Srbija ima daleko veće stope nezaposlenosti i manje stope aktivnosti i stope zaposlenosti u odnosu na odabrane zemlje.

Stopa nezaposlenosti (15+) je iznosila 11,3%, što je za 1,7 pp manje u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Broj nezaposlenih lica prema ARS je iznosio približno 372 hiljade, što je smanjenje od 56 hiljada lica u odnosu na isti kvartal prethodne godine (13,2%). Broj aktivnih lica se takođe smanjio u odnosu na isti kvartal prethodne godine, ali je to smanjenje relativno manje u odnosu na smanjenje broja nezaposlenih (-0,3% u odnosu na -13,2%). Matematički, stopa nezaposlenosti je smanjena međugodišnje kao posledica značajnijeg pada broja nezaposlenih u odnosu na pad broja aktivnih. Pri tome je smanjenje stope nezaposlenosti u Srbiji jednim delom posledica zapošljavanja, što je pozitivno, dok je drugim delom posledica masovnog odlaska u inostranstvo što se ne može oceniti kao pozitivno.

Grafikon 3.4 Broj ukupno, formalno i neformalno zaposlenih lica, 15+, 2009-Q3 2018.

Izvor: ARS, RZS

Raste ukupna i formalna zaposlenost, opada neformalna zaposlenost.

Broj zaposlenih prema ARS je iznosio 2.929 hiljade. Broj zaposlenih se povećao za 47 hiljada odnosno za 1,6%. Broj formalno zaposlenih iznosi 2.330 hiljada, pri čemu je broj formalno zaposlenih povećan za 3,4%. Broj neformalno zaposlenih iznosi približno 600 hiljada, što je manje za 4,7% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa

3. Tržište rada

Registrovana zaposlenost raste za 3,3%, a formalna 3,4% međugodišnje.

Zaposlenost raste u skladu sa kretanjem realnog BDP-a.

Zaposlenost opada u poljoprivredi, a raste u industriji, građevinarstvu i uslugama.

Zaposlenost raste u privatnom sektoru, a opada u javnom sektoru

neformalne zaposlenosti iznosi 20,4%, što znači da je svaki peti radnik neformalno zaposlen. Stopa neformalne zaposlenosti je smanjena za 1,4 pp međugodišnje.

U Q3 2018. broj registrovanih zaposlenih lica je iznosio oko 2,1 miliona. Registrovana zaposlenost je porasla za 3,3% međugodišnje. Stopa rasta formalne i registrovane zaposlenosti su približno jednake, i nešto manje od realnog rasta BDP-a (3,8%). Posmatrano prema delatnostima, zaposlenost opada u poljoprivredi, dok u industriji, građevinarstvu i uslugama raste. Međugodišnje smanjenje broja zaposlenih u poljoprivredi iznosi 7,6%. Najveći rast broja zaposlenih je ostvarilo građevinarstvo koji iznosi 6,8%. Realna BDV u građevinarstvu je porasla za 7%. Značajan rast realne BDV je zabeležen u delatnosti poljoprivrede, šumarstva i ribarstva, 15,9%.

Tabela 3.1 Kretanje broja zaposlenih (15+) i realne BDV prema sektorima delatnosti, međugodišnja promena, %

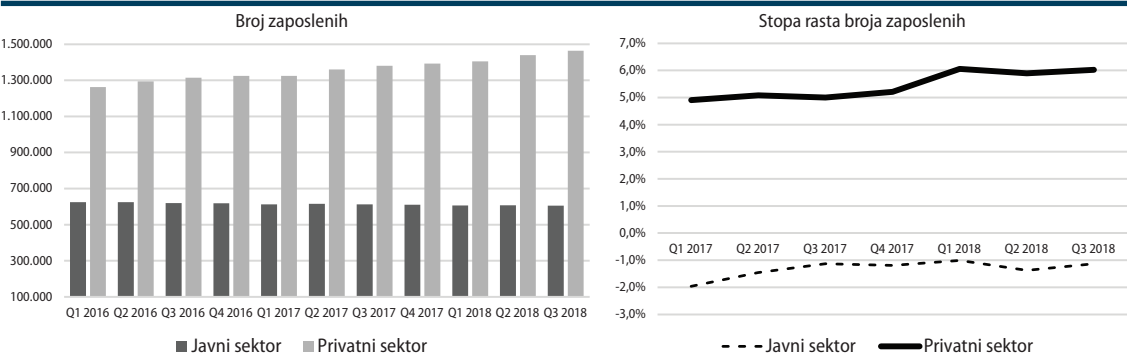
	2016				2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Zaposlenost ukupno CROSO	-0,3	1,2	1,3	2,1	2,3	2,6	2,7	2,8	3,3	3,2	3,3
Formalna zaposlenost ARS	1,9	2,7	3,8	5,2	4,9	5,1	5,5	2,6	1,9	2,1	3,4
Zaposlenost ukupno ARS	2,7	6,7	7,2	5,8	3,2	4,3	2,4	1,2	1,4	0,5	1,6
BDV ukupno	4,2	3,5	4,4	3,2	1,8	2,0	2,3	2,4	5,0	5,2	3,9
Zaposlenost poljoprivrede	-3,7	6,0	6,1	-3,4	-8,0	-1,6	-2,9	-7,8	-7,1	-8,6	-7,6
BDV poljoprivrede	7,5	4,6	11,8	8,1	-7,7	-10,6	-13,7	-11,4	10,6	14,8	15,9
Zaposlenost industrija	4,2	7,8	7,9	7,6	9,3	8,4	7,7	6,3	12,0	12,3	6,1
BDV industrija	6,1	2,1	3,2	2,8	0,1	2,9	5,6	2,8	5,5	2,4	-1,2
Zaposlenost građevinarstvo	-2,9	4,0	-2,1	-1,8	-12,6	8,2	-0,6	2,5	20,5	0,5	6,8
BDV građevinarstvo	16,9	10,0	12,4	-2,0	-0,5	-0,4	4,2	16,0	27,1	22,5	7,0
Zaposlenost usluge	4,7	6,8	8,2	9,1	5,7	4,6	2,7	2,0	-1,2	-0,8	2,6
BDV usluge	2,3	3,3	2,9	3,0	3,5	3,2	3,3	3,0	3,1	4,0	3,9

Napomena: Izvor za zaposlenost je ARS, osim za ukupnu zaposlenost koja je navedena i prema ARS i prema CROSO. Podaci za BDV su revidirani. BDV u 2018. su prethodni podaci.

Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a (ARS, CROSO i SNR).

Broj zaposlenih u javnom sektoru¹ iznosi 606 hiljada, dok je broj zaposlenih u privatnom sektoru 1.464 hiljade u Q3 2018. (Grafikon 3.5). U Q3 2018. nastavlja se trend međugodišnjeg rasta broja zaposlenih u privatnom sektoru i pada broja zaposlenih u javnom sektoru. Rast broja zaposlenih u privatnom sektoru iznosi 6% u Q3 2018. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok pad broja zaposlenih u javnom sektoru iznosi 1,1%, respektivno (Grafikon 3.5). Od Q1 2016, tj. od kada postoje podaci o broju zaposlenih u javnom i privatnom sektoru kumulativno smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru iznosi 3,1%, dok je rast broja zaposlenih u privatnom sektoru 15,9%. Pad broja zaposlenih u javnom sektoru je posledica zabrane zapošljavanja, penzionisanja, odlaska zaposlenih u privatni sektor i inostranstvo, kao i privatizacije i stečaja javnih preduzeća. Rast broja zaposlenih u privatnom sektoru odražava rast privredne aktivnosti, ali i suzbijanje sive ekonomije, kao i privatizaciju državnih preduzeća (Železara Smederevo, Galenika, PKB i dr.).

Grafikon 3.5 Kretanje zaposlenosti u javnom i privatnom sektoru, Q1 2016-Q3 2018.



Napomena: Podatak za Q3 2018. je prethodni podatak.
Izvor: CROSO, RZS.

1 Javni sektor obuhvata opštu državu (kraće državu) i državna preduzeća. Država obuhvata republičku i lokalnu administraciju, obrazovanje, zdravstvo, bezbednosni sektor, socijalnu i dečju zaštitu i dr. Državna preduzeća obuhvataju javna preduzeća i ostala državna preduzeća – bivša društvena preduzeća koja se u očekivanju privatizacije ili stečaja sada nalaze u državnoj svojini.

Zarade²

Zarade su u Q3 ostvarile međugodišnji rast od 6,7% nominalno i 4,2% realno

U Q3 zarade u državnom sektoru su za 18,9% veće nego u privatnom.

Zarade u javnim preduzećima su 26,1% veće nego zarade u privatnom sektoru u Q3 2018.

Zarade u javnim preduzećima su veće nego zarade sektoru opšte države u celom periodu 2003-2018.

Prosečne neto zarade su iznosile 48.965 RSD u trećem kvartalu 2018. Nominalno su veće za 6,7% i realno veće za 4,2% u odnosu na Q3 2017. Rast neto zarada za prvih 9 meseci 2018. u odnosu na isti period prethodne godine iznosi 6,2% nominalno i 4,2% realno. Grafikon 3.6 prikazuje kretanje indeksa realnih zarada u periodu 2009-2018, a bazni period je 2008. U posmatranom periodu realne zarade su blago rasle do 2013. u odnosu na bazni period. U periodu 2014-2016. zarade su realno opale za oko 3% u odnosu na 2008, dok od 2017. i 2018. godini zarade realno rasle, tako da su u prvih devet meseci 2018. godine veće za 4,6% nego u 2008. godini.

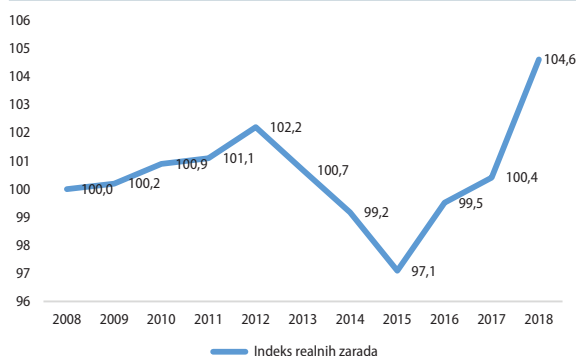
Nedavno su postali dostupni podaci o neto i bruto zaradama u javnom i u privatnom sektoru od 2003. godine.³ Grafikon 3.7 prikazuje prosečne neto zarade u periodu Q1 2003-Q3 2018. za javna preduzeća, javni sektor, sektor države, i privatni sektor. Najpre uočavamo da su prosečne zarade u javnim preduzećima u celom periodu veće od zarade u sektoru države i privatnom sektoru. Vidimo da su tokom 2015. godine prosečne zarade u sektoru države i u privatnom

sektoru izjednačene, dok su tokom 2016. i 2017. prosečne zarade u privatnom sektoru bile veće. U 2018. prosečne zarade su porasle u sektoru države, i ponovo postale veće nego iste u privatnom sektoru. Takođe vidimo da je razlika u zaradama javnih preduzeća i javnog sektora bila dosta veća u periodu od početka fiskalne konsolidacije, pri čemu je ponovo smanjena u 2018.

U proseku, u celom periodu, zarade u javnim preduzećima su 44,3% veće nego u privatnom sektoru, dok su u državi 23,4% veće nego u privatnom sektoru. Maksimalna razlika između zarada je zabeležena na početku perioda i iznosi 77,6% i 49,1% za javna preduzeća i državu respektivno u 2003, dok je najniža vrednost 24% i -4,7% zabeležena u 2017. U proseku u periodu 2003-Q3 2018. zarade u javnom sektoru su 29,9% bile veće nego zarade u privatnom sektoru. Ipak navedeni podaci precenjuju ovu razliku jer je u privatnom sektoru prisutna značajna siva ekonomija, što nije slučaj sa javnim sektorom. Grafikon 3.8 prikazuje nekorigovani jaz u zaradama u državi i privatnom sektoru i u javnim preduzećima i privatnom sektoru od kada postoje podaci.

Prosečna neto zarada u evrima je iznosila 414 evra u Q3 2018, dok je u prva tri kvartala 2018. iznosila 416 evra. Zarade u evrima su 8,2% veće u Q3 2018. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Troškovi poslodavca su iznosili 676 evra u Q3 2018, a međugodišnji rast je iznosio 7,6%.

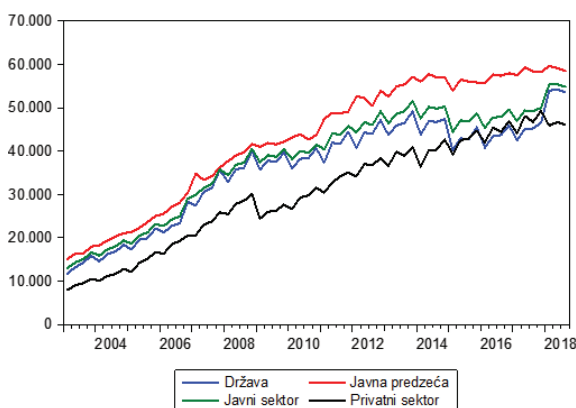
Grafikon 3.6 Indeks realnih prosečnih neto zarada (2008=100)



Podatak za 2018. je prosek 9 meseci.

Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

Grafikon 3.7 Kretanje prosečnih zarada, javni sektor, privatni sektor, javna preduzeća i država, Q1 2003-Q3 2018, RSD



Napomena: Zbog promene metodologije obračuna zarada, postoje dva prekida u seriji januara 2009. i 2018.

Izvor: RZS.

Rast zarada u evrima iznosi 8,2% međugodišnje.

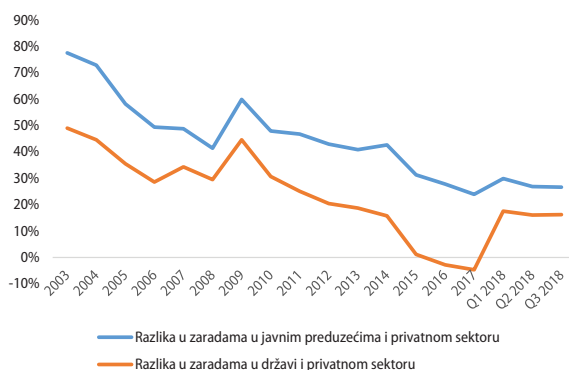
Rast zarada u evrima je veći u odnosu na realni rast zarada u dinarima.

² Od januara 2018. RZS koristi novi izvor podataka za zarade o čemu smo pisali u QM-u (br. 51). Podaci za 2017. postoje prema novoj metodologiji, ali podaci su dostupni samo za prosečne mesečne neto i bruto zarade, dok prosečne mesečne zarade po delatnostima nisu dostupne za 2017. S obzirom na to da nismo u mogućnosti da ceo deo o zaradama, kao ni jedinične troškove rada analiziramo koristeći revidirane podatke za 2017, koristimo nerevidirane podatke za 2017, osim ukoliko nije drugačije navedeno. Postoje dva prekida u seriji zarada 2009. i 2018.

³ Metodologija obračuna zarada je menjana 2009. i 2018. godine.

Rast zarada u evrima je u najvećoj meri posledica jačanja dinara u odnosu na evro.

Grafikon 3.8 Zarade u državi i javnim preduzećima u odnosu na privatni sektor, razlika u %, 2003-Q3 2018.



Napomena: Zbog promene metodologije obračuna zarada, postoje dva prekida u seriji januara 2009. i 2018.

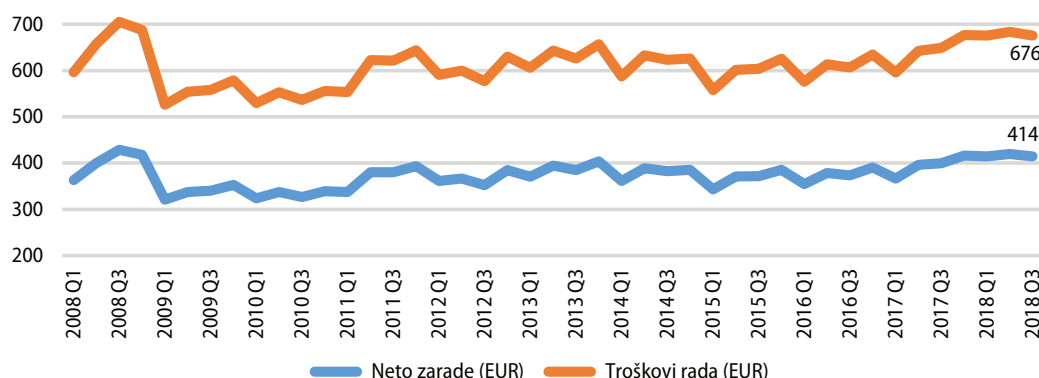
Izvor: RZS.

zarada u evrima i troškova poslodavca doprinosi pogoršanju međunarodne konkurentnosti. Iako je međugodišnji rast nešto manji nego u prethodnom periodu on je idalje visok, što je posledica jačanja dinara u odnosu na evro u posmatranom periodu. Grafikon 3.9 prikazuje kretanje neto zarada i troškova rada u evrima od 2008. godine.

Procenjujemo da će prosečna zarada u celoj 2018. godine iznositi oko 420 evra. Na osnovu očekivanog kretanja privredne aktivnosti i deviznog kursa, kao i planiranog povećanja zarada u javnom sektoru predviđamo da će prosečne zarade u 2019. godini iznositi 440-450 evra.

Procenjujemo da će rast proizvodnje u nepovoljoprivrednim delatnostima u 2018. godini iznositi oko 3,3%, što je slično rastu formalne i registrovane zaposlenosti od 3,4% i 3,3%, respektivno. Iz prethodnog sledi da će produktivnost rada u nepoljoprivrednim delatnostima u ovoj godini ostati približno nepromenjena. Uprkos stagnaciji produktivnosti, realne zarade u dinarima će ostvariti rast od oko 4,5%, dok će zarade u evrima porasti za oko 8%, iz čega sledi da će u ovoj godini jedinični troškovi rada biti povećani približno za iznos realnih, odnosno evro zarada. Rast jediničnih troškova rada u evrima, koji odražava brži rast realnih zarada od rasta produktivnosti, ali i jačanje dinara, nepovoljno će uticati na međunarodnu konkurentnost privrede Srbije, pa je stoga malo verovatno da će se u narednoj godini poboljšati trgovinski i platni bilans.

Grafikon 3.9 Kretanje neto zarada i troškova rada u EUR



Napomena: Zbog promene metodologije obračuna zarada, postoji prekid u seriji 2009. i 2018.

Izvor: Proračun autora na podacima NBS-a.

Dodatak 3.1 Osnovni indikatori tržišta rada prema ARS i CROSO, Q1 2014-Q3 2018.

	2014				2015				2016				2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
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	52,9	55,2	55,5
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	45,1	48,6	49,2
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	14,8	11,9	11,3
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	18,6	21,0	20,4
Broj zaposlenih u 000, (ARS)	2453,6	2548,3	2626,8	2609,0	2504,1	2587,8	2623,9	2580,8	2570,7	2761,5	2814,0	2731,4	2652,2	2881,0	2881,9	2763,6	2688,3	2896,8	2929,3
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	105,0	113,2	114,5
Broj formalno zaposlenih u 000, (ARS)	1969,3	2029,5	2027,6	2041,4	2010,5	2078,3	2058,6	2033,5	2048,7	2134,9	2136,6	2160,7	2148,1	2243,0	2233,5	2217,2	2188,2	2289,6	2330,4
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	111,2	111,7	109,9	108,5	113,5	115,5
Broj zaposlenih u 000, (CROSO)	1835,8	1844,9	1850,3	1851,0	1977,0	1982,0	1993,7	1994,0	1978,0	2008,3	2023,0	2030,3	2024,3	2061,5	2077,7	2086,7	2092,2	2126,6	2146,8
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	113,1	113,4	115,2	116,3

Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

Dodatak 3.2 Realne neto zarade i troškovi poslodavca u evrima, Q1 2014 – Q3 2018.

	2014				2015				2016				2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Prosečne neto zarade ukupno (€)	361	389	383	386	343	371	372	386	355	378	373	391	367	399	398	416	415	419	414
Prosečne neto zarade industrija (€)	359	382	378	378	351	376	379	389	369	391	382	399	376	417	411	429	404	416	612
Troškovi poslodavca ukupno (€)	588	633	623	626	557	601	603	626	576	613	607	635	596	648	647	677	676	684	676
Troškovi poslodavca industrija (€)	582	622	617	615	570	611	617	632	599	635	623	649	611	677	669	699	658	678	660

Napomena: Industrija obuhvata delatnosti B, C i D, ponderisana prosekom zarada. Kurs dinara prema evru, prosek perioda (NBS).

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

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Deficit tekućeg računa platnog bilansa je u porastu u poređenju sa ranijim vrednostima. U Q3 2018. on iznosi 483 miliona evra, tj. 4,4% BDP-a. Ovakav nivo tekućeg deficita duguje se povećanju spoljnotrgovinskog deficita usled znatnijeg rasta robnog deficita (i pored istovremenog rasta suficita na računu usluga). Povećanje vrednosti robnog deficita posledica je bržeg rasta uvoza od izvoza. Izvoz je za 8,4% iznad vrednosti iz Q3 2017, dok je, istovremeno, rast uvoza 16,0%. U poređenju sa prethodnim kvartalom i izvoz i uvoz ubrzavaju rast, s tim što je ubrzanje rasta uvoza izraženije. Desezonirani podaci ovo potvrđuju, jer je izvoz za 2,7% iznad ostvarenog u Q2 2018, dok je uvoz za 3,2% viši. U finansijskom delu platnog bilansa i dalje je prisutna povoljna tendencija značajnijeg priliva kapitala zahvaljujući bitnijem prilivu po osnovu SDI. Posebno je značajna činjenica da ako priliv SDI tokom Q4 bude na nivou proseka prva tri kvartala, u 2018 godini će biti zabeležen ukupan priliv po ovom osnovu od skoro 2,5 milijardi evra, tj. oko 6% BDP-a. Imajući u vidu postojeće trendove, ocenjujemo da će tekući deficit u 2018. godini biti iznad nivoa iz 2017. godine, odnosno da će iznositi oko 6% BDP-a¹. Takođe, u 2019. godini mala je verovatnoća da će nivo deficita biti niži, s obzirom na izvestan rast domaće tražnje. Isto tako treba naglasiti da je stanje u okruženju nepovoljno - pod uticajem nekih nepredvidivih političkih faktora. Sve to zajedno ukazuje na vođenje ekonomske politike u cilju daljeg smanjivanja spoljnotrgovinskog i time tekućeg deficita, kao i potrebu za smanjenjem zavisnosti od inostranog priliva kapitala posebno uzimajući u obzir rizike iz eksternog okruženja.

Porast vrednosti deficita tekućeg računa

U Q3 2018 zabeležen je međugodišnji porast vrednosti deficita tekućeg računa u odnosu na Q3 2017 (Tabela T4-1). Rast tekućeg deficita rezultat je činjenice da je povećanje deficita spoljnotrgovinske razmene bilo veće od zbirnog iznosa povećanja neto priliva na računu sekundarnog dohotka² i smanjenja deficita na računu primarnog dohotka³.

U Q3 iznosi 483 miliona evra, tj. 4,4% BDP

U Q3 2018 ostvaren je deficit tekućeg računa u iznosu od 483 miliona evra (4,4% BDP), što predstavlja rast od 0,5 pp BDP-a u odnosu na isti period 2017. godine (tekući deficit u Q3 2017: 3,9% BDP-a), kao i rast od 1,9 pp BDP-a u odnosu na Q2 2018. godine (tekući deficit u Q2 2018: 2,5% BDP-a, v. Grafikon T4-2). Imajući u vidu postojeće trendove, ocenjujemo da će tekući deficit u 2018. godini biti iznad nivoa iz 2017. godine, odnosno da će iznositi oko 6% BDP-a. Takođe, u 2019. godini mala je verovatnoća da će nivo deficita biti niži, s obzirom na izvestan rast domaće tražnje. Takođe treba naglasiti da je trenutno stanje u okruženju nepovoljno, jer je pod uticajem nekih nepredvidivih političkih faktora.

Iako je zabeležen viši suficit na računu usluga, spoljnotrgovinski deficit je viši usled izraženog porasta robnog deficita

Robni deficit je u porastu i u Q3 2018. iznosi 1.239 miliona evra, tj. 11,4% BDP-a. Ovakav nivo robnog deficita je viši za 3,2 pp BDP-a u poređenju sa istim kvartalom prethodne godine, kada je iznosio 8,2% BDP-a. Izvoz iznosi 3.841 miliona evra (35,2% BDP-a), a uvoz 5.080 miliona evra (46,5% BDP-a), te je pokrivenost uvoza izvozom 76% (što je za 1 pp ispod pokrivenosti zabeležene u Q2 2018, a čak 5,4 pp ispod nivoa ovog pokazatelja godinu dana ranije).

Povećanje vrednosti robnog deficita posledica je bržeg rasta uvoza od izvoza. Izvoz je za 8,4% iznad vrednosti iz Q3 2017, dok je, istovremeno, rast uvoza 16,0%. U poređenju sa prethodnim kvartalom i izvoz i uvoz ubrzavaju rast, s tim što je ubrzanje rasta uvoza izraženije. Desezonirani podaci ovo potvrđuju (Grafikon T4-3), jer je izvoz za 2,7% iznad ostvarenog u Q2 2018, dok je uvoz za 3,2% viši.

Indeks odnosa razmene se i dalje pogoršava

Indeks odnosa razmene se i dalje pogoršava. Indeks u Q3 iznosi 97,0, i niži je u odnosu na Q2 (98,1), a naročito u poređenju sa početkom 2018. godine (u Q1: 102,6, v. Grafikon T4-4). Kao i u prethodnim kvartalima, rast svetske cene energetske proizvoda predstavlja osnovnu

¹ Zbog korekcije BDP, kojim je BDP u prthodndim godinama povećan za 6-7%, vrednosti spoljnotrgovinskih varijabli u odnosu na BDP su smanjene.

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

³ Ova stavka u platnom bilansu obuhvata naknade za zaposlene, dividende, reinvestiranu dobit, kamate i druge dohotke od faktora proizvodnje.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

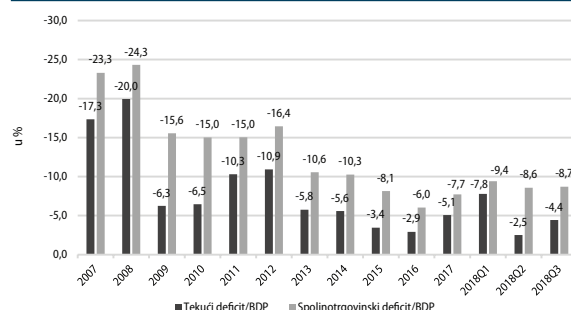
	2016	2017	2017				2018		
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	u milionima evra								
TEKUĆI RAČUN	-1.075	-1.986	-599	-310	-399	-678	-753	-267	-483
Roba	-3.119	-3.995	-930	-879	-834	-1.352	-1.137	-1.156	-1.239
Izvoz robe	12.814	14.075	3.277	3.693	3.545	3.560	3.574	3.928	3.841
Uvoz robe	15.933	18.070	4.207	4.572	4.378	4.912	4.712	5.084	5.080
Usluge	907	968	225	176	240	327	226	246	289
Prihodi	4.571	5.246	1.107	1.244	1.426	1.470	1.274	1.409	1.659
Rashodi	3.664	4.278	882	1.068	1.186	1.143	1.048	1.162	1.370
Primarni dohodak	-2.022	-2.474	-606	-554	-647	-668	-639	-447	-569
Prihodi	630	568	105	153	132	179	115	165	134
Rashodi	2.653	3.042	711	706	778	847	754	613	703
Sekundarni dohodak	3.159	3.514	713	946	841	1.015	798	1.090	1.036
Prihodi	3.635	4.097	848	1.085	986	1.178	939	1.237	1.185
Rashodi	476	583	135	139	145	164	141	147	149
Lični transferi, neto ¹⁾	2.510	2.758	565	790	630	773	633	913	854
od čega: Doznake radnika	1.874	2.049	414	595	475	565	480	741	687
KAPITALNI RAČUN- neto	-10	5	1	-3	11	-4	6	-3	-7
FINANSIJSKI RAČUN	-535	-1.608	-407	-319	-273	-610	-583	-208	-295
Direktne investicije	-1.899	-2.352	-461	-639	-680	-571	-742	-592	-503
Portfolio investicije	917	827	219	-29	-92	728	-328	181	32
Finansijski derivati	9	-21	-5	-2	-9	-5	16	-10	12
Ostale investicije	740	-291	294	129	-553	-162	73	-429	58
Ostali vlasnički kapital	-1	-1	0	-1	0	0	0	-1	-1
Gotov novac i depoziti	220	-623	-79	-23	-550	29	21	-317	79
Krediti	303	-169	317	55	-315	-226	33	-354	-192
Centralna banka	23	9	4	0	4	0	4	0	4
Depozitne institucije osim centralne banke	279	-244	271	-288	11	-239	95	-81	-286
Država	-308	28	34	289	-314	20	-103	-66	146
Ostali sektori	309	39	7	55	-16	-7	36	-207	-56
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	8	17	5	9	3	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	209	485	52	88	309	36	19	243	173
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Devizne rezerve	-302	228	-455	222	1.061	-600	398	641	105
GREŠKE I PROPUSTI- neto	549	373	191	-5	116	72	163	61	196
PRO MEMORIA									
	u % BDP-a								
Bilans tekućih transakcija	-2,9	-5,1	-6,9	-3,2	-3,9	-6,3	-7,8	-2,5	-4,4
Bilans robne razmene	-8,5	-10,2	-10,7	-9,2	-8,2	-12,6	-11,7	-10,9	-11,4
Izvoz robe	34,9	35,9	37,7	38,5	34,8	33,1	36,9	37,1	35,2
Uvoz robe	43,4	46,1	48,4	47,7	43,0	45,7	48,7	48,0	46,5
Bilans robe i usluga	-6,0	-7,7	-8,1	-7,3	-5,8	-9,5	-9,4	-8,6	-8,7
Lični transferi - neto	6,8	7,0	6,5	8,2	6,2	7,2	6,5	8,6	7,8
BDP u evrima ²⁾	36.724	39.206	8.696	9.588	10.175	10.747	9.681	10.597	10.919

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

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

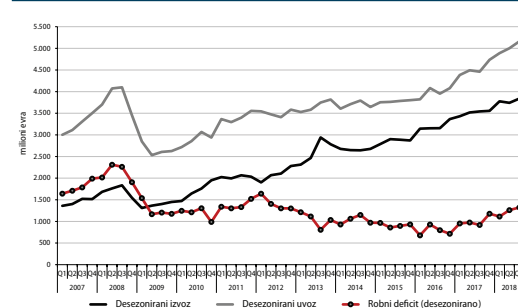
2) Kvartalne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spolno-trgovinski deficit, 2007-2018



Izvor: NBS, RZS, QM

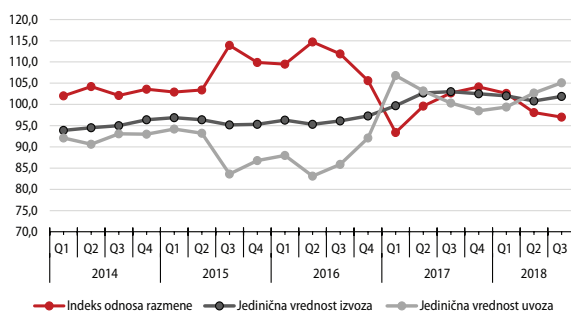
Grafikon T4-3. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2018



Izvor: NBS, RZS, QM

determinantu ovog pogoršanja odnosa razmene. U Q3 2018. zabeležen je porast cene nafte uz određene varijacije tokom kvartala. Na kraju Q3 2018. cena nafte je bila za 5,5% iznad nivoa iz Q2 2018⁴. Ipak, tokom novembra cena nafte opada, a u decembru se zadržava na niskom nivou. Dodatno, evidentirano je određeno smanjenje svetske cene metala i žitarica na svetskom tržištu,

4 Izveštaj o inflaciji NBS, novembar 2018, str. 51.

Grafikon T4-4. Međugodišnji indeksi odnosa razmene, 2014-2018

Izvor: RZS, QM

što se, ukoliko se takvi trendovi nastave, može nepovoljno odraziti na jediničnu cenu domaćeg izvoza, te na vrednost indeksa odnosa razmene (koji predstavlja količnik izvoznih u uvoznih jediničnih cena) u narednom periodu.

Ostvareni suficit u trgovini uslugama iznosi 289 miliona evra, tj. 2,6% BDP-a. Prihodi od usluga iznose 1.659 miliona evra, dok su rashodi 1.370 miliona evra. Prihodi u Q3 2018. su veći za 16,3%, a rashodi za 15,5% u poređenju sa Q3 prethodne godine.

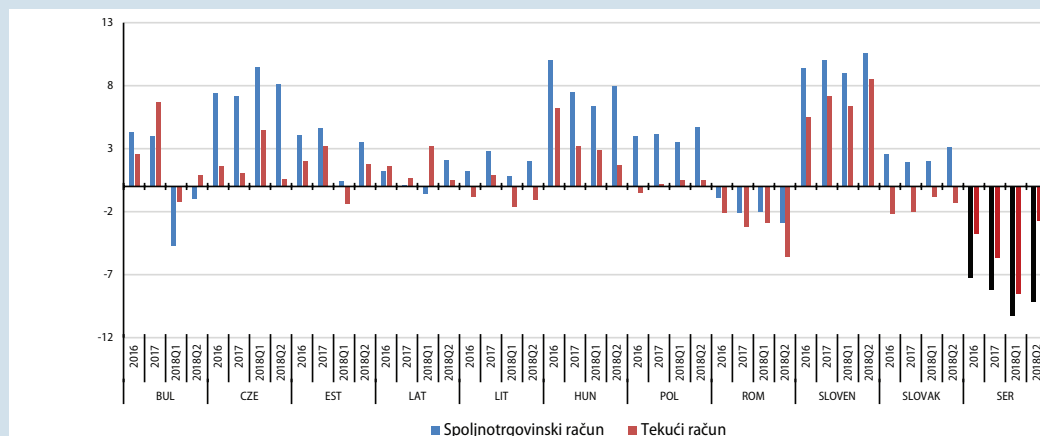
Iako je zabeležen viši suficit na računu usluga u odnosu na prošlogodišnji nivo, spoljnotrgovinski deficit je viši u odnosu na nivoe iz prethodnih kvartala usled izraženog porasta robnog deficita. U Q3 2018. spoljnotrgovinski deficit iznosi 950 miliona evra (8,7% BDP-a), što je za 2,9 pp BDP-a iznad nivoa iz Q3 2017. (0,1 pp BDP-a iznad Q2 2018). Neto odliv po osnovu primarnog dohotka tokom Q3 2018. je niži u odnosu na isti period 2017. godine (smanjenje sa 6,4% BDP-a u Q3 2017. na 5,2% BDP-a u Q3 2018.) i iznosi 569 miliona evra (Grafikon T4-2).

Okvir 1. Tekući i spoljnotrgovinski bilans u Srbiji u poređenju sa tranzicionim evropskim zemljama

Tekući i spoljnotrgovinski deficit u Srbiju su nakon 2009. beležili znatno niže nivoe u poređenju sa prethodnim godinama. Najniži nivo oba deficita zabeležen je u 2016. godini, kada je tekući deficit iznosio 2,9%, a spoljnotrgovinski deficit 6,0%. Iako se smatra da su postignuti „bolji“ rezultati na ovom planu, dve stvari ukazuju na nešto lošiju sliku i na potrebu za daljim poboljšanjem, tj. za daljim smanjenjem deficita i eventualnim ostvarenjem suficita ova dva računa.

Prvo, oba deficita su viša u 2017. u odnosu na 2016, a očekujemo da će nivo u 2018. premašiti vrednosti iz 2017. godine.

Drugo, Srbija je svakako u znatno lošijem položaju kada su u pitanju bilansi tekućeg i spoljnotrgovinskog računa u poređenju sa centralno-istočnim evropskim zemljama. Na Grafikonu O-1 dati su nivoe oba deficita u 2016, 2017 godini i za prva dva kvartala u 2018. godini. Grafikon ukazuje da, sa izuzetkom Rumunije (Bugarske u Q1 i Q2 2018 i Letonije u Q1 2018) sve ostale zemlje beleže suficit spoljnotrgovinskog računa. Kada je u pitanju tekući račun, kod nekoliko zemalja u posmatranom periodu/delu posmatranog perioda ostvaren je deficit, ali je on značajno niži u poređenju sa tekućim deficitom u Srbiji.

Grafikon T4-5. Učešće tekućeg i spoljnotrgovinskog bilansa u BDP-u, 2016- Q2 2018

Izvor: Eurostat, QM

Sekundarni dohodak iznosi 1.036 miliona evra za posmatrani tromesečni period (9,5% BDP-a) i na višem je nivou od prošlogodišnjeg (za 1,2 pp BDP-a). To se pre svega duguje znatno višem prilivu ličnih transfera, koje u Q3 2018 iznose 854 miliona evra (7,8% BDP-a), što je za 1,6 pp BDP-a iznad neto priliva iz Q3 prethodne godine (v. Tabelu T4-1).

**Značajan priliv kapitala
usled bitnijeg priliva po
osnovu SDI...**

Neto priliv kapitala tokom Q3 iznosi 588 miliona evra⁵. On se prvenstveno duguje visokom neto prilivu stranih direktnih investicija. SDI iznose 503 miliona evra (v. Tabelu T4-1)⁶. Od početka godine zabeleženi neto priliv po ovom osnovu iznosi 1.837 miliona evra, što čini 5,9% BDP-a. Stoga, međugodišnji rast neto priliva SDI iznosi 3,2%. Ukoliko priliv SDI u Q4 bude na nivou proseka prva tri kvartala, u 2018 godini će biti zabeležen ukupan priliv po ovom osnovu od skoro 2,5 milijardi evra, tj. oko 6% BDP-a. Ipak, nestabilnost koja je prisutna na Kosovu može u narednom periodu da odvraća strane investitore od novih ulaganja u Srbiju, što se može odraziti na priliv SDI u 2019. godini. Na računu portfolio investicija zabeležen je neto odliv od 32 miliona evra. Neto odliv po osnovu ostalih investicija iznosi 58 miliona evra. Sa jedne strane, ostvaren je priliv kapitala po osnovu finansijskih kredita od 192 miliona evra, dok je, sa druge strane, zabeleženo smanjenje trgovinskih kredita od 173 miliona evra i na računu Gotov novac i depoziti od 79 miliona evra. Dodatno zaduživanje po osnovu finansijskih kredita iznosi 192 miliona evra, neto. Smanjenje nivoa kredita je zabeleženo na računu NBS (4 miliona evra) i države (146 miliona evra). Banke i privreda su se tokom Q3 dodatno zadužili za 286 i 56 miliona evra, respektivno.

**... bio je dovoljan
da pokrije tekući
deficit i da dovede do
povećanja deviznih
rezervi**

Priliv kapitala (pre svega po osnovu SDI) u Q3 2018. godine bio je dovoljan da pokrije tekući deficit i da dovede do povećanja deviznih rezervi NBS-a za 105 miliona evra (Tabela T4-1).

Izvoz

**Izvoz tokom Q3 2018.
4,07 milijardi evra...**

Prema podacima RZS-a izvoz u Q3 2018. iznosi 4.068 miliona evra. U poređenju sa prethodnim kvartalom ukupan izvoz ubrzava rast (Tabela T4-6): međugodišnji rast od 6,3% u Q2, 7,5% u Q3 i 12,5% u oktobru⁷. Time, rast izvoza možemo oceniti kao dobar.

**...te beleži solidan
međugodišnji
porast od 7,5%**

Desezonirani podaci ukazuju na rast izvoza od 2,7% u Q3 2018. u poređenju sa prethodnim kvartalom. Tokom Q3 2018. međugodišnja stopa rasta izvoza po isključenju drumskih vozila iznosi 8,8% i ukazuje na ubrzanje rasta.

Izuzetno visoka međugodišnja stopa rasta izvoza energetskih proizvoda (50%) je jednim delom posledica viših svetskih cena energetskih proizvoda u Q3 2018 u poređenju sa istim periodom 2017. godine. Energetski proizvodi usporavaju rast u oktobru, te je međugodišnja stopa rasta 17,8%. Posmatrano prema grupama proizvoda, kod svih izvoznih grupa zabeležena je viša vrednost izvezeno robe u Q3, kao i u oktobru 2018, u odnosu na isti period 2017. godine (Tabela T4-6).

U periodu od Q3 2017 do Q3 2018. najveći rast je ostvaren kod *Kapitalnih proizvoda* (10,8%), zatim kod proizvoda svrstanih u grupu *Ostali izvoz*⁸ (8,2%). Rast izvoza *Intermedijarnih dobara* je u istom periodu iznosio 6,9%. Istovremeno, *Trajni proizvodi za široku potrošnju* su ostvarili rast od 3,3%, a *Netrajni proizvodi za široku potrošnju* su zabeležili rast od 0,9% međugodišnje.

U oktobru najveći rast izvoza je zabeležila grupa *Ostalo*. Sve ostale izvozne grupe beleže veoma solidan međugodišnji rast od oko 15% (osim *Kapitalnih dobara* i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* koji rastu nešto sporije).

⁵ 393 miliona evra bez računa Greške i propusti.

⁶ Prema podacima za prvu polovinu 2018. najveći deo SDI čine ulaganja u prerađivačku industriju (32%), zatim ulaganja u finansijski sektor (28%), trgovinu (17%) i građevinarstvo i nekretnine (16%), izvor: *Izveštaj o inflaciji NBS*, novembar 2018, str. 18.

⁷ Podaci NBS za uvoz i izvoz robe (u prethodnom delu teksta) razlikuju se od podataka RZS-a jer ne uključuju robu na doradi (v. Okvir 1 o izmeni metodologije obračuna Platnog bilansa u QM37). Stoga postoji određena razlika u nivoima izvoza i uvoza, kao i stopama rasta, u zavisnosti da li je izvor podataka NBS ili RZS.

⁸ Deo proizvoda iz navedenih grupa po nameni se trenutno nalazi u grupi Ostalo u Tabeli T4-6 (što je prema RZS-u stavka Neklasifikovano po nameni EU). RZS naknadno vrši klasifikaciju proizvoda iz ove grupe u odgovarajuće grupe. Stoga, očekivane su promene i u vrednosti uvoza i u stopama rasta po grupama sa objavljivanjem revidiranih podataka RZS-a.

Tabela T4-6. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2016–2018

	Učešće u ukupnom izvozu u 2017			2017				2018				2017				2018			
		2016	2017																
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Oktobar	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Oktobar	Q3	Oktobar	Q3	Oktobar
	u %			u milionima evra												u %			
Ukupno	100,0	13.432	15.051	3.786	3.786	3.815	4.199	4.068	1.473	12,9	7,8	8,5	6,3	7,5	12,5				
Ukupno bez drum. vozila	91,7	12.057	13.801	3.544	3.511	3.502	3.856	3.857	1.387	14,9	8,6	11,0	7,7	8,8	15,4				
Energija	2,5	329	382	107	117	77	114	161	48	24,2	55,7	11,8	32,7	49,9	17,8				
Intermedijarni proizvodi	38,2	4.669	5.743	1.494	1.445	1.555	1.636	1.598	573	24,6	18,8	19,4	9,1	6,9	15,7				
Kapitalni proizvodi	24,1	3.352	3.633	821	979	956	1.059	910	360	7,8	17,4	9,6	10,3	10,8	4,4				
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	15,8	1.977	2.383	579	703	642	717	699	275	17,5	26,8	25,6	21,7	20,7	15,5				
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,4	739	811	204	207	196	227	210	85	6,5	1,2	5,4	6,0	3,3	14,2				
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	22,3	3.198	3.358	889	860	813	881	897	311	6,3	2,0	5,0	5,4	0,9	6,0				
Ostalo	7,5	1.145	1.124	271	179	219	282	293	96	-2,7	-47,2	-30,1	-20,8	8,2	58,9				

Izvor: RZS

Nivo *Ostalog izvoza* je u Q2 2018 bio za 20,8% ispod izvezene vrednosti ovih proizvoda u Q2 2017, da bi u Q3 bio zabeležen međugodišnji rast izvoza proizvoda u ovoj grupi od 8,2% a zatim rast od 58,9% u oktobru. U poređenju sa Q2 izvoz *Energije* i *Kapitalnih proizvoda* ubrzava rast, da bi u oktobru rast izvoza ovih proizvoda usporio. Izvoz *Intermedijarnih dobara* i *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* blago usporava rast tokom Q3, da bi znatnije ubrzao u oktobru. *Kapitalni proizvodi bez drumskih vozila* blago usporavaju rast u Q3 i to usporavanje se nastavlja u oktobru, ali beleže bitno međugodišnje povećanje od 20,7% u Q3 i 15,5% u oktobru (Tabela T4-6).

Tokom Q3, zabeležena je znatna vrednost izvoza osnovnih metala i poljoprivrednih proizvoda (posebno pšenice). Veoma dobra poljoprivredna sezona pozitivno je doprinela rastu izvoza, kao i rast izvoza prerađivačke industrije⁹, dok je nepovoljan uticaj bio usled odloženog efekta aprecijacije domaće valute i sporijeg rasta evrozone.

Uvoz

Tokom Q3 2018. uvezeno je robe u vrednosti od 5,4 milijardi evra...

Robni uvoz u Q3 2018. godine iznosi 5.402 miliona evra. Međugodišnje stope rasta ukazuju na činjenicu da uvoz u Q3 ubrzava rast u odnosu na Q2 2018. godine (međugodišnja stopa rasta 10,1% u Q2 i 14,8% u Q3, Tabela T4-7), a zatim se taj trend ubrzanja rasta nastavlja i u oktobru.

...Time, od polovine godine, uvoz ponovo ubrzava rast

Ubrzanje rasta uvoza potvrđuju i sezonsirani podaci, prema kojima je vrednost ukupnog uvoza u Q3 za 3,2% iznad vrednosti iz prethodnog kvartala.

Znatan rast ukupnog uvoza duuguje se činjenici da je vrednost uvoza kod svih uvoznih grupa iznad prošlogodišnje, a kod većine njih uvoz ubrzava rast. Tokom Q3 najveće međugodišnje stope rasta zabeležene su kod uvoza *Energije*, kod *Ostalog uvoza*, zatim *Kapitalnih proizvoda* i *Intermedijarnih proizvoda*, dok je manji porast evidentiran kod proizvoda za široku potrošnju. U oktobru najizraženiji rast uvoza je u slučaju *Energije*, *Ostalog uvoza* i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*.

Znatno ubrzanje rasta ostvareno je kod uvoza *Energije*. Naime, u Q3 uvoz energetskih proizvoda je za 34,3% iznad nivoa zabeleženog u Q3 2017. godine (Tabela T4-7), pri čemu se bitan deo duuguje višem nivou cena energenata na svetskom tržištu u Q3 2018 u odnosu na nivo u Q3 2017. U oktobru međugodišnji rast uvoza energetskih proizvoda iznosi čak 85,8 %. *Uvoz bez energije* takođe ubrzava rast. Tokom Q3 međugodišnji rast uvoza po isključenju uvoza energije iznosi 12,5%, u oktobru 13,8%, dok je u Q2 ovako posmatran uvoz porastao za 9,2% (v. Tabelu T4-7)

Znatnije ubrzanje rasta uvoza zabeleženo je kod *Kapitalnih proizvoda* (međugodišnji rast od 14,7% u Q3, naspram 0,3% u Q2 2018., v. Tabelu T4-7), da bi u oktobru rast uvoza ovih proizvoda usporio. Uvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* ubrzava rast tokom Q3 i u oktobru – rast od 8,5% međugodišnje u Q3 nakon rasta od 7,8% u Q2 2018, a u oktobru 19,8%. Vrednost uvoza *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* je u Q2 2018. bila blago ispod vrednosti iz Q2 2017, da bi u Q3 2018. zabeležila međugodišnje povećanje od 3,1%, a u oktobru porast od 12,8%.

9 V. Izveštaj o inflaciji NBS, novembar 2018, str. 31, kao i deo Privredna aktivnost u ovom broju QM-a.

Tabela T4-7. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2016-2018

	Učešće u ukupnom uvozu u 2017			2017		2018				2017		2018			
		2016	2017												
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Oktober	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Oktober
	u %			u milionima evra											
Ukupno	100,0	17.068	19.396	4.707	5.265	5.070	5.419	5.402	2.130	12,8	15,5	12,5	10,1	14,8	20,3
Energija	10,4	1.544	2.026	487	549	525	536	655	297	33,0	21,2	-0,2	16,0	34,3	85,8
Intermedijarni proizvodi	35,6	5.880	6.913	1.762	1.779	1.803	1.952	1.929	709	17,9	14,0	16,4	10,8	9,5	13,9
Kapitalni proizvodi	21,6	4.128	4.186	959	1.087	1.012	1.145	1.099	430	-1,8	4,5	9,7	0,3	14,7	5,4
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,1	380	405	99	115	103	102	102	47	9,2	4,1	13,4	-0,5	3,1	12,8
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,1	2.595	2.930	724	796	755	761	786	336	9,6	10,3	12,7	7,8	8,5	19,8
Ostalo	15,1	2.541	2.936	677	940	873	922	832	311	15,3	39,2	16,3	23,3	23,0	20,4
Uvoz bez energije	89,6	15.524	17.370	4.220	4.716	4.546	4.882	4.747	1.832	10,8	14,8	14,1	9,5	12,5	13,8

Izvor: RZS

Uvoz *Intermedijarnih proizvoda* iako usporava rast u odnosu na prethodni kvartal, tokom Q3 beleži bitan međugodišnji rast od 9,5%, imajući u vidu da vrednost uvoza intermedijarnih dobara čini više od trećine ukupne uvezene vrednosti. Uvoz ovih proizvoda ubrzava u oktobru, kada je nivo za 13,9% viši od prošlogodišnjeg. Blago usporavanje rasta zabeleženo je kod neklasifikovane robe (tzv. *Ostali uvoz* u Tabeli T4-7). Uvoz proizvoda svrstanih u tzv. *Ostali uvoz* beleži blago usporavanje, koje se nastavlja u oktobru, ali i dalje visok međugodišnji rast (23,0% tokom Q3 i 20,4% u oktobru).

Ukoliko se uvozni proizvodi razvrstaju na sredstva za rad, sredstva za reprodukciju, sredstava za potrošnju i neklasifikovano, sa jedne strane na rast uvoza tokom Q3 2018. uticali su rast uvoza opreme (međugodišnja stopa rasta 15,8%) i repromaterijala (međugodišnja stopa rasta 11,9%) - za potrebe proizvodnje i investicija, a sa druge strane zabeležen je i bitan rast uvoza potrošne robe (međugodišnja stopa rasta u 10,3%), usled oporavka domaće tražnje. Ako posmatramo period od početka godine, tokom prva tri kvartala 2018. godine uvoz opreme je zabeležio međugodišnji rast od 18,8%, uvoz sredstava za reprodukciju je za 11,3% iznad onog iz prvih devet meseci 2017. godine, a uvoz potrošnih dobara je istovremeno porastao za 9,6%. U ovom periodu međugodišnji porast uvoza neklasifikovane robe je 17,9%¹⁰.

Rast domaće tražnje, relativno viši nivo svetske cene nafte u odnosu na prošlogodišnji i efekat aprecijacije dinara sa pomakom uticali su na rast uvoza tokom Q3. Za naredni period izvestan je određeni porast uvoza pod uticajem rasta domaće tražnje.

Spoljni dug

Spoljni dug 25,4 milijardi evra

Spoljni dug na kraju juna 2018. iznosi 25.413 miliona evra, tj. 61,7% BDP-a (Tabela T4-8)¹¹. Tokom prvih šest meseci 2018. godine, spoljni dug je smanjen za 606 miliona evra (za 4,7pp BDP-a), od čega je 186 miliona evra (2pp BDP-a) zabeleženo smanjenje tokom Q2.

Spoljni dug privatnog sektora nastavlja da raste, dok spoljni dug javnog sektora i dalje beleži smanjenje

Spoljni dug privatnog sektora nastavlja da raste, dok, istovremeno, spoljni dug javnog sektora i dalje beleži smanjenje. U poređenju sa krajem 2017. godine spoljni dug privatnog sektora je porastao za 280 miliona evra, dok je spoljni dug javnog sektora niži za 886 miliona evra. Takođe, početkom decembra 2018. godine država je smanjila iznos spoljnog duga za oko 900 miliona evra, usled isplate starog duga¹². Tokom prvih šest meseci 2018., po osnovu dugoročnog duga banke su se zadužile za dodatnih 94 miliona evra, dok su se preduzeća istovremeno zadužila za čak 64 miliona evra. Nivo kratkoročnog duga na kraju juna 2018. je viši za 123 miliona evra, od čega je kratkoročni dug banaka za 120 miliona evra, a privrede za tri miliona evra iznad nivoa evidentiranog na kraju 2017.

Tokom Q2 2018. država je smanjila nivo svoje zaduženosti za 143 miliona evra (za 1,2 pp BDP-a). Takođe, u Q2 privreda je blago smanjila nivo spoljnog duga - za 43 miliona evra (za 0,8 pp BDP-a) - iako je nivo dugoročnog duga privrede blago povećan: 9 miliona evra, istovremeno je nivo kratkoročnog duga niži za 52 miliona evra (Tabela T4-8).

¹⁰ Određeni iznos ukupnog uvoza nije razvrstan prema BEC nameni, a pripada uvozu iz tzv. Neklasifikovanih zemalja: 3,1 miliona evra u 2017 i 23,6 miliona evra u 2018.

¹¹ Izvor podataka za spoljni dug i međunarodnu investicionu poziciju je NBS, a poslednji raspoloživi podaci se odnose na kraj juna 2018. godine.

¹² <http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?id=14133>

U poređenju sa prošlogodišnjim stanjem (na kraju juna 2017. godine) ostvareno je znatno smanjenje spoljnog duga javnog sektora (za 1.740 miliona evra), koje je delom kompenzovano rastom spoljnog duga privatnog sektora (porast od 1.047 miliona evra). Stoga, smanjenje ukupnog spoljnog duga u periodu jun 2017-jun 2018. iznosi 693 miliona evra, tj. za 7,8 pp BDP-a. Zaduživanje privatnog sektora po osnovu dugoročnog duga u posmatranom periodu iznosi 718 miliona evra. Od toga, banke su se zadužile za 161 miliona evra, a privreda za čak 555 miliona evra. U ovom periodu iznos kratkoročnog duga je veći za 329 miliona evra veći. Od toga, kratkoročni dug banaka je za 379 miliona evra iznad, a privrede je za 50 miliona evra ispod prošlogodišnjeg nivoa (Tabela T4-8).

Tabela T4-8. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2014–2018

	2014	2015	2016	2017				2018	
				Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
stanja, u milionima evra, kraj perioda									
Ukupan spoljni dug	26.171	26.111	25.603	26.494	26.106	25.408	26.019	25.599	25.413
(U % BDP-a) ⁴⁾	73,6	72,9	69,7	71,5	69,5	66,3	66,4	63,7	61,7
Javni spoljni dug ¹⁾	13.828	14.889	14.923	15.680	15.508	14.592	14.654	13.911	13.767
(U % BDP-a) ⁴⁾	38,9	41,6	40,6	42,3	41,3	38,1	37,4	34,6	33,4
Dugoročni	13.828	14.884	14.923	15.680	15.508	14.592	14.654	13.911	13.767
od čega MMF	247	29	0	0	0	0	0	0	0
specijalna prava vučenja	455	485	484	494	495	472	465	462	458
Kratkoročni	0	5	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug ²⁾	12.343	11.223	10.680	10.815	10.599	10.816	11.365	11.688	11.645
(U % BDP-a) ⁴⁾	34,7	31,4	29,1	29,2	28,2	28,2	29,0	29,1	28,3
Dugoročni	12.227	11.030	10.231	10.138	10.081	10.133	10.641	10.790	10.798
od čega banke	2.766	2.268	1.514	1.408	1.347	1.391	1.414	1.520	1.508
od čega privreda	9.459	8.758	8.711	8.725	8.727	8.734	9.218	9.260	9.282
od čega ostali	2	4	6	6	7	7	9	9	9
Kratkoročni	116	192	450	676	518	683	724	899	847
od čega banke	89	151	404	590	382	602	641	817	761
od čega privreda	27	41	46	86	136	81	83	82	85
Neto spoljni dug ³⁾ , (u % BDP-a) ⁴⁾	45,7	44,0	41,9	45,2	43,8	38,5	41,0	38,2	34,7

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

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.

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 (954,2 miliona evra, od čega se 412,1 miliona evra odnosi na domaće banke, a 542,1 miliona evra na domaće preduzeća).

Ukupni spoljni dug umanjnjen za devizne rezerve NBS.

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

Međunarodna investiciona pozicija

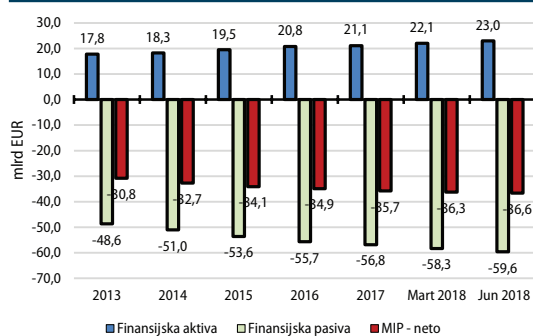
Tokom prvih šest meseci 2018. MIP Srbije je zabeležila porast od skoro milijardu evra...

...Na kraju juna iznosi 36,6 milijarde evra

Na kraju prve polovine 2018. godine međunarodna investiciona pozicija (MIP)¹³ Srbije iznosi 36,6 milijarde evra, pri čemu su potraživanja Srbije prema inostranstvu 23,0 milijarde evra, a obaveze 59,6 milijardi evra (Grafikon T4-9). Tokom prvih šest meseci 2018. godine došlo je do rasta kako finansijske aktive - za 1,9 milijardi evra, tako i finansijske pasive - za 2,8 milijarde evra. Time, u ovom periodu je ostvaren je rast MIP za 0,9 milijardi evra.

Pojedinačne pozicije u okviru neto finansijske pasive ukazuju da je na kraju juna 2018. godine iznos SDI dostigao 32,8 milijardi evra, da su krediti na nivou od 16,6 milijardi evra, a da je nivo portfolio investicija 5,7 milijardi evra. Stoga, od početka godine je zabeležen bitniji porast obaveza po osnovu SDI (za 727,0 miliona evra) i po osnovu kredita (za 506,7 miliona evra), dok je ostvaren skroman porast obaveza po osnovu portfolio investicija (4,4 miliona evra).

¹³ Međunarodna investiciona pozicija zemlje (MIP) obuhvata finansijsku aktivu (imovinu) i pasivu (obaveze) koje imaju međunarodni karakter. Ona predstavlja razliku strane finansijske aktive u našem posedu (devizne rezerve, naše direktne i portfolio investicije u inostranstvu, odobreni krediti inostranstvu i dr.) i strane finansijske pasive u Srbiji (strane direktne i portfolio investicije, dugovi prema inostranstvu i dr.). Zemlja je neto kreditor ukoliko su njena potraživanja i imovina u inostranstvu veća od strane imovine u zemlji i dugova prema inostranstvu.

Grafikon T4-9. Srbija: neto međunarodna investiciona pozicija, u mlrd EUR

Izvor: NBS

Napomena: Neto finansijska pasiva prikazana kao negativna vrednost na grafikonu.

Kako smo i prethodno istakli¹⁴, visok i rastući nivo MIP Srbije, kao i nepovoljna struktura – gde znatno učešće u pasivi imaju inostrani krediti i drugi oblici dugova prema inostranstvu – ukazuje na činjenicu da će se u budućnosti neminovno realizovati znatan odliv sredstava po osnovu kamata, koji može biti praćen i većim odlivima usled naglih povlačenja dividendi i kapitala.

Visoko učešće stranih sredstava u BDP-u, uz nisku domaću štednju, ukazuju na zavisnost Srbije od stranog kapitala. Stoga, u strukturi MIP manja zastupljenost kratkoročnih izvora može se oceniti kao povoljna, dok je svakako nepovoljno znatno učešće inostranog kapitala,

jer u slučaju eksternih poremećaja bi to moglo da predstavlja problem.

14 V. QM52 i QM53.

5. Cene i devizni kurs

U trećem kvartalu 2018. inflacija je usporila i cene su u proseku pale za 0,3% - uglavnom zbog sezonskog pojeftinjenja neprerađene hrane (svežeg voća i povrća). Međugodišnja inflacija je zbog efekta niske baze ubrzala na 2,6% u avgustu, ali se već u septembru i oktobru spustila na nivo od oko 2% - koliko bi približno trebalo da iznosi i na kraju godine. Ukupna inflacija je u 2018. dominantno bila određena kretanjem cena relativno malog broja proizvoda (naftni derivati, sveže voće i povrće i duvanski proizvodi), dok su inflatorni pritisci u ekonomiji još uvek slabi. To potvrđuje izuzetno niska međugodišnja noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata), koja je u Q3 ostala na nivou od oko 1%. U 2019. očekujemo postepeno ubrzavanje inflacije usled daljeg rasta domaće tražnje (delimično i zbog snažnog rasta zarada u javnom sektoru i penzija) i iscrpljivanja dezinfatornog uticaja aprecijacije dinara u prethodnom periodu. Međutim, procenjujemo da će se u većem delu sledeće godine ukupna inflacija ipak kretati u donjoj polovini ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$). Aprecijacijski pritisci na dinar od početka godine počeli su da jenjavaju od septembra, tako da je domaća valuta u Q3 nominalno oslabila u odnosu na evro za 0,3%. NBS je u ovoj godini opravdano sprečavala prekomerno jačanje dinara kupovinom evra na međubankarskom deviznom tržištu (ukupno 1.790 mln evra u prvih deset meseci), ali smatramo da nije dobro to što se opredelila da interveniše i na pojavu prvih naznaka deprecijacijskih pritisaka tokom septembra i oktobra (prodato 45 mln evra). Dinar je od kraja 2016. realno ojačao u odnosu na evro za oko 6% (uz istovremeni pad produktivnosti rada), što se negativno odražava na cenovnu konkurentnost domaće privrede i jedan je od uzroka kontinuiranog pogoršanja spoljnotrgovinskih tokova. Stoga smatramo da je blaga realna deprecijacija u Q3 (za 0,7%) povoljan trend koji je u skladu s ključnim ekonomskim ciljem Srbije – ubrzanjem privrednog rasta koji bi bio zasnovan na povećanju investicija i izvoza.

Cene

Inflacija je u Q3 naglo usporila usled izraženijeg pada cena hrane od sezonski uobičajenog i još uvek niskih inflatornih pritisaka

Treći kvartal 2018. godine obeležilo je usporavanje inflacije, tako da su tokom letnjih meseci cene u proseku smanjene za 0,3%. Na mesečnom nivou zabeležena je deflacija od -0,3% u julu i septembru, dok su u avgustu cene porasle za 0,3%. Međugodišnja inflacija je zbog efekta baze nastavila da se ubrzava i dostigla je maksimalnu ovogodišnju vrednost u avgustu (2,6%), nakon čega je u septembru usledio njen pad do nivoa od 2,1% (Tabela T5-1). Posmatrano po grupama proizvoda, usporavanje inflacije u Q3 može se gotovo u celosti objasniti nešto većim smanjenjem cena hrane od sezonski uobičajenog – prvenstveno svežeg voća i povrća – usled relativno dobre poljoprivredne sezone. U posmatranom periodu inflatorno su delovala poskupljenja tek nekoliko proizvoda, poput porasta cena naftnih derivata (usled rasta svetske cene nafte i jačanja dolara) i duvanskih proizvoda (usled redovnog julskog usklađivanja akciza). Do kraja 2018. ne očekujemo izraženiju promenu trendova iz prethodnih nekoliko meseci jer su inflatorni pritisci još uvek relativno niski, tako da će decembarska inflacija verovatno biti veoma blizu 2% - koliko bi trebalo da iznosi i prosečna inflacija u ovoj godini. Međutim, iako se u 2019. ulazi s niskom mesečnom inflacijom, u sledećoj godini je moguće očekivati nešto izraženiji rast nivoa cena. Tome bi prvenstveno trebalo da doprinesu nastavak rasta domaće tražnje (delimično i zbog značajnog povećanja plata u javnom sektoru), iscrpljivanje dezinfatornog uticaja aprecijacije dinara iz prethodnog perioda i najavljeno povećanje cene struje za privredu (što bi povećalo troškove proizvodnje). U suprotnom smeru mogli bi da deluju nedavni oštar pad svetske cene nafte i ovogodišnja dobra poljoprivredna sezona. Uzimajući sve ove činioce u obzir, procenjujemo da će se i uz očekivano ubrzanje inflacije u 2019. ona u većem delu godine ipak kretati u donjoj polovini ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$).

Noseća inflacija je i u Q3 ostala na rekordno niskom nivou od oko 1%, što je potvrda preovlađujuće slabih inflatornih pritisaka

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) je tokom Q3 2018. neznatno ubrzala, ali se i dalje kretala oko rekordno niskih 1% (Grafikon T5-2). Sličan trend nastavljen je i u oktobru i novembru, budući da se međugodišnja

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2012-2018

	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
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					
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
mar	192,7	1,4	0,8	0,2	3,2
apr	193,5	1,0	1,2	0,4	3,6
maj	194,7	2,2	1,8	0,6	4,9
jun	195,4	2,3	2,2	0,4	5,7
jul	194,8	2,4	1,9	-0,3	2,7
avg	195,4	2,6	2,2	0,3	1,5
sep	194,8	2,1	1,9	-0,3	-1,2
okt	195,4	2,2	2,2	0,3	1,2
nov	194,8	1,9	1,9	-0,3	-1,2

* 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.

početkom 2019. Na strani tražnje očekuje se dalji rast privatne potrošnje, čemu bi trebalo da doprinesu predviđene mere fiskalne politike (izraženo povećanje plata u budžetskom sektoru u proseku za 9% i penzija), kao i puno efektuiranje relaksacije monetarne politike ranije ove godine. U 2019. očekujemo i iscrpljivanje dezinfatornog uticaja snažne aprecijacije dinara u prethodnom periodu, što bi kao rezultat imalo veći uticaj uvoznih cena na kretanje noseće inflacije. Kretanje svetskih cena nafte i najavljeno poskupljenje cene električne energije za privredu su osnovni činiooci na strani ponude koji bi u određenoj meri mogli da povećaju troškove proizvodnje i donekle poguraju noseću inflaciju navise u prvoj polovini 2019.

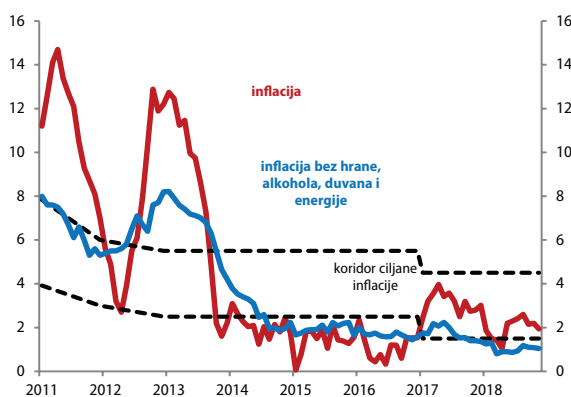
Usporavanje noseće inflacije i aprecijacijski pritisci na dinar na početku 2018. ohrabрили su Narodnu banku Srbije na smanjenje referentne kamratne stope u dva navrata (u martu i aprilu za po 0,25 baznih poena) – sa 3,5% na 3% (Grafikon T5-3). Međutim, ovo ublažavanje restriktivnosti monetarne politike nije se bitnije odrazilo na jačanje inflatornih pritisaka i kretanje kursa dinara u nastavku godine. Noseća inflacija je nastavila da se kreće oko niskih 1%, pri čemu su u posmatranom periodu i dalje preovladavali aprecijacijski pritisci na dinar. Kako bi sprečila znatnije jačanje dinara, NBS je na međubankarskom deviznom tržištu u Q3 ponovo bila neto kupac deviza (ukupno 405 mln evra). Imajući u vidu opreznost NBS u pogledu dodatne relaksacije monetarne politike, u ovoj godini ne očekujemo dalje smanjivanje referentne kamratne stope. Na

noseća inflacija spustila na 1%. Imajući u vidu da se noseća inflacija od početka 2018. kretala ispod donje granice ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$), zaključujemo da je ovogodišnji porast nivoa cena dobrim delom bio vođen poskupljenjem ograničenog broja proizvoda – voća i povrća, naftnih derivata i regulisanih cena (duvanski proizvodi) – koji se svakako isključuju iz obračuna noseće inflacije. Premda je privatna potrošnja u prva tri kvartala ove godine realno porasla za 3,2% međugodišnje, taj rast nije generisao inflatorne pritiske¹. Takođe, devizni kurs je u ovoj godini bio izrazito stabilan (dinar je nominalno ojačao u odnosu na evro za 0,1%), nakon perioda snažne aprecijacije u 2017. godini, što je takođe doprinelo tome da noseća inflacija od početka godine bude na rekordno niskom nivou. Do kraja godine ne očekujemo značajnije ubrzanje noseće inflacije, međutim, postoji nekoliko činilaca koji bi mogli doprineti njenom postepenom približavanju donjoj granici ciljanog intervala NBS (1,5%)

Uprkos niskoj nosećoj inflaciji i pretežno aprecijacijskim pritiscima na dinar, NBS je tokom Q3 i u oktobru zadržala nepromenjenu referentnu kamratnu stopu

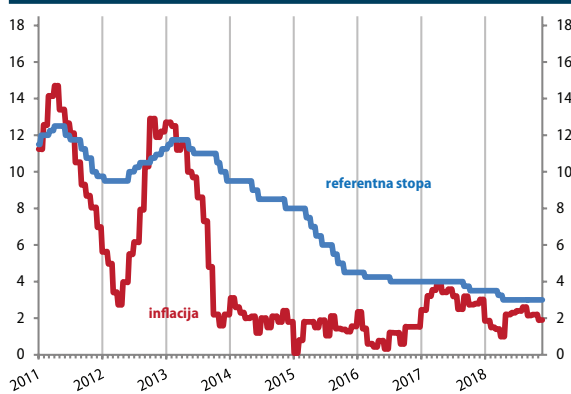
¹ Rast privatne potrošnje na nivou cele godine je za 1 procentni poen manji od rasta ukupnog BDP, a približno je jednak rastu nepoljoprivrednog BDP.

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



Izvor: NBS i proračun QM-a

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

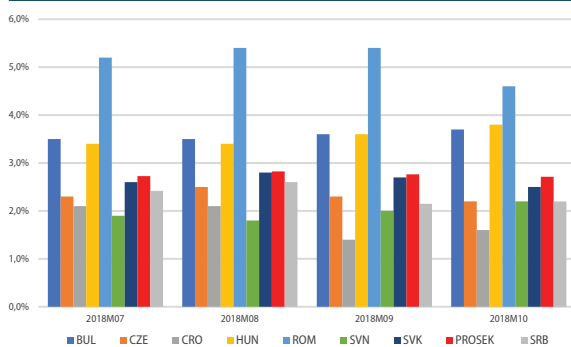


Izvor: NBS.

Inflacija u Srbiji je i dalje nešto ispod proseka uporedivih zemalja Centralne i Istočne Evrope

proseka CIE. Za čitav region karakteristično je to da su značajan doprinos ukupnoj inflaciji u 2018. dali poskupljenje naftnih derivata (usled rasta svetskih cena nafte) i donekle porast cena hrane (u Srbiji nešto više zbog većeg udela prehrambenih proizvoda u prosečnoj potrošačkoj korpi). Osnovni razlog zašto je inflacija u Srbiji još uvek nešto niža u odnosu na prosek CIE jeste to što u mnogim zemljama domaći činioči generišu mnogo veće inflatorne pritiske – snažniji rast domaće tražnje, veoma povoljna kretanja na tržištu rada (stopa nezaposlenosti je u mnogim

Grafikon T5-4. Međugodišnja inflacija u Srbiji i izabranim zemljama CIE u 2018. godini



Izvor: Nacionalni statistički zavodi i proračun QM-a

takav pristup centralne banke u dobroj meri utiču i rizici iz međunarodnog okruženja, poput neizvesnosti oko budućeg kretanja svetskih cena nafte i dalje normalizacije monetarnih politika najvažnijih centralnih banka – američkog FED-a i Evropske centralne banke. Polazeći od najnovije srednjoročne projekcije inflacije Narodne banke Srbije (prema kojoj bi inflacija trebalo da se kreće u donjoj polovini ciljnog intervala sve do kraja 2020.) i dosadašnje opreznosti u vođenju monetarne politike, procenjujemo da je malo verovatno da će doći do korekcije referentne kamatne stope i na početku 2019. S obzirom na to da je Srbija postigla makroekonomsku stabilnost, bilo bi poželjno da se pri donošenju ove odluke, uz uvažavanje eksternih rizika, obrati više pažnje i na domaća makroekonomska kretanja i ciljeve.

Od početka 2018. godine u većini zemalja CIE došlo je do postepenog ubrzavanja međugodišnje inflacije, u proseku sa 2,0% u januaru na 2,7%, koliko je iznosila u oktobru (Grafikon T5-4). Posmatrano po pojedinačnim zemljama, inflacija je u Q3 bila najniža u Hrvatskoj i Sloveniji (1,9%), a najviša u Rumuniji (4,9%) – dok je na nivou čitave CIE prosečna inflacija u Q3 iznosila 2,8%. Premda je rast cena u Srbiji još uvek nešto sporiji nego u uporedivim zemljama, sa inflacijom od 2,4% u trećem kvartalu možemo reći da je to sad već prilično blizu

proseka CIE. Za čitav region karakteristično je to da su značajan doprinos ukupnoj inflaciji u 2018. dali poskupljenje naftnih derivata (usled rasta svetskih cena nafte) i donekle porast cena hrane (u Srbiji nešto više zbog većeg udela prehrambenih proizvoda u prosečnoj potrošačkoj korpi). Osnovni razlog zašto je inflacija u Srbiji još uvek nešto niža u odnosu na prosek CIE jeste to što u mnogim zemljama domaći činioči generišu mnogo veće inflatorne pritiske – snažniji rast domaće tražnje, veoma povoljna kretanja na tržištu rada (stopa nezaposlenosti je u mnogim zemljama na istorijski najnižem nivou), ali i deprecijacija nacionalnih valuta. Posledično, nekoliko centralnih banaka bilo je prinuđeno da povećava restriktivnost monetarne politike u ovoj godini. Na primer, u Češkoj je referentna kamatna stopa povećavana već pet puta za po 0,25 b.p. (sa 0,5% na 1,75%), dok je u Rumuniji referentna kamatna stopa u 2018. povećana sa 2% na 2,5%. S druge strane, privredni ciklus u Srbiji vidno kasni u odnosu na region, tako da je malo verovatno da će se u doglednoj budućnosti javiti potreba za zaoštavanjem domaće monetarne politike.

U Q3 2018. zabeležena je blaga deflacija od -0,3%, uglavnom usled sezonskog pojeftinjenja neprerađene hrane tokom letnjih meseci

Nakon postepenog ubrzavanja inflacije u prvoj polovini 2018. godine, koje je bilo vođeno poskupljenjima hrane i naftnih derivata, u Q3 beležimo zaokret u kretanju prosečnih cena i blagu deflaciju od 0,3% (Tabela T5-5). Posmatrano na mesečnom nivou, u julu i septembru je došlo do pada nivoa cena za po 0,3%, dok je u avgustu zabeležena inflacija od 0,3%. Najveći doprinos pojeftinjenju prosečne potrošačke korpe u Q3 2018. potiče od smanjenja cena hrane za oko 2% (doprinos -0,6 p.p.) – uglavnom usled sezonskog pada cena svežeg povrća od gotovo 10% (doprinos -0,4 p.p.). Sezonski činioći uticali su i na pad cena odeće i obuće u posmatranom periodu za 2,9% (doprinos -0,1 p.p.). U suprotnom smeru delovalo je julsko povećanje cena duvanskih proizvoda za 3,9% (doprinos 0,2 p.p.), usled redovnog zakonskog usklađivanja akciza. Na kraju, porast svetskih cena nafte od početka 2018. i jačanje dolara su se i u Q3 odrazili na poskupljenje naftnih derivata na domaćem tržištu, tako da su cene proizvoda i usluga u oblasti transporta porasle u proseku za 1,3% (doprinos 0,2 p.p.). Promene cena ostalih proizvoda i usluga su tokom Q3 bile zanemarljivo male, a njihovi doprinosi ukupnoj inflaciji međusobno se uglavnom potiru.

Posle oktobarske inflacije od 0,3% usledila je deflacija u novembru, tako da su cene u proseku ostale nepromenjene

U oktobru je nastavljen trend niske inflacije i zabeležen je porast nivoa cena od 0,3% (Tabela T5-4), i to onih proizvoda koji su i u dosadašnjem delu 2018. dominantno uticali na kretanje inflacije. Prehrambeni proizvodi su u proseku poskupeli za 0,3% (doprinos 0,1 p.p.) kao rezultat dva suprotstavljena trenda – sveže povrće je poskupelo za 6,7% (doprinos 0,3 p.p.) dok je sveže voće pojeftinilo za 10,9% (doprinos -0,2 p.p.) – u oba slučaja pod uticajem sezonskih činilaca. U oktobru po pravilu dolazi i do porasta cena odeće i obuće, koji je u ovom mesecu 2018. iznosio u proseku 2% (doprinos 0,1 p.p.). Na kraju, došlo je do još jednog poskupljenja naftnih derivata za 1,6% što je doprinelo ubrzanju mesečne inflacije za 0,1 p.p. Sasvim suprotno, u novembru je došlo do deflacije od 0,3% tako da su prosečne cene u ova dva meseca ostale praktično nepromenjene. Za pad nivoa cena u novembru najodgovornije je pojeftinjenje prehrambenih proizvoda za 1% (doprinos -0,3 p.p.), koje potiče od smanjenja cena voća za 10,5% (doprinos -0,2 p.p.) i svežeg mesa za 2% (doprinos 0,1 p.p.). Zahvaljujući nedavnom padu svetskih cena nafte, u novembru beležimo i skromno pojeftinjenje naftnih derivata za 1,2% (doprinos nepunih -0,1 p.p.), dok su cene ostalih proizvoda i usluga u zbiru neznatno porasle. Posledično, ukupna inflacija je u ovom mesecu u skladu s našim očekivanjima usporila na 1,9%.

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

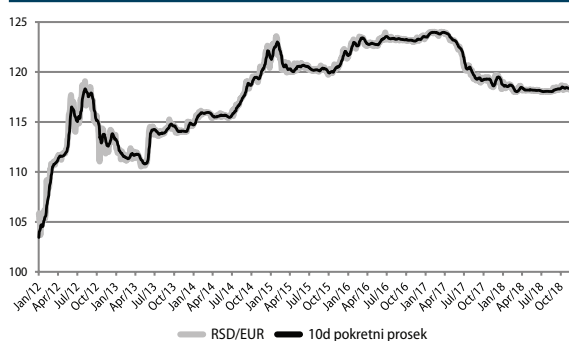
	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q3 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u oktobru 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u novembru 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	-0,3	-0,3	0,3	0,3	-0,3	-0,3
Hrana i bezalkoholna pića	31,7	-2,0	-0,6	0,3	0,1	-1,0	-0,3
Hrana	28,1	-2,2	-0,6	0,3	0,1	-1,1	-0,3
Alkoholna pića i duvan	6,9	2,5	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Duvan	4,4	3,9	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,7	-2,9	-0,1	2,0	0,1	0,5	0,0
Stanovanje, voda struja	13,8	0,8	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,9	-0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Zdravstvo	4,9	0,6	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0
Transport	12,4	1,2	0,2	1,0	0,1	-0,2	0,0
Goriva i maziva	5,9	1,2	0,1	1,6	0,1	-1,2	-0,1
Komunikacije	5,0	-0,7	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0
Ostalo	15,9		0,0		0,0		0,0

Izvor: RZS i proračun QM-a

Devizni kurs

Dinar je tokom Q3 uprkos pretežno aprecijacijskim pritiscima nominalno oslabio u odnosu na evro i dolar za 0,3%

Aprecijacijski pritisci na dinar prisutni još od februara 2018. nastavili su se i tokom Q3, zbog čega je NBS intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu kupovinom 420 mln evra. Na taj način sprečeno je osetnije jačanje dinara u odnosu na evro i domaća valuta zapravo je oslabila za 0,3% u odnosu na kraj Q2, odnosno za 0,1% kad se posmatraju proseki kvartala (Grafikon T5-6). Pored činilaca koji su i u prvoj polovini godine doprinicali aprecijacijskim pritiscima na dinar (povećan priliv SDI, pojačano zaduživanje države na domaćem finansijskom tržištu i suficit u budžetu zbog kojeg je de facto u prvih devet meseci povučeno s novčanog tržišta preko 50 mlrd dinara), za letnje mesece je sezonski uobičajen i povećan priliv deviznih doznaka i prihoda od turizma. Međutim, od septembra primetno je slabljenje aprecijacijskih pritisaka na dinar tako da se NBS u nekoliko navrata prvi put posle januara pojavljivala na MDT kao kupac deviza kako bi ublažila dnevno slabljenje dinara (ukupno 45 mln evra u septembru i oktobru). Imajući u vidu da je dinar u dužem periodu uglavnom jačao (realno i nominalno), smatramo da intervencije na prve naznake deprecijacijskih pritisaka ekonomski nisu opravdane niti su u skladu s politikom usmeravanja kursa ka konkurentskom nivou koji uravnotežava spoljne bilanse. U odnosu na

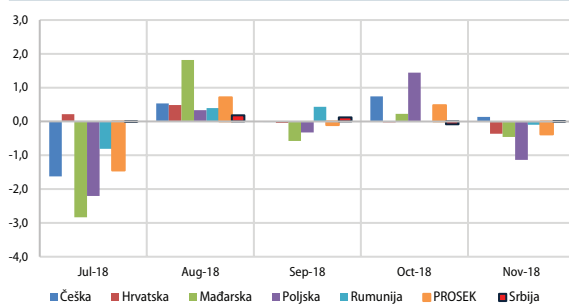
Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2012-2018

Izvor: NBS

Dinar je od početka 2018. jedna od najstabilnijih valuta regionu CIE, dobrim delom zbog obimnih intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu

bila manje izražena u poređenju s valutama drugih zemalja CIE sa istim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7). Ilustracije radi, korpa valuta zemalja CIE je u dosadašnjem delu 2018. nominalno oslabila u odnosu na evro za 1,6%, pri čemu je pored dinara jedino još hrvatska kuna ojačala u odnosu na evropsku valutu (0,5%). Mesečne oscilacije kursa dinara prema evru najčešće su bile u granicama uskog intervala $\pm 0,2\%$ (izuzev u februaru), što je dobrim delom rezultat prilično obimnih intervencija Narodne banke Srbije na međubankarskom deviznom tržištu. U prvih deset meseci NBS je kupila ukupno 1.790 mln evra kako bi ublažila aprecijacijske pritiske na dinar, odnosno prodala 225 mln evra kako bi sprečila slabljenje domaće valute. S jedne strane, intervencije u smeru sprečavanja prekomernog jačanja dinara ekonomski su potpuno opravdane, budući da se produženi period ekonomski neutemeljeno jakog dinara već negativno odražava na cenovnu konkurentnost privrede i trgovinski deficit Srbije. Nepovoljnom trendu jačanja domaće valute koji je prisutan još od druge polovine 2016. godine bitno doprinosi i sama NBS reagovanjem na prve naznake deprecijacijskih pritisaka – što je bio slučaj u septembru i oktobru. Još jedan od razloga za česte i relativno velike intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu jeste i nedovoljna koordinacija fiskalne i monetarne politike. Naime, relativno veliki suficit u budžetu smanjuje ponudu dinara na domaćem novčanom tržištu, dok dominantno oslanjanje države na domaće devizne izvore finansiranja za otplatu dospelih spoljnih dugova povećava priliv deviza – što sve stvara aprecijacijske pritiske na dinar koje NBS onda mora da neutrališe kupovinom evra na MDT.

Dinar je u trećem kvartalu 2018. realno deprecirao u odnosu na evro za 0,7% čime je napokon zaustavljen trend izraženog realnog jačanja domaće valute koji je trajao još od Q4 2016. godine (Grafikon T5-8). Ako posmatramo prvih deset meseci ove godine, dinar je ipak realno aprecirao za 1% - najviše u poređenju s valutama zemalja CIE posle hrvatske kune (1,9%). Valute preostalih zemalja CIE sa sličnim režimom deviznog kursa uglavnom su realno oslabile

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

Izvor: Eurostat, NBS, proračun QM-a

Napomena: prirast označava deprecijaciju.

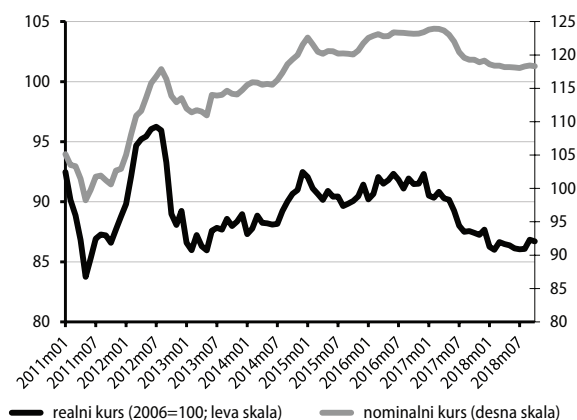
američki dolar, dinar je u Q3 takođe oslabio za 0,3%, budući da je kurs dolara prema evru u posmatranom periodu bio prilično stabilan. Kad se posmatraju proseci kvartala slabljenje je bilo nešto izraženije (2,5%) usled efekta baze i činjenice da je dolar naglo ojačao tek polovinom Q2. Dinar je u Q3 oslabio i u odnosu na švajcarski franak za 2,1%, odnosno za 2,6% na nivou kvartalnih proseka.

Zaključno s novembrom mesecom, dinar je u 2018. samo neznatno ojačao u odnosu na evro (0,1%), pri čemu je i volatilnost kursa dinara na mesečnom nivou uglavnom

U Q3 je zaustavljen trend realne aprecijacije dinara, tako da je posle duže vremena domaća valuta realno blago oslabila u odnosu na evro

u odnosu na evro – poljski zlot za 3,3%, mađarska forinta za 1,6% i češka kruna za 0,5%. Imajući u vidu da su ove ekonomije u prethodnom periodu ostvarivale značajan rast produktivnosti rada, realno slabljenje nacionalnih valuta dodatno je poboljšalo konkurentnost njihovih privreda. U Srbiji je, međutim, situacija obrnuta. Dinar je od kraja 2016. realno ojačao u odnosu na evro za oko 6%, dok je istovremeno produktivnost rada smanjena za nekoliko procenata (u zavisnosti od izvora podataka o broju zaposlenih lica). S obzirom na to da ovaj produženi period realne aprecijacije domaće

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



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

Napomena: porast predstavlja deprecijaciju

valute nije imao čvrsto uporište u kretanju makroekonomskih fundamenata, to već ima negativne posledice na konkurentnost domaće privrede u odnosu na zemlje EU i druge važne trgovinske partnere. Tako je i u Q3 2018. nastavljeno pogoršavanje deficita tekućeg računa u odnosu na prošlu godinu i prethodne kvartale ove godine (naročito deficita u robnoj razmeni), a smanjuje se i pokrivenost uvoza izvozom. Stoga pozitivno ocenjujemo trend blage realne deprecijacije dinara u poslednjih nekoliko meseci i to je dobar ekonomski cilj koji bi NBS trebalo da ima u vidu pri donošenju budućih odluka o intervencijama na deviznom tržištu.

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q3 je ostvaren konsolidovani fiskalni suficit od 21,5 mlrd. dinara (1,7% kvartalnog BDP-a), kao rezultat nastavka umerenog rasta javnih (i poreskih i neporeskih) prihoda i rasta javnih rashoda. Poreski prihodi su u Q3 umereno rasli, pri čemu je rast zabeležen kod svih poreskih oblika, osim kod akciza. Rast prihoda od većine poreskih oblika je u skladu sa dinamikom relevantnih makroekonomskih osnovica, dok je rast prihoda od poreza na dobit znatno sporiji od rasta profitabilnosti privrede. S druge strane, prihodi od akciza u Q3 beleže osetan pad, i to pre svega po osnovu akciza na cigarete, gde je zabeležen pad prihoda za gotovo četvrtinu u odnosu na isti period prošle godine. Ako do kraja godine ne bude osetnijeg rasta prihoda od akciza na cigarete, to bi moglo da sugerise da je ponovo došlo do rasta sive ekonomije u prometu duvanskih proizvoda. Javni rashodi su u Q3 zabeležili rast, i to po osnovu umerenog rasta tekućih rashoda (pre svega na plate i robu i usluge), te snažnog rasta kapitalnih rashoda, koji su u tom kvartalu zabeležili snažan međugodišnji rast. Shodno tome, u prvih devet meseci 2018. kapitalni rashodi su bili za preko 55% realno veći nego u istom periodu prošle godine, tako da su dostigli 3,3% BDP-a. Iako je rast kapitalnih rashoda poželjan, struktura rasta kapitalnih rashoda je takva da će efekti na privredni rast biti ograničeni, budući da je povećanje kapitalnih rashoda prevashodno posledica većih ulaganja u vojnu opremu uvoznog porekla, a ne u infrastrukturu. U prvih devet meseci 2018. godine, ostvaren je realni međugodišnji rast javnih prihoda (za 4%), kao i javnih rashoda (za 6,3%), te ukoliko se postojeći trendovi nastave, procenjuje se da će fiskalni suficit u 2018. iznositi oko 0,6% BDP. Veći fiskalni suficit od Srbije ostvariće devet evropskih zemalja, dok će ostale ostvariti manji suficit ili deficit, tako da će prosečan deficit u zemljama EU iznositi oko 0,4% BDP-a. Fiskalnim okvirom za 2019. u Srbiji je predviđen deficit od 0,5% BDP, što se ocenjuje kao adekvatno, ali bi za značajnije podsticajno delovanje fiskalne politike na privredni rast bilo potrebno osetnije povećanje kapitalnih ulaganja u infrastrukturu (pored planiranog rasta ulaganja u vojnu opremu), te značajnije smanjenje fiskalnog opterećenja rada, uz manji rast zarada u javnom sektoru. Javni dug na kraju Q3 iznosio je 23,9 mlrd. evra (oko 57,1% BDP-a), što je za oko 700 miliona evra više u odnosu na kraj 2017. godine, i to pre svega usled zaduživanja države unapred, radi otplate kreditnih obaveza koje dospevaju krajem godine.

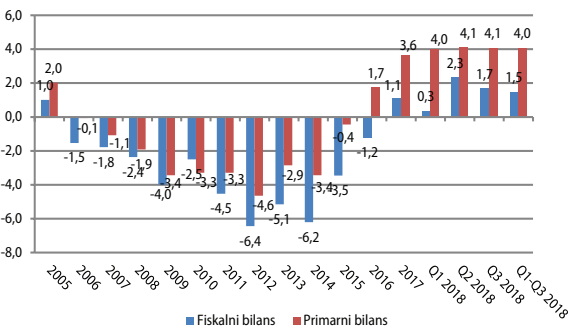
Fiskalne tendencije i makroekonomske implikacije

U Q3 je ostvaren fiskalni suficit od 21,5 mlrd. dinara (1,7% BDP-a)

U periodu Q1-Q3 ostvaren je suficit od 54,3 mlrd. dinara (1,5% BDP-a)

U Q3 je ostvaren konsolidovani fiskalni suficit od 21,5 mlrd. dinara (1,7% kvartalnog BDP-a), a kada se isključe rashodi kamata, primarni suficit je iznosio oko 52,3 mlrd. dinara (oko 4,1% kvartalnog BDP-a). Fiskalni rezultat ostvaren u Q3 predstavlja neto efekat nastavka rasta javnih prihoda i nešto bržeg rasta javnih rashoda.

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



Izvor: Obračun QM-a

Na nivou tri kvartala 2018. godine ostvaren je konsolidovani fiskalni suficit od 54,3 mlrd. dinara (tj. oko 1,5% devetomesečnog BDP-a), dok je primarni fiskalni suficit iznosio 149,3 mlrd. dinara (tj. oko 4% devetomesečnog BDP-a). Fiskalni rezultat ostvaren u ovom periodu predstavlja posledicu umerenog realnog međugodišnjeg rasta javnih prihoda, kao i rasta javnih rashoda. Rast javnih prihoda u prvih devet meseci 2018. godine ostvaren je po osnovu umerenog rasta i poreskih i neporeskih prihoda, dok je rast ukupnih rashoda pre svega posledica povećanja rashoda na robu i usluge i na plate, te snažnog rasta kapitalnih rashoda.

Javni prihodi u Q3 nastavljaju blagi rast, ali pre svega usled povećanja neporeskih prihoda

Javni prihodi su u Q3 2018. nastavili umeren realan međugodišnji rast, koji je iznosio 5,4%, i bio nešto brži nego u prethodna dva kvartala. U Q3 je ostvaren i umeren, realni desezonirani rast javnih prihoda u odnosu na prethodni kvartal¹ (za 1,5%). Do daljeg međugodišnjeg realnog rasta javnih prihoda u Q3 došlo je usled umerenog rasta poreskih prihoda, te snažnog rasta neporeskih prihoda. Na nivou prva tri kvartala 2018. godine javni prihodi su realno porasli za 4% u odnosu na isti period prošle godine, takođe po osnovu rasta i poreskih i neporeskih prihoda.

Poreski prihodi u Q3 rastu...usled povećanja prihoda od svih poreza, osim od akciza koje opadaju

Nakon usporavanja u Q2, rast poreskih prihoda u Q3 je ponovo ubrzan, tako da su oni bili realno veći za 3,6% u odnosu na isti period prošle godine, a solidan rast od 2,1% je ostvaren i u odnosu na prethodni kvartal. Na dinamiku ukupnih poreskih prihoda u Q3 uticao je snažan međugodišnji rast prihoda od PDV-a (za 7,4%), doprinosa (za 6,8%), poreza na dohodak (za 8,5%), kao i carina (za 7,3%), dok je rast prihoda od poreza na dobit bio nešto sporiji (3,2%). S druge strane, prihodi od akciza su nastavili dalji, relativno snažan realan pad, budući da je nakon međugodišnjeg pada za 6,2% u Q2, još veći pad (za 10,8%) zabeležen u Q3. Opšta ocena je da se dinamika prihoda od većine poreskih oblika, osim od poreza na dobit i akciza, može objasniti kretanjem relevantnih makroekonomskih poreskih osnovica. Rast prihoda od PDV je približan rastu potrošnje (npr. prometa u trgovini na malo), rast prihoda od carina odražava rast uvoza, dok je rast prihoda od poreza na dohodak i doprinosa približno srazmeran kumulativnom rastu zarada i zaposlenosti. Rast prihoda od poreza na dobit je znatno sporiji nego što bi se moglo očekivati shodno dinamici profitabilnosti privrede, a razlika se između ostalog, može objasniti i korišćenjem poreskih gubitaka za umanjenje tekuće poreske osnovice, u državnim preduzećima koja su u 2017. godini poslovala pozitivno, kao i oslobođanjem od plaćanja poreza preduzeća koja su imala visoke investicije. Snažan međugodišnji pad prihoda od akciza ostvaren je pre svega usled drastičnog pada prihoda od akciza na cigarete, koji su u Q3 2018. godine bili za četvrtinu manji nego u istom kvartalu 2017. godine. Takođe se uočava da su prihodi od akciza na cigarete u prvih devet meseci 2018. za 4,3% realno manji nego u istom periodu prošle godine, i pored povećanja stopa akciza. Ukoliko u ostatku godine ne dođe do osetnijeg rasta prihoda od akciza na cigarete, ovi trendovi bi mogli ukazivati na ponovno povećanje sive ekonomije u domenu prometa duvanskih proizvoda, što bi trebalo pratiti i analizirati u narednim kvartalima.

Na nivou prvih devet meseci 2018. godine poreski prihodi su bili realno veći za 3,7% u odnosu na isti period 2017. godine, pri čemu je rast zabeležen kod svih poreskih oblika, osim kod poreza na dobit i kod akciza, koji su blago realno opali.

U Q3 se nastavlja agresivna naplata dividendi, što se negativno odražava na investicioni potencijal javnih preduzeća

U Q3 je nastavljen međugodišnji realan rast neporeskih prihoda (za 16,9%) započet u prethodnom kvartalu, pre svega usled uplata dividendi javnih i državnih preduzeća. Na nivou prvih devet meseci 2018. godine neporeski prihodi su bili realno veći za 5,5% u odnosu na isti period 2017. godine, što ukazuje da i pored dobrih fiskalnih rezultata, država nastavlja sa politikom agresivne naplate dividendi od javnih i državnih preduzeća, na taj način smanjujući njihov investicioni potencijal.

Javni rashodi u Q3 znatno rastu, pre svega usled povećanja kapitalnih rashoda, te izdataka na robu i usluge i na plate

U Q3 se nastavlja realan međugodišnji rast javnih rashoda, započet u Q1, pri čemu je u Q3 rast rashoda znatno ubrzan. Tako su ukupni javni rashodi u Q3 2018. zabeležili rast od 9,5% u odnosu na isti period prošle godine, dok je u odnosu na prethodni kvartal rast iznosio 2,8%, i to po osnovu umerenog rasta tekućih rashoda, te snažnog rasta kapitalnih rashoda. Na nivou prva tri kvartala 2018. godine javni rashodi su ostvarili realan međugodišnji rast za 6,3%.

Tekući rashodi u Q3 umereno rastu, kao neto rezultat rasta rashoda na plate, penzije i robu i usluge, te pada rashoda kamata

Tako su tekući rashodi u Q3 realno međugodišnje porasli za 5,5%, i to pre svega usled nastavka rasta rashoda na plate (za 6,4%), penzije (2,2%) i robu i usluge (11,8%). Ocenjuje se da je dinamika ovih vrsta tekućih rashoda u prvih devet meseci 2018. godine uglavnom bila u skladu sa planom. S druge strane, rashodi na kamate su u Q3 nastavili međugodišnji pad (za 3,5%), tako da su na nivou prvih devet meseci ukupni rashodi na kamate bili manji za 10,5% u odnosu na isti period prošle godine, pre svega usled kamatnih stopa i blage realne aprecijacije kursa dinara. Rashodi na subvencije su u Q3 zabeležili blagi međugodišnji rast (za 2,3%), dok su na nivou prvih devet meseci 2018. ovi rashodi bili realno gotovo nepromenjeni u odnosu na isti period prošle godine.

¹ Stope realnog rasta svih varijabli u odnosu na prethodni kvartal tekuće godine izračunate su na bazi desezoniranih podataka.

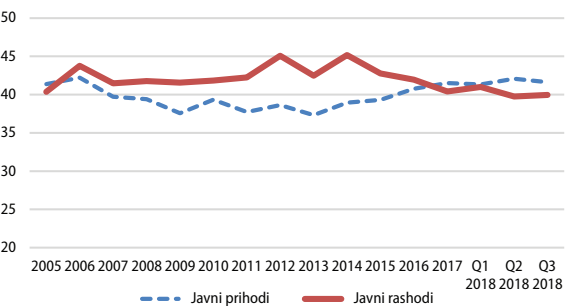
Kapitalni rashodi u Q3 rastu za 77,5%, a na nivou prvih devet meseci rast iznosi 55,6%

Rast kapitalnih rashoda je posledica većih ulaganja u vojnu opremu, a ne rasta ulaganja u infrastrukturu

Kapitalni rashodi su u Q3 bili realno veći za 77,5% u odnosu na isti period prošle godine, što predstavlja nastavak pozitivnog trenda iz prethodnih kvartala. Tako su u prvih devet meseci 2018. godine kapitalni rashodi realno međugodišnje porasli za 55,6% i iznosili su oko 3,3% devetomesečnog BDP-a. Dakle, zbog vrlo niske prošlogodišnje osnovice i pored visoke stope rasta u ovoj godini učešće kapitalnih rashoda u BDP je i dalje vrlo skromno.

Na snažan rast kapitalnih rashoda značajno je uticalo povećanje ulaganja u vojnu i policijsku opremu, koje se na godišnjem nivou procenjuju na oko 30 mlrd. dinara, što je za preko 30% iznad plana. Rast ukupnog iznosa kapitalnih rashoda se može oceniti kao poželjan, iako je sa kapitalnim izdacima od 3,3% BDP-a Srbija i dalje znatno ispod proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope (4-5% BDP-a). Ipak, struktura rasta kapitalnih rashoda je takva da će pozitivan efekat na privredni rast biti ograničen, budući da je rast ukupnih kapitalnih rashoda pre svega posledica većih ulaganja u vojnu opremu, a ne u saobraćajnu, ekološku i ostalu infrastrukturu. Naime, ulaganja u infrastrukturu utiču pozitivno na rast privrede i sa strane tražnje i sa strane ponude. Tako veća ulaganja u infrastrukturu, u trenutku realizacije dovode do angažovanja domaće radne snage i u znatnoj meri i domaćih materijala, što dovodi do rasta domaće tražnje. Osim toga, uspešna realizacija infrastrukturnih projekata utiče na unapređenje uslova poslovanja u Srbiji, čime se podstiču investicije i buduća proizvodnja. S druge strane, ulaganja u vojnu opremu ne utiču direktno na uslove investiranja i poslovanja u zemlji, a i efekat na strani tražnje je ograničen, budući da se ta ulaganja većim delom odnose na kupovinu uvozne opreme.

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



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

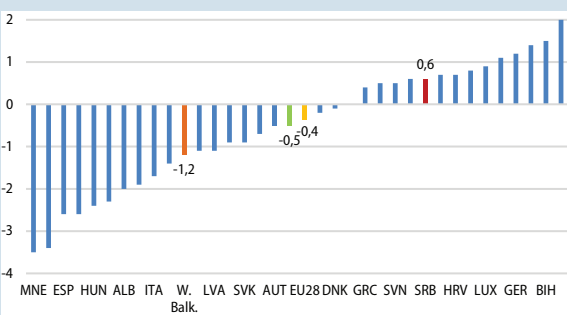
Fiskalna kretanja u Q3 su povoljnija od plana, tako da bi u 2018. mogao da bude ostvaren suficit od oko 0,6% BDP-a

Polazeći od uobičajene unutargodišnje dinamike, procenjuje se da su fiskalna kretanja i u Q3, kao i u prethodna dva kvartala bila povoljnija u odnosu na plan. Ukoliko bi se slična dinamika nastavila i u narednom periodu, i ne bi bilo vanrednih promena u politici javnih prihoda i javnih rashoda, procenjuje se da bi u 2018. godini bio ostvaren fiskalni suficit od oko 0,6% BDP-a, umesto planiranog fiskalnog deficita od 0,7% BDP-a.

Okvir 1. Fiskalni bilans u evropskim zemljama u 2018. godini

Prema revidiranim podacima o ekonomskim izgledima evropskih privreda u 2018. godini, objavljenim u jesenjem izveštaju Evropske komisije, 12 zemalja članica će u 2018. godini ostvariti fiskalni suficit, 15 zemalja će ostvariti fiskalni deficit, dok će jedna zemlja imati fiskalnu ravnotežu (Grafikon T6-3). U proseku će u 2018. godini zemlje EU ostvariti fiskalni deficit od oko 0,4% BDP-a, što je približno i proseku zemalja Centralne i Istočne Evrope (-0,5% BDP-a).

Grafikon T6-3. Konsolidovani fiskalni bilans u Evropi u 2018. godini, % BDP



Izvor: Evropska komisija i Svetska banka

Od zemalja Zapadnog Balkana, njih tri će ostvariti fiskalni deficit (Crna Gora, Makedonija i Albanija), dok će dve zemlje ostvariti fiskalni suficit (BiH i Srbija). U proseku, zemlje Zapadnog Balkana će u 2018. godini ostvariti fiskalni deficit od oko 1,2% BDP-a.

Shodno navedenom, ocenjuje se da će u 2018. godini većina evropskih zemalja ostvariti dobre fiskalne rezultate, što je delimično posledica povoljnih ekonomskih

kretanja, tj. solidne dinamike rasta evropskih privreda, a delom i posledica sprovedenih mera fiskalne konsolidacije u većem broju evropskih zemalja u prvoj polovini tekuće decenije. Osim toga, uočava se da će fiskalni rezultat koji će Srbija ostvariti u 2018. godini biti nešto bolji od proseka zemalja EU, CIE i Zapadnog Balkana, iako će veći fiskalni suficit od Srbije u ovoj godini ostvariti 9 evropskih zemalja.

Planirani deficit za 2019. godinu je adekvatan...

Kod definisanja opšteg fiskalnog okvira, potrebno je balansirati između zahteva za dugoročnom održivošću javnih finansija i potrebe da se i fiskalnom politikom pozitivno utiče na dinamiku privrednog rasta. U tom smislu, planirani fiskalni deficit od 0,5% BDP-a u 2019. godini se ocenjuje kao adekvatan, budući da bi njegova realizacija obezbedila dalji pad odnosa javnog duga i BDP-a.

...ali strukturne karakteristike fiskalne politike nisu dovoljno podsticajne za rast privrede

Kada je reč o uticaju strukture konsolidovanog budžeta za narednu godinu na privredni rast, uočavaju se tri grupe mera – povećanje plata i penzija, povećanje kapitalnih rashoda i smanjenje fiskalnog opterećenja zarada. Predviđeno povećanje plata od oko 9% se ocenjuje kao veće nego što je ekonomski opravdano, imajući u vidu očekivanu dinamiku rasta zarada u privatnom sektoru i privredne aktivnosti. Na taj način se nastavlja trend bržeg rasta zarada u javnom nego u privatnom sektoru, budući da je i u 2018. godini rast zarada u privatnom sektoru (koji je iznosio oko 5%) bio gotovo duplo sporiji nego i javnom sektoru. Efekat ekspanzivne politike zarada je delimično umanjen nastavkom zabrane zapošljavanja u javnom sektoru, tako da je očekivani rast platnog fonda srazmeran rastu BDP-a, usled čega se očekuje stagnacija relativne visine platnog fonda. Ipak, snažan rast zarada će se većim delom prelići na rast uvoza i pogoršanje platnobilansne pozicije zemlje, a može delovati i distorzivno na tržište rada, budući da je očekivani rast zarada u privatnom sektoru sporiji. Takođe, nije jasno po kojem kriterijumu su definisane diferencirane stope povećanja zarada, što je problem koji se ne bi javljao da je uveden sistem platnih razreda. Ponovno odlaganje uvođenja platnih razreda ukazuje na nedostatak kapaciteta države da takav sistem uvede, a može odražavati i odsustvo političke spremnosti na takav korak.

Fiskalnim okvirom za narednu godinu predviđeno je dalje povećanje kapitalnih rashoda, na oko 4% BDP-a, što je, bilansno posmatrano, ekonomski opravdano, ali nedovoljno. Stoga, sa daljim povećanjem kapitalnih rashoda bi trebalo nastaviti i u narednim godinama, kako bi se oni u dužem periodu stabilizovali na nivou od 4-5% BDP-a. Uticaj kapitalnih rashoda na rast privrede zavisi od njihovog iznosa, ali i od strukture. U tom smislu, uočava se da je veliki deo tog rasta kapitalnih rashoda u 2019. posledica značajnog povećanja ulaganja u vojnu i policijsku opremu, kao i u 2018. godini, što ima relativno ograničen efekat na rast privrede. S druge strane, nije planirano osetnije povećanje ulaganja u saobraćajnu i ekološku infrastrukturu, kao ni u objekte i opremu važnih društvenih delatnosti, kao što je obrazovanje i zdravstvo, što se ocenjuje kao negativno.

Smanjenje doprinosa na zarade za 0,75 procentnih poena se ocenjuje kao ekonomski opravdano, ali relativno skromno, tako da se ne očekuje da ima znatnije efekte na kretanja na tržištu rada.

Za rast bi bilo bolje da su značajnije povećane produktivne investicije, te da su osetnije smanjeni doprinosi na rad, uz sporiji rast zarada

Shodno navedenom, ocenjuje se da bi iz perspektive podsticanja privrednog rasta ispravnije bilo da je fiskalni prostor iskorišćen u većoj meri za povećanje produktivnih kapitalnih rashoda (ulaganje u infrastrukturu), te za osetnije smanjenje fiskalnog opterećenja zarada, uz sporiji rast zarada u javnom sektoru. Osim toga, potrebno je intenziviranje aktivnosti na restrukturiranju velikih javnih preduzeća (pre svega EPS-a), te intenziviranje procesa privatizacije državnih preduzeća (pre svega petrohemijskog kompleksa). Osim toga, potrebno je znatno unapređenje transparentnosti i kvaliteta upravljanja u javnim preduzećima, kako bi se smanjili rizici zloupotrebe javnih sredstava, kroz ekonomski sporne poslovne i investicione odluke menadžmenta tih preduzeća.

Analiza kretanja javnog duga

Javni dug Srbije na kraju Q3 2018. iznosio je 23,9 mlrd. evra (57,1% BDP-a)...

...a sa dugom lokalnih zajednica – 58% BDP-a

Na kraju Q3 2018. godine javni dug Srbije iznosio je 23,9 mlrd. evra (57,1% BDP), a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica, javni dug je iznosio oko 58% BDP-a, što je za oko 100 miliona evra manje nego na kraju Q2, a za oko 700 miliona evra više nego na kraju 2017. godine, i to po osnovu rasta direktnog duga, dok indirektni dug nastavlja da opada. Rast apsolutnog iznosa duga u toku 2018. posledica je zaduživanja države unapred, radi otplate kreditnih obaveza koje dospevaju krajem godine.

Tabela T6-4. Srbija: Javni dug¹ 2000-2018.

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra																
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
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	21,4	22,0	22,4	22,4
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	9,1	9,7	9,7	9,8
Spoljni dug	10,1	5,4	4,7	4,6	4,7	4,4	5,9	7,2	8,6	10,2	12,0	13,4	13,9	12,4	12,3	12,7	12,6
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	1,8	1,7	1,6	1,6
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	23,2	23,7	24,0	23,9
Javni dug/BDP (QM) ²	169,3%	52,1%	36,1%	29,9%	28,3%	32,8%	41,9%	44,4%	56,1%	55,9%	66,2%	70,0%	68,0%	57,8%	58,2%	58,0%	57,1%

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

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije

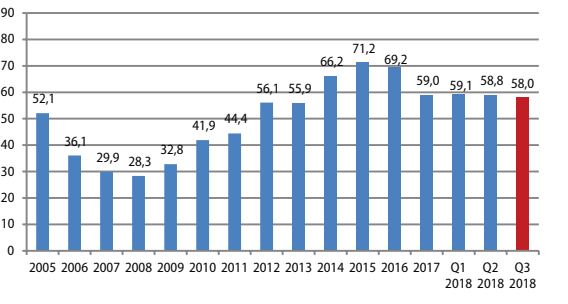
3) Procena QM (Kao osnov za poređenje koristi se suma nominalnog BDP u tekućem i u prethodna tri kvartala). Iznos ne uključuje negarantovani dug lokalnih samouprava

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Promene kursa dinara uticale na blagi pad javnog duga

Do kraja godine očekuje se dalji pad javnog duga

Grafikon T 6-5. Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a.

U Q3 nije bilo značajnijih promena kursa dinara prema evru i američkom dolaru. Od početka godine do kraja Q3, kurs dinara prema evru je realno blago aprecirao, dok je u odnosu na američki dolar realan kurs stagnirao, tako da je kumulativno promena kursa dinara uticala na blago smanjenje javnog duga.

S obzirom da je u prethodnom periodu država obezbedila značajne iznose depozita, radi izmirenja obaveza koje se isplaćuju u decembru, uključujući i otplatu obaveza od oko 900 miliona evra, po osnovu obveznica

emitovanih 2013. godine, očekuje se da će do kraja 2018. Godine javni dug blago opasti, na oko 55-56% BDP-a.

Prilozi

Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2010-2018. (mlrd. dinara)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017				2018				
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3
I UKUPNI PRIHODI	1.278,4	1.362,6	1.472,1	1.538,1	1.620,8	1.694,8	1.842,7	450,0	503,8	497,5	522,1	1.973,4	473,8	526,9	536,9	1.537,6
1. Tekući prihodi	1.215,7	1.297,9	1.393,8	1.461,3	1.540,8	1.687,6	1.833,3	448,1	502,4	496,4	518,0	1.964,9	472,5	525,1	534,3	1.531,9
Poreski prihodi	1.056,5	1.131,0	1.225,9	1.296,4	1.369,9	1.463,6	1.585,8	386,4	444,9	438,7	447,9	1.717,9	420,0	456,4	465,3	1.341,7
Porez na dohodak	139,1	150,8	35,3	156,1	146,5	146,8	155,1	37,5	40,7	43,4	46,3	167,9	40,1	40,6	48,2	129,0
Porez na dobit	32,6	37,8	54,8	60,7	72,7	62,7	80,4	18,9	49,0	21,6	22,2	111,8	22,9	44,6	22,9	90,4
PDV	319,4	342,4	367,5	380,6	409,6	416,1	453,5	109,6	119,5	127,0	123,2	479,3	110,3	125,6	139,7	375,6
Akcize	152,4	170,9	181,1	204,8	212,5	235,8	265,6	64,9	65,2	78,3	71,6	279,9	76,9	62,2	71,5	210,6
Carine	44,3	38,8	35,8	32,5	31,2	33,3	36,4	9,3	9,7	9,9	10,8	39,7	10,0	10,4	10,9	31,3
Doprinosi	323,0	346,6	378,9	418,3	440,3	505,7	527,5	16,6	18,4	17,8	19,0	71,9	142,5	153,5	153,8	449,7
Ostali poreski prihodi	46,0	43,5	42,6	43,5	57,3	63,3	67,3	129,6	142,4	140,7	154,7	567,4	17,2	19,5	18,4	55,1
Neporeski prihodi	159,2	36,9	37,9	34,9	170,9	224,0	247,5	61,7	57,5	57,7	70,1	247,0	52,4	68,6	69,1	190,2
II UKUPNI RASHODI	-1.419,5	-1.526,1	-1.717,3	-1.750,2	-1.878,9	-1.844,0	-1.899,7	438,2	471,3	459,7	551,9	1.921,1	470,1	497,8	515,4	1.483,3
1. Tekući rashodi	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-1.696,6	-1.717,9	415,7	424,9	420,2	484,5	1.745,3	433,6	451,6	453,8	1.339,0
Rashodi za zaposlene	-308,1	-342,5	-374,7	-392,7	-388,6	-419,2	-417,7	102,5	108,2	106,4	109,3	426,3	116,0	117,4	115,9	349,2
Kupovina roba i usluga	-202,5	-23,3	-235,7	-236,9	-256,8	-257,6	-283,6	60,5	72,7	72,2	96,3	301,6	66,4	85,0	82,6	234,1
Otplata kamata	-34,2	-44,8	-68,2	-94,5	-115,2	-129,9	-131,6	47,4	25,4	31,3	17,1	121,2	42,0	22,1	30,8	95,0
Subvencije	-77,9	-80,5	-111,5	-101,2	-117,0	-134,7	-112,7	18,9	26,7	22,0	45,8	113,3	17,9	29,0	23,0	69,9
Socijalni transferi	-579,2	-609,0	-652,5	-687,6	-696,8	-710,0	-716,8	174,5	178,4	173,2	194,0	720,1	180,3	182,8	181,8	544,9
od čega: penzije	-394,0	-422,8	-473,7	-498,0	-508,1	-490,2	-494,2	123,1	124,6	123,9	126,3	497,8	128,6	130,2	129,6	388,4
Ostali tekuci rashodi	-22,9	-31,7	-37,4	-36,9	-53,7	-45,3	-55,6	11,9	13,6	15,2	22,0	62,7	10,9	15,3	19,7	45,9
2. Kapitalni rashodi	-105,1	-111,1	-126,3	-84,0	-96,7	-114,5	-139,3	12,0	35,5	29,7	56,6	133,9	28,9	39,7	54,0	122,5
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	-7,9	-29,7	-30,1	-39,1	8,3	5,8	6,6	8,1	28,8	4,0	4,5	7,1	15,6
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	-35,6	-55,4	-2,7	-3,3	2,2	5,1	3,2	2,6	13,2	3,6	2,0	0,5	6,2
III KONSOLIDOVANI BILANS	-141,0	-163,5	-245,2	-212,1	-258,1	-149,1	-57,1	11,8	32,5	37,8	-29,8	52,3	3,7	29,1	21,5	54,3

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF.

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2010-2018. (%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017				2018				
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3
I UKUPNI PRIHODI	-1,5	-4,6	0,6	-2,2	3,2	3,1	7,5	5,3	5,5	0,3	3,5	4,0	3,6	2,7	5,4	4,0
1. Tekući prihodi	-1,5	-4,4	0,1	-2,6	3,3	3,3	7,4	5,2	5,6	1,0	3,0	4,1	3,3	2,4	5,1	3,9
Poreski prihodi	-2,5	-4,1	1,0	-1,7	3,5	0,3	7,2	6,1	6,0	4,1	3,1	5,2	7,0	0,8	3,6	3,7
Porez na dohodak	-3,9	-2,9	2,1	-12,2	-8,1	-1,2	4,5	5,6	4,1	2,9	6,2	5,1	5,3	-1,9	8,5	4,1
Porez na dobit	-3,6	3,9	35,1	2,9	17,4	-15,0	26,9	37,6	51,9	14,7	21,3	35,0	19,5	-10,6	3,2	-0,9
PDV	-0,7	-4,0	0,0	-3,8	5,4	0,2	7,8	2,4	0,3	8,3	-1,9	2,6	-0,9	3,3	7,4	3,5
Akcize	4,2	0,6	-1,2	5,1	1,6	9,4	11,4	9,6	-4,0	0,2	3,1	2,3	16,7	-6,2	-10,8	-0,8
Carine	-14,9	-21,5	-14,0	-15,6	-6,5	5,9	8,1	5,2	6,6	3,2	6,8	5,8	5,5	5,9	7,3	6,3
Doprinosi	-6,5	-3,9	1,9	2,6	3,1	-2,1	3,2	7,0	9,5	1,1	-2,7	3,8	8,2	5,9	6,8	6,9
Ostali poreski prihodi	14,5	-15,2	-8,8	-5,2	29,2	8,9	5,1	4,4	5,1	2,0	4,8	4,4	2,0	3,6	1,1	2,3
Neporeski prihodi	5,8	-6,1	-6,2	-8,7	1,5	27,9	9,3	-0,4	3,1	-17,3	2,5	-3,1	-16,3	17,3	16,9	5,5
II UKUPNI RASHODI	-1,7	3,3	4,3	-0,3	5,2	-3,2	1,9	-1,3	-1,8	-4,5	-0,6	-1,7	5,6	3,7	9,5	6,3
1. Tekući rashodi	-2,2	3,1	4,1	-2,7	2,9	-1,4	0,2	-0,1	-2,3	-3,0	-0,9	-1,2	2,7	1,1	5,5	4,2
Rashodi za zaposlene	-5,9	0,4	2,0	-2,6	-3,1	-9,7	-1,4	-0,4	-0,2	-1,4	-3,0	-0,9	11,4	6,6	6,4	8,1
Kupovina roba i usluga	-0,3	4,3	1,5	-6,6	6,2	-1,1	8,9	2,1	4,4	1,5	3,4	3,3	8,1	14,9	11,8	11,9
Otplata kamata	-0,3	17,4	41,9	28,8	19,3	11,2	0,2	0,2	-23,5	-5,0	-24,3	-10,6	-12,8	-14,5	-3,7	-10,5
Subvencije	40,6	7,4	29,1	-15,6	13,2	13,6	-17,3	1,8	6,9	3,6	-11,3	-2,3	-6,6	6,7	2,3	1,6
Socijalni transferi	13,9	5,8	-0,1	-2,1	-0,7	0,5	-0,1	-1,5	-2,4	-6,6	0,7	-2,1	1,7	0,6	2,5	1,6
od čega: penzije ⁵⁾	-3,9	3,9	4,4	-2,3	-0,1	-4,8	-0,3	-2,2	-2,9	-3,2	-1,9	-2,2	2,8	2,7	2,1	2,6
Ostali tekuci rashodi	-6,1	23,9	9,9	-8,4	42,6	-16,7	21,4	7,7	-14,5	4,7	37,9	9,6	-10,1	10,6	26,8	10,7
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-11,8	5,3	6,0	-38,2	12,7	16,8	20,3	-33,2	9,7	-23,9	3,6	-6,7	136,8	9,6	77,5	55,6
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	248,7	267,8	0,1	28,5	-7,9	-50,2	-22,5	-28,1	-28,5	-52,3	-23,4	4,7	-25,9
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	44,2	52,2	-95,1	20,8	243,9	372,7	219,7	267,5	283,9	62,2	-61,0	-83,7	-42,2

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF.

7. Monetarni tokovi i politika

Usporavanje inflacije u Q3 uticalo je da NBS zadrži nepromenjenu referentnu kamatnu stopu. Imajući u vidu da će inflacija na kraju godine biti na donjoj granici ciljanog okvira, očekujemo da će NBS u narednom periodu zadržati ovaj nivo referentne kamatne stope. Aprecijacijski pritisci iz prethodnog kvartala oslabili su već u prvoj polovini Q3, što je uticalo da nivo intervencija na MDT bude znatno manji. NBS je tokom Q3 bila neto kupac deviza na MDT čime je kreirana dinarska likvidnost u sistemu. Međutim, rast depozita države na računu kod NBS usled budžetskog suficita i prikupljanja sredstva za otplatu petogodišnjih obveznica iz 2013. je neutralisao ovaj efekat. Nivo primarnog novca u Q3 uprkos prethodnim promenama i smanjenju neto sopstvenih rezervi NBS nije opao usled značajnog povlačenja poslovnih banaka iz REPO zapisa čime je generisana dinarska likvidnost u sistemu. Kako nominalna tako i realna međugodišnja stopa rasta M2 beleže blago ubrzanje u Q3 koje je dominantno posledica rasta kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva dok je realni rast kredita privredi i dalje relativno spor. Ukupni neto plasmani poslovnih banaka u Q3 blago usporavaju usled povlačenja banaka iz REPO zapisa. Neto plasmani banaka privredi i stanovništvu ali i državi beleže nešto slabiji rast u Q3 koje prati i niži nivo zaduživanja privrede po osnovu prekograničnih kredita u odnosu na prethodni kvartal. Blago usporava i rast kreditnog potencijala domaćih banaka, koji je u Q3 vođen rastom na strani domaćih depozita, zaduživanja domaćih banaka u inostranstvu ali i povećanjem na računima kapitala i rezervi. Otpisivanje loših kredita i prodaja licima van bankarskog sektora direktno iz bilansa banke u Q3 je dodatno smanjilo njihovo učešće tako da se nivo loših kredita približava stanju iz predkriznog perioda. Kamatne stope na indeksirane kredite su ostale na niskom nivou iz prethodnog perioda, dok su realne kamatne stope na dinarske kredite smanjene usled dodatnog usporavanja inflacije u Q3.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

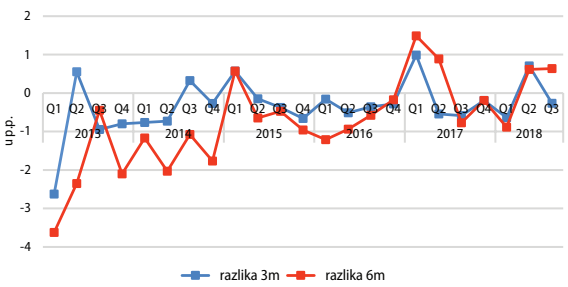
Usled usporavanja inflacije NBS u Q3 nije korigovala referentnu kamatnu stopu

Stabilizacija inflacije u okviru ciljanog koridora ($3\% \pm 1,5pp$) uz povećanje kreditne aktivnosti banaka i rast novčane mase usled intervencija na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) uticali su da NBS u drugoj polovini godine zadrži referentnu kamatnu stopu na nepromenjenom nivou od 3%. U istom periodu poslovne banke su se povlačile iz REPO plasmana i višak likvidnosti plasirale u nove kredite privredi i stanovništvu ali i državi. Rast kredita je neutralisao efekat sterilizacije koji je država vršila u istom periodu usled povećanja depozita kod NBS kao posledice suficita u budžetu u Q3 (Tabela T7-2). Do kraja godine može se očekivati nepromenjena referentna

kamatna stopa, dok će se monetarna politika indirektno sprovoditi kroz intervencije na MDT u cilju održavanja deviznog kursa na sličnom nivou.

Iako je inflacija u maju prešla donju granicu ciljanog okvira i počela postepeno da se približava sredini ciljanog koridora, od septembra se ponovo beleži pad međugodišnje stope inflaciju. Imajući u vidu pad cene nafte i naftnih derivata čiji efekti će se tek odraziti u novembru i decembru, verovatno je da će inflacija na kraju godine biti nešto iznad donje granice ciljanog koridora.

Grafikon T7-1. Odstupanje projektovane inflacije za 3 i 6 meseci unapred od stvarne 2013-2018



Izvor: NBS

Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2016-2018

	2016				2017				2018		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
Repo stok (u milionima evra)	246,50	239,12	528,92	279,23	480,53	572,42	634,74	384,53	348,00	562,51	339,53
Repo stopa NBS	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
repo stopa korigovana za inflaciju	2,60	1,78	3,17	1,94	-5,11	1,94	4,17	2,68	0,40	-2,60	4,24
repo stopa korigovana za promene kursa	-0,34	3,35	4,57	3,37	4,48	15,71	7,77	3,50	4,75	3,50	1,65
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-555,00	-820,00	-345,00	-160,00	-345,00	160,00	765,00	680,00	400,00	1.190,00	1.595,00
u milionima evra, kumulativni od početka godine											
Neto sopstvene rezerve ²⁾	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-154,90	653,92	547,26
Neto Domaća aktiva (NDA)	45,62	395,60	-99,67	94,92	-171,42	-248,75	-704,00	137,47	-264,65	-845,34	-649,45
Dinarski depoziti države ³⁾	41,52	275,36	35,00	195,73	-41,59	-358,48	-755,64	-247,10	-376,19	-567,19	-612,17
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	5,09	19,53	-279,20	-25,66	-207,38	-285,41	-346,27	-95,49	43,47	-168,83	42,95
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	-0,99	100,71	144,53	-75,15	77,56	395,14	480,06	68,07	-109,33	-80,23	-80,23
Primarni novac	-423,81	-390,27	-446,13	-68,11	-441,15	-513,96	-339,84	132,60	-419,56	-191,42	-102,19
od čega: gotovina u opticaju	-68,06	-20,21	40,74	157,26	-104,02	-114,39	-103,93	39,59	-102,01	-41,46	60,29
od čega: slobodne rezerve	-284,91	-319,01	-465,39	-241,74	-351,17	-422,08	-269,15	22,35	-335,18	-200,87	-265,64
u milionima evra, kumulativni od početka godine											
Narodna banka Srbije, neto	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73	64,63	915,44	997,16
Bruto rezerve	-880,04	-1.080,32	-807,49	-153,76	-469,25	-632,21	431,51	-302,83	36,47	894,42	977,20
Obaveze	14,21	18,69	22,97	16,14	4,66	13,34	20,70	22,10	28,16	21,03	19,96
MMF	8,10	15,09	16,00	14,12	-0,04	5,81	7,68	8,67	9,42	1,44	1,75
Ostale obaveze	6,10	3,59	6,98	2,02	4,69	7,53	13,02	13,43	18,75	19,59	18,21
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS											
1. Narodna banka Srbije, neto	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73	64,63	915,44	997,16
1.1 Depoziti poslovnih banaka	331,11	302,75	339,40	90,80	144,67	156,34	123,17	159,61	47,26	38,80	-33,79
1.2 Depoziti države	65,30	-26,98	98,65	-116,22	50,18	197,32	-211,22	116,25	-271,67	-305,19	-420,98
1.3 NBS sopstvene rezerve	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-159,78	649,05	542,39
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)											

Izvor: NBS.

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

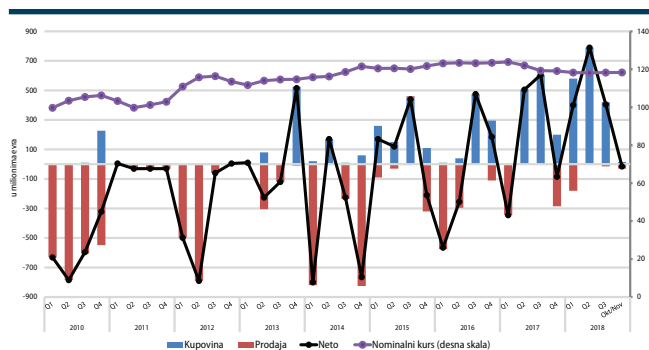
2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.

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.

Grafikon T7-3. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2018



Izvor: NBS

povećanje deficita u trgovinskom delu platnog bilansa. Iz istog razloga smatramo da intervencije u septembru i oktobru na strani prodaje deviza na MDT pri prvoj naznaci moguće deprecijacije kursa nisu opravdane i dodatno potvrđuju stav da se NBS konzistentno udaljava od osnovnih principa koje rukovođeno fluktuirajući režim kursa podrazumeva. U kombinaciji sa suficitom budžeta koji de facto za posledicu ima povlačenje novčane mase, prodaja deviza dodatno utiče na povećanje restriktivnosti monetarne politike. Neto sopstvene rezerve NBS su u Q3 smanjenje za 107 miliona evra, dok je u istom periodu neto domaća aktiva (NDA) povećana za 196 miliona evra (Tabela T7-2). Rast NDA posledica je povlačenja poslovnih banaka iz REPO zapisa za 212 miliona evra, kao i povećanje ostale domaće neto aktive za 29 miliona evra što je uticalo na rast dinarske likvidnosti u sistemu. Ipak, deo ove likvidnosti je neutralisan usled povećanja stanja na računima države kod NBS za 45 miliona evra¹ u Q3. Kako je rast NDA bio većeg intenziteta nego smanjenje neto sopstvenih rezervi NBS, primarni novac u Q3 je povećan za 90 miliona evra.

1 Očekujemo da će tokom decembra depoziti države kod NBS biti značajno smanjeni usled otplate obveznica u iznosu od jedne milijarde USD, kao i usled trošenja sredstava sa računa države kako bi se finansirao decembarski fiskalni deficit.

Slabljenje
aprecijacijskih
pritisaka u Q3 ...

... uticalo na nešto niži
nivo intervencija NBS

Slabljenje aprecijacijskih pritisaka na MDT i promena smera delovanja tokom septembra meseca uticalo je da i obim intervencija NBS na MDT u Q3 bude nešto manji nego prethodnih kvartala. Na nivou kvartala NBS je u cilju sprečavanja jačanja kursa dinara bila neto kupac deviza u iznosu od 405 miliona evra (Grafikon T7-3). Napori NBS koji su usmereni ka suzbijanju aprecijacijskih pritisaka na kurs dinara predstavljaju ispravnu politiku imajući u vidu nizak i stabilan nivo inflacije u Srbiji u prethodnom periodu kao i

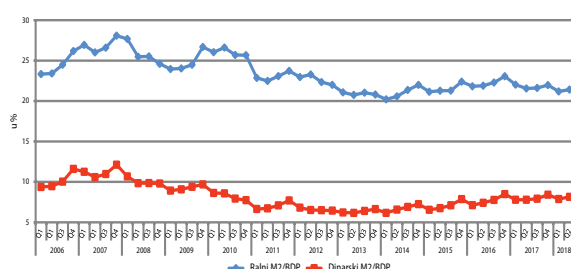
Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Ubrzanje stope rasta primarnog novca u Q3...

...vođeno je kreditnom aktivnošću stanovništva

Stopa nominalnog rasta M2² u Q3 sa 8,2% međugodišnje nastavila je trend ubrzanja uočen u prethodnom kvartalu (u Q2 nominalni rast M2 iznosio 7,9% međugodišnje, Tabela T7-5). Na nivou kvartala usled značajnog rasta u prethodnom, novčana masa je povećana za 2,8% u odnosu

Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2006-2018.



Izvor: Proračun QM-a

na vrednost sa kraju juna. Kvartalni prirast novčane mase posledica je kako povećanja neto strane aktive (NSA) od 1%, tako i rasta zabeleženog na strani NDA od 0,7%. Realni pokazatelji koji uzimaju u obzir nivo međugodišnje stope inflacije pokazuju da je u Q3 rast M2 iznosio 6,1% što takođe predstavlja blago ubrzanje u odnosu na prethodni kvartal. Ubrzanje realne stope rasta M2 rezultat je dodatnog ubrzanja realne stope rasta kredita plasiranih domaćinstvima koja iznosi 10,1% međugodišnje, dok je realni rast kredita privredi i dalje spor (1,5%).

Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2016-2018

	2016				2017				2018		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
M2 ¹⁾	7,9	7,8	10,2	9,9	10,3	7,4	5,6	3,6	3,3	7,9	8,2
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	2,2	4,7	5,9	2,6	4,1	2,0	0,7	1,8	1,9	4,0	5,9
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	0,6	3,1	3,9	1,5	3,5	3,5	2,9	4,7	5,1	5,6	6,5
Domaćinstva	3,8	5,8	8,4	9,4	11,0	11,8	10,8	10,9	10,2	10,6	12,3
Privreda	-1,4	1,4	1,0	-3,3	-1,3	-2,1	-2,4	0,4	1,3	1,8	2,0
M2 ¹⁾	7,2	7,3	9,4	8,0	6,4	3,8	2,3	0,6	2,0	5,6	7,2
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	0,2	2,3	2,8	0,9	2,4	2,7	2,4	4,0	4,6	4,7	5,5
Domaćinstva	2,9	4,6	6,6	7,5	8,6	9,7	9,0	9,2	8,9	8,8	10,0
Privreda	-1,5	0,9	0,4	-3,2	-1,7	-2,0	-2,1	0,4	1,5	1,5	1,9
u milijardama dinara na kraju perioda											
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.979,6	2.023,2	2.087,0	2.196,8	2.182,7	2.173,3	2.204,5	2.275,5	2.255,1	2.345,7	2.424,3
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	645,5	685,0	727,1	808,0	772,7	785,2	808,3	872,1	838,6	893,1	924,3
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.334,1	1.338,2	1.359,9	1.388,7	1.410,0	1.388,1	1.396,2	1.403,4	1.416,5	1.452,6	1.500,0
kvartalni rast M2 i učešća											
M2 ¹⁾	-1,0	2,2	3,2	5,3	-0,6	-0,4	1,4	3,2	-0,9	4,0	3,3
Neto strana aktive (NSA), dinarski prirast	-2,9	2,0	2,1	3,9	-1,6	0,6	1,1	2,9	-1,5	6,5	1,2
Neto domaća aktive (NDA)	1,9	0,2	1,1	1,4	1,0	-1,0	0,4	0,3	0,6	2,5	1,8

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.

Najuži monetarni agregat ponovo beleži najveći doprinos rastu M2

Posmatrano po strukturi elemenata koji su doprinosili nominalnom rastu M2 od 8,2% međugodišnje, uočavamo da je zadržan trend iz prethodnih kvartala. Najveći pojedinačni doprinos duguje se najužem monetarnom agregatu M1 koji je učestvovao sa 4,13 p.p u ukupnom rastu M2 što je blago povećanje u odnosu na prethodni kvartal. Relativno povećanje doprinosa beleži i povećanje tekućih deviznih depozita na međugodišnjem nivou kojim se objašnjava 3,3 p.p. ukupnog rasta novčane mase M2. Usled toga je uprkos povećanju štednih i oročenih doprinosa na međugodišnjem nivou, njihov doprinos rastu M2 gotovo prepolovljeni i objašnjava 0,8 p.p. ukupnog povećanja novčane mase M2 u Q3.

2 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

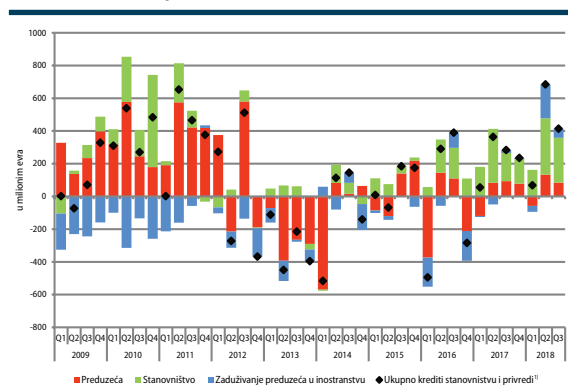
Rast plasmana u Q1 ponovo je vođen rastom zaduživanja stanovništva...

...uz nešto manji doprinos zaduživanja privrede i države

Rast neto plasmana banaka nastavljen je u Q3 ali uz usporavanje u odnosu na prethodni kvartal. Neto plasmani banaka u Q3 su povećani za 249 miliona evra kao kombinovana posledica povećanja neto kreditiranja države³, privrede i stanovništva, sa jedne strane i smanjenja plasmana u REPO zapise, sa druge strane. Rast neto plasmana privredi i stanovništvu u Q3 iznosio je 359 miliona evra i time najvećim delom doprinosio rastu ukupnih neto plasmana poslovnih banaka. Od ovog iznosa na rast neto plasmana stanovništvu odlazi veći deo od 274 miliona evra, dok su neto plasmani privredi povećani za preostalih 85 miliona evra. Ukoliko se uzmu u obzir otpisani loši krediti i krediti prodati licima van bankarskog sistema, stvarni rast neto plasmana privrede je veći (Tabela T7-7). Najveći deo novih kredita stanovništvu su kao i u prethodnom periodu predstavljali gotovinski krediti i krediti za refinansiranje ali je prisutno povećanje učešća stambenih kredita u novo odobrenim kreditima za oko 2pp. I kod privrede se ponovo beleži slična struktura kredita po pitanju namene ali ohrabruje podatak da je oko 60% novo odobrenih kredita za obrtna sredstva i 75% investicionih kredita plasirano mikro, malim i srednjim preduzećima. Iako predstavlja usporavanje u odnosu

na prethodni kvarta, nastavak rasta neto plasmana predstavlja pozitivan znak po pitanju očekivane privredne aktivnosti u narednoj godini. Pored rasta neto plasmana privredi i stanovništvu u Q3 je i država povećala svoju neto zaduženost prema poslovnim bankama za 113 miliona evra. Ukupan efekat dodatnog povećanja neto kreditiranja države i nedržavnog sektora donekle je umanjen povlačenjem banaka iz REPO zapisa u Q3. Smanjenje REPO stoka po ovom osnovu je iznosilo 223 miliona evra što je gotovo prepolovilo efekte rasta preostalih plasmana. Smanjenje REPO plasmana i rast plasmana građanima i privredi predstavlja pozitivnu promenu kreditnog portfolija banaka.

Grafikon T7-6. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2018



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

Rast kreditnih plasmana se nastavlja...

...ali uz usporavanje u odnosu na prethodni kvartal

Pozitivan signal povećanog neto zaduživanja privrede od banaka iz inostranstvu zabeležen u prethodnom kvartalu nastavljen je i u Q3. Nakon povećanja neto prekograničnih kredita, domaća preduzeća su u Q3 uzela dodatno 56 miliona evra više novih kredita nego što je po osnovu prethodno povučenih transakcija vraćeno inostranim bankama (Grafikon T7-6). Iako je ovo sa jedne strane smanjenje prirasta u odnosu na 207 miliona koliko su iznosili neto prekogranični krediti u prethodnom kvartalu, sa druge strane predstavlja potvrdu da prethodno povećanje nije bilo posledica delovanja jednokratnih faktora. Time se dodatno potvrđuje pozitivan stav domaćih preduzeća po pitanju očekivanog kretanja privredne aktivnosti u budućem periodu. Ukupan rast plasmana privredi i stanovništvu od domaćeg i inostranog bankarskog sektora je time u Q3 iznosio 414 miliona evra. Ovaj iznos kao i u prethodnom kvartalu delom potcenjuje ukupne plasmane pošto je umanjen za iznos loših kredita koji su u ovom periodu otpisani ili prodani licima van bankarskog sektora.

Nastavljen rast izvora za nove plasmane prvenstveno zaduživanjem banaka u inostranstvu...

... ali i kroz rast depozita privrede, stanovništva i države

Kreditni potencijal domaćeg bankarskog sektora ostvario je povećanje u Q3 za dodatnih 661 milion evra, što je blago usporavanje u odnosu na rast izvora za nove plasmane zabeleženog u prethodnom kvartalu (u Q2 rast iznosio 730 miliona evra, Tabela T7-7). Rast kreditnog potencijala posledica je povećanja domaćih depozita, rasta zaduživanja banaka u inostranstvu i rasta kapitala banaka. Domaći depoziti su zabeležili neto rast u Q3 od 190 miliona evra, kao isključiva posledica neto rasta depoziti stanovništva od 235 miliona evra. U istom periodu neto depoziti privrede su smanjeni za 45 miliona evra, ali je likvidnost privrede i dalje solidna. Pozitivan uticaj na rast ukupnog kreditnog povećanja ostvaren je i kroz povećanje kapitala i rezervi poslovnih banaka koje je u Q3 iznosilo 157 miliona evra.

³ Rast kreditiranja države je privremen i on je bio u funkciji prikupljanja sredstava za otplatu obveznica početkom decembra.

Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2016-2018

	2016				2017				2018		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
u milionima evra, kumulativni od početka godine											
Izvori sredstava (-, povlačenje)	377	168	-363	-1.130	354	-252	-1.138	-2.129	286	-727	-1.388
Domaći depoziti	223	-235	-708	-1.425	107	-104	-426	-1.031	65	-664	-854
Depoziti stanovništva	-16	-235	-362	-625	-69	-164	-258	-517	-166	-411	-646
dinarski depoziti	3	-75	-154	-290	27	-7	25	-121	15	-110	-250
devizni depoziti	-19	-161	-208	-334	-96	-157	-283	-395	-181	-301	-396
Depoziti privrede	239	0	-346	-800	175	60	-167	-514	231	-253	-208
dinarski depoziti	385	222	5	-352	207	142	-30	-306	170	-95	-44
devizni depoziti	-146	-222	-351	-448	-31	-82	-137	-208	61	-158	-164
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	181	397	427	335	218	49	-317	-547	-169	-217	-531
Kapital i rezerve	-27	6	-82	-40	29	-198	-395	-550	390	154	-3
Devizne rezerve (-, povlačenje)	214	337	284	244	-35	-153	-286	-261	215	-75	138
Plasmani ¹⁾	128	426	1.129	997	255	856	1.162	1.234	219	978	1.227
Ukupno privreda i stanovništvo	-316	32	329	186	61	474	740	969	105	582	941
Privreda	-374	-228	-118	-372	-119	-36	58	135	-58	75	159
Stanovništvo	57	260	447	559	180	510	682	833	162	507	781
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-7	-14	276	27	202	289	341	90	-39	175	-48
Neto kreditiranje države ³⁾	452	408	525	784	-8	93	82	176	154	221	334
PRO MEMORIA											
Obavezne rezerve i depoziti	-598	-864	-859	-565	-161	-94	-83	-30	120	213	287
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-107	160	6	201	-324	-401	-220	62	-338	-249	-262
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-102	160	3	187	-326	-415	-223	42	-339	-254	-280
Ostale stavke ⁵⁾	0	-204	-175	253	-79	18	545	1.176	-514	-152	-8
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	17	16	15	16	16	15	15	15	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 nivoe 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

Najveći doprinos se ipak duguje povećanju obaveza domaćih poslovnih banaka prema inostranstvu. U Q3 banke su od inostranih filijala povukle za 314 miliona evra više novih kredita nego što su vratile sredstava po osnovu prethodnih transakcija. Rast prekograničnih kredita bankarskog sektora sugerise da poslovne banke očekuju rast kreditne aktivnosti u narednom periodu, što je jedan od dobrih indikatora po pitanju dinamike privrednog rasta.

Kretanje učešća kredita plasiranih od strane domaćih finansijskih institucija u BDP-u, pokazuju da u poređenju sa izabranim privredama Evrope - Srbija ima znatno više prostora za povećanje kreditne aktivnosti⁴. Prema podacima Svetske banke učešće kredita u BDP-u u Srbiji je na kraju 2017. godine iznosilo oko 54% što je za 15 p.p. ispod učešća proseka ostalih izabranih privreda isključujući Austriju čije je učešće više nego dva puta veće u odnosu na Srbiju (Tabela T7-8). Relativno veliki rast kreditnog potencijala banaka tokom 2018. godine, uz nizak nivo učešća kredita u BDP-u, sugerisu da je postoji značajan prostor za povećanje kreditne aktivnosti u Srbiji. Iako su kreditni plasmani privredi i stanovništvu na nivou prva tri kvartala 2018. godine već prevazišli ukupno neto povećanja iz 2017. godine, primetno je da rast u Q3 usporava što je u skladu sa kretanje ostalih indikatorima privredne aktivnosti u Srbiji.

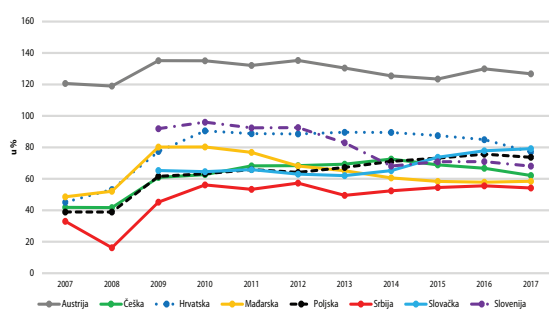
Učešće loših kredita sa smanjuje ...

...ali tempo usporava kako se približavamo predkriznom nivou

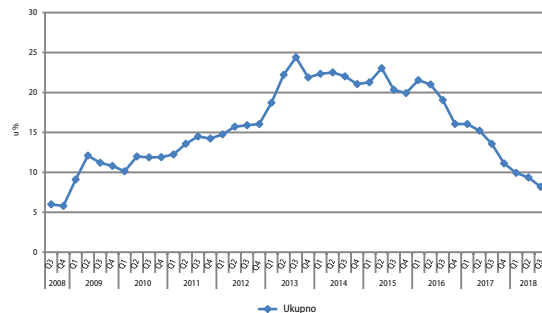
Trend smanjenja učešća loših kredita u ukupno plasiranim nastavljen je u Q3 usled delovanja efekata rasta kreditne aktivnosti ali i smanjenja nivoa loših kredita. Prema podacima Kreditnog biroa i metodologiji QM-a⁵ učešće loših kredita u ukupno plasiranim je na kraju septembra smanjeno na 8,2% što je najniže učešće od izbijanja finansijske krije krajem 2008. godine (Grafikon T7-10). Najveće apsolutno smanjenje (oko 95% ukupnog pada) ostvareno je otpisom i prodajom loših kredita plasiranih pravnim licima, dok je ostatak smanjenja približno isto podeljen na preostala dva segmenta.

4 Ovi podaci ne uključuju prekogranične kredite ali kako su se preduzeća u Srbiji sve do ove godine konstanto razduživala po ovom osnovu, zaostajanje za posmatranim privredama je verovatno još veće.

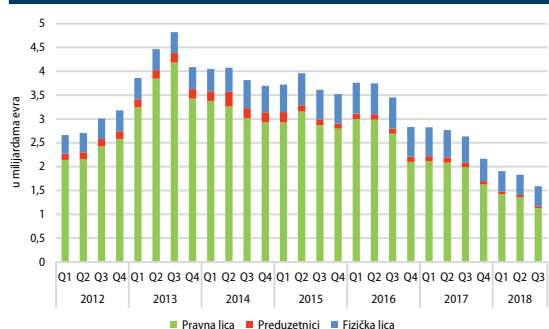
5 Za detalje o načinu izračunavanja učešća loših kredita pogledati QM 6 - Pod lupom 1: Nenaplativi krediti u Srbiji – oja je prava mera?

Tabela T7-8. Učešće domaćih kredita u BDP-u, 2007-2017

Izvor: Svetska banka

Grafikon T7-9. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2018

Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-10. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2018

Izvor: Proračun QM-a

Posmatrano u apsolutnom iznosu, loši krediti u Q3 su se smanjili za oko 230 miliona evra u odnosu na prethodni kvartal. Smanjenje je posledica daljeg otpisa loših kredita i prodaje licima van bankarskog sektora direktno iz bilansa banaka (Grafikon T7-11).

Posmatrano po segmentima, najveći uticaj na pad učešća loših kredita imalo je smanjenje učešća od 1,65 p.p. loših kredita plasiranih pravnim licima (Tabela T7-9). Sličan pad od 1,32 p.p. zabeležilo je i učešće loših kredita plasiranih preduzetnicima. Usled niskog apsolutnog iznosa loših kredita u segmentu

preduzetnika, zabeleženo smanjenje je imalo sličan relativni doprinos kao i smanjenje učešća loših kredita plasiranih fizičkim licima koje je iznosilo tek 0,22 p.p. u Q3.

Tabela T7-11. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2018

	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2016				2017				2018						
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3						
	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	25,5	24,4	stanje na kraju perioda														19,24	16,86	13,83	12,51	12,51	10,37
Pravna lica	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	43,29	29,92	33,03	30,12	28,44	27,42	26,49	25,02	23,90	16,96	12,60	12,16	9,98									
Preduzetnici	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	9,97	10,53	10,95	10,63	10,36	9,66	9,21	8,35	7,56	6,43	5,84	5,71	5,15									
Fizička lica																											
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	3,70	3,52	3,76	3,75	3,45	2,83	2,83	2,77	2,63	2,16	1,91	1,83	1,59									

Izvor: Proračun QM-a

Kamatne stope: stanje i trendovi

**Kretanje realnih
kamatnih stopa na
dinarske kredite
je vođeno nivoom
inflacije...**

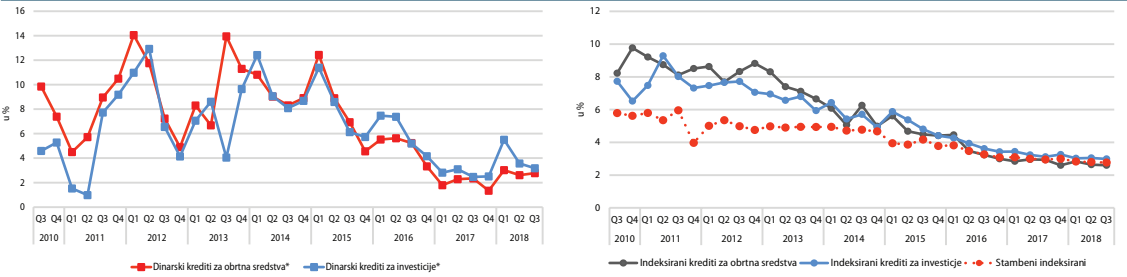
**... dok kamatne
stope na indeksirane
stagniraju na niskom
nivou**

Na osnovu aktivnosti glavnih monetarnih institucija na globalnom finansijskom tržištu može se očekivati zadržavanje trenutnog stanja po pitanju nivoa kamatnih stopa bar do polovine sledeće godine. Kao što je bilo najavljeno, FED je na sastanku krajem septembra povećao referentnu kamatnu stopu za 25 baznih poena što je treći put od početka godine. Do kraja godine može se očekivati još jedno povećanje nakon kojeg bi u slučaju nepromenjenih globalnih ekonomskih trendova FED u 2019. godini još tri puta korigovao stopu naviše. Kamatne stope u Srbiji za osnovne grupe kredita u Q3 su zabeležile minimalne promene u odnosu na prethodni kvartal. Prosečne ponderisane kamatne stope na indeksirane stambene kredite su neznatno smanjenje za 0,03 p.p. u odnosu na kraj juna, dok je slično smanjenje od 0,04 p.p. zabeleženo i kod prosečnih ponderisanih kamatnih stopa na indeksirane kredite za obrtna sredstva (Grafikon T7-12b). Nešto veće smanjenje od 0,06 p.p. primećuje se kod prosečnih ponderisanih kamatnih stopa na indeksirane kredite za investicije, što je ujedno i istorijski minimum kamatnih stopa koje se beleži za ovu grupu kredita. Realne kamatne stope na dinarske kredite uglavnom fluktuiraju usled varijacija inflacije (Grafikon T7-12a). Prosečna ponderisana kamatna stopa na dinarske kredite za obrtna sredstva zabeležila je minimalan realan rast uprkos nominalnom smanjenju.

7. Monetarni tokovi i politika

Ovo je posledica nešto niže međugodišnje stope inflacije na kraju Q3 usled čega je kamatna stopa realno povećana za 0,16 p.p. u odnosu na kraj juna. Iako je isti efekat bio prisutan kod ostalih dinarskih kredita, prosečna realna ponderisana kamatna stopa na kredite za investicije je ipak smanjena za 0,39 p.p. usled znatno većeg nominalnog smanjenja u Q3.

Grafikon T7-12. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010–2018



Izvor: Proračun QM-a
* realne kamatne stope

OSVRTI

Osvrt 1. Dometi i ograničenja rangiranja Srbije prema različitim indeksima poslovnog okruženja

Svetožar Tanasković¹

Izveštaj Svetskog ekonomskog foruma (SEF) o globalnoj konkurentnosti za 2018. godinu, objavljen sredinom oktobra obilato je ispraćen od strane domaćih medija. Ovo se najviše duguje činjenici da je Srbija ostvarila napredak od 5 mesta na rang listi i zauzela 65 poziciju među 140 privreda koje izveštaj prati. Nešto kasnije na kraju meseca oktobra izveštaj Svetske banke (SB) o lakoći poslovanja – Doing Bussines (DB) kao da je pokvario prethodni dobar utisak pomerajući Srbiju naniže za pet mesta u odnosu na rang iz 2017. godine na 48 poziciju od 190 rangiranih privreda. U kratkom vremenskom razmaku dobijene su različite informacije iz dva za širu javnost relativno slična indeksa – prema IGK smo napredovali dok nam je rang prema indeksu DB pogoršan iako smo na boljoj konačnoj poziciji u odnosu na rang listu SEF-a. Odakle potiču razlike u kretanju pozicije Srbije na ove dve liste i kako tumačiti ove dijametralne informacije u smislu donošenja novih regulatornih rešenja koja bi za cilj imala unapređenje kvaliteta poslovnog okruženja i regulatornog okvira? Iako se ova dva pokazatelja suštinski razlikuju kako po metodologiji koju primenjuju tako i po dimenzijama koje posmatraju osnovna ideja koju su njihovi kreatori imali prilikom konstrukcije je slična – omogućiti konzistentan način za praćenje uslova poslovanja u privredi i time ukazati na nedostatke čije uklanjanje bi za posledicu trebalo da ima unapređenje kapaciteta privrede za dugoročno održiv privredni rast. Pitanje koje se postavlja je da li šira javnost – kojoj se rezultati iz ovih izveštaja prezentuje kao argument za promenu postojećih javnih politika ili kao dokaz uspeha u reformama, stvarno poseduje neophodan skup informacija da bi u potpunosti razumela šta su prave mogućnosti ovih indeksa i uz koja ograničenja se oni mogu koristiti u ove svrhe. Još bitnije je da li javni zvaničnici koji se redovno pozivaju na ove rezultate i često ih vide kao opredmećenje njihovih aktivnosti, shvataju njihovu pravu svrhu i opasnosti ukoliko se pogrešno interpretiraju. U ovom osvrtu cilj je predstaviti glavne karakteristike nekih od najčešće citiranih indeksa kvaliteta poslovnog okruženja i državne vladavine, sa posebnim osvrtom na domete i ograničenja prikazana na primeru Srbije i uporedivih zemalja iz regiona. Indeksi koji će biti obrađeni su Indeks

o globalnoj konkurentnosti², Doing Bussines indeks³ i indikatori kvaliteta vladavine u svetu⁴ (worldwide governance indicators).

Da bi mogli jasno da iskažemo sve mogućnosti i ograničenja ovih pokazatelja, pogotovo u slučaju Srbije, potrebno je istaći osnovne razlike u tehnici njihovog računanja. Metodologija koja se koristi pri njihovom dobijanju kao i izvori podataka na osnovu kojih se indikatori računaju, suštinski utiču na mogućnost njihove upotrebe i informaciju koju ovi pokazatelji u sebi nose. Pored toga bitna je i teorijska osnova na bazi koje je objašnjeno da jedna a ne druga dimenzija privrednog okruženja treba da bude praćena ili da baš „taj“ indikator predstavlja aproksimaciju ili materijalizaciju kvaliteta određene državne funkcije. Iako su osnovni faktori privrednog rasta odavno poznati ne postoji jedinstvena preporuka za politike koje treba sprovoditi da bi se povećala ulaganja u nove tehnologije, povećala stopa visokoobrazovanog stanovništva, podigao nivo privatne štednje i sl. To je ujedno i osnovno ograničenje najvećeg broja indikatora koji su u ovom osvrtu predstavljeni. Naime, oni na osnovu teorijske pozadine navode koliko je svaka od posmatranih privreda razvijena prema dimenziji koju prate, ali ne pružaju mnogo po pitanju šta učiniti da se bi kvalitet ili efikasnost posmatrane dimenzije okruženja unapredio u budućnosti. Ovaj nedostatak se u analizi indikatora zove problem informacija za akciju.⁵ Ovaj problem vezan je za konkretnu interpretaciju rezultata koja je često nejasna, uopštena ili teška za razumevanje. Poređenjem kvaliteta zaštite vlasničkih prava između zemalja i njihovog stepena privredne razvijenosti mogu se dobiti bitna saznanja o tome kako stepen zaštite vlasničkih prava utiče na privredni razvoj. Ovi podaci sa druge strane daju vrlo malo informacija kada je u pitanju definisanje specifičnih reformi, koje je potrebno sprovesti u konkretnoj privredi da bi se postiglo optimalno institucionalno rešenje. Ako bi se bavili analizom razvijenosti putne infrastrukture u određenom gradu, istraživanje će nam pokazati da li je neophodno uložiti dodatne investicije u razvoj putne mreže drumskog, železničkog ili rečnog saobraćaja. Sa druge strane, u slučaju kada bi se sprovela analiza kvaliteta funkcionisanja sudstva ili centralne banke, saznanje da im je nezavisnost ili efikasnost na srednjem ili niskom nivou ne daje automatski i rešenje šta treba

² World economic forum

³ World bank, IBRD, IDA

⁴ World bank

⁵ Urra, F. J. (2007). Assessing Corruption An analytical review of Corruption measurement and its problems: Perception, Error and Utility. *Edmund A. Walsh School of Foreign Service (May)*, 1-20.

¹ Univerzitet u Beograd, Ekonomski fakultet

Osvrt 1. Dometi i ograničenja rangiranja Srbije prema različitim indeksima poslovnog okruženja

uraditi da bi se uočeni problemi otklonili. Otežavajuća okolnost je i to što efikasnost potencijalnog rešenja zavisi dosta od faktora okruženja (konteksta), kao što su istorijsko nasleđe, geografija, kultura i slično.⁶ Neki od prvih napredaka u vezi sa dobijanjem „informacija za akciju”, odnosno upotrebljivih indikatora ostvareni su u okviru pojedinih institucija javne uprave poput sistema javnih nabavki ili finansijske odgovornosti. Osim ocene efikasnosti zakonskih rešenja, iz posmatranih oblasti na osnovu indikatora za procenu sistema javnih nabavki (OECD-DAC) ili indikatora javnih rashoda i finansijske odgovornosti (PEFA), nosioci odluka dobijaju i informacije na osnovu kojih mogu izvršiti unapređenja postojećeg sistema. I pored povećane upotrebljivosti informacija koje se dobijaju na osnovu ovih indikatora primećeni su određeni nedostaci koji se mogu javiti sa njihovom upotrebom. Kako se pomoću ovih indikatora može ustanoviti kod kojeg elementa institucionalne infrastrukture su neophodna unapređenja, javlja se opasnost od pojave formalnih reformi koje suštinski ne menjaju efikasnost institucija u praksi. Pored toga, javlja se i opasnost da nosioci odluka koji su upoznati sa metodologijom računanja indeksa namerno uvode promene koje model prepoznaje, kao na primer napredovanje u borbi protiv korupcije iako u praksi to ne mora da podrazumeva realni napredak. Da bi se ovaj potencijalni problem adekvatno objasnio potrebno je malo detaljnije predstaviti osnovne kategorije indikatora u zavisnosti od: izvora podataka koji se koriste za njihovo dobijanje, realizacije efekata koji se prate kao i uopštenosti fenomena koji mere.

U zavisnosti od izvora podataka koji se koriste indikatori se klasifikuju u subjektivne ili objektivne pokazatelje neke pojave. Subjektivni ili pokazatelji percepcije javljaju se u nedostatku preciznog načina da se određena pojava jasno kvantifikuje, poput korupcije. U tom slučaju se kreira kvantitativna ocena dobijena na osnovu prikupljenih stavova/percepcije značajnih privrednih aktera, javnih zvaničnika, međunarodnih učesnika, nevladinih organizacija i tako dalje. Postavljena pitanja mogu biti formulisana tako da se prikupljaju informacije o mišljenju (percepciji) ili iskustvu. I pored toga što „iskustvena” pitanja daju objektivnije podatke o kretanju neke pojave, pitanja percepcije su češća usled činjenice da je mala verovatnoća da će ispitanik priznati kako je na primer uključen u korupciju, te da neadekvatno obavlja svoj posao u javnoj upravi ili da se formalna pravila u praksi često zanemaruju i ne sprovode. Usled toga, često se percepcija o nekoj pojavi tumači kao njena stvarna vrednost. U savremenim modelima koji koriste agregatne indikatore za praćenje efekata određenih

dimenzija institucija, sama sofisticiranost modela stvara utisak da se dobijene vrednosti mogu tumačiti kao realni pokazatelji efikasnosti institucija. Pored subjektivnih postoje i objektivni pokazatelji koju su u jednostavnom slučaju visoko uporedivi između zemalja poput broja lekara na hiljadu stanovnika, dužine asfaltiranih puteva, broja procedura za dobijanje građevinske dozvole i sl.⁷ U slučaju kvaliteta pojedini dimenzija poslovnog okruženja koje su vezane za efikasnost državne uprave, objektivni pokazatelji se dobijaju na osnovu analize „tehničkih” karakteristika regulatornog okvira i njegovog odstupanja od najbolje međunarodne prakse. Ukoliko neka institucija ne postoji u analiziranoj zemlji ili je uvedena na osnovu zakona koji ne pokriva sve potencijalne situacije (ostavljajući prostor za legalnu, ali nelegitimnu evaziju), umanjuje se maksimalni broj poena na korišćenoj skali. Izmene zakona, uvođenje novih regulatornih tela, agencija, kancelarija ili sličnih promena u zavisnosti od tehničke usklađenosti sa postojećim zakonom, imaće za posledicu poboljšanje ili pogoršanje vrednosti indikatora za posmatranu instituciju. Bitno je istaći da ovaj pristup ne meri funkcionisanje date institucije u praksi, već samo kako je ona koncipirana u vidu karakteristika njenog zakonskog rešenja, što je ujedno i njegov najveći nedostatak.

Tu dolazimo i do druge podele u zavisnosti od efekata koji indikator prati. Indikatori koji se zasnivaju na percepciji najčešće posmatraju neformalnu dimenziju tržišta i države. Jednostavno rečeno, dok indikatori zasnovani na realnim podacima često umeju da prate samo de jure promene zakona i pravila, indikatori percepcije mere „de facto efekte” ovih promena na samu privredu i stanovništvo, ali onako kako ih vide ispitanici. Kada je to moguće, u istraživanjima se kombinuju ove dve grupe indikatora kako bi se postiglo potpuno praćenje efikasnosti institucija. Obe grupe indikatora imaju svoje prednosti i nedostatke. Sa jedne strane de jure indikatori govore koliko je regulatorno pokrivena određena oblast tržišne interakcije poput zakon o zaštiti konkurencije, broja poreskih procedura, jednostavnosti dobijanja kredita i sl. Ipak, sa druge strane de jure indikatori ne mogu da izmere efikasnost primene zakonskih rešenja u praksi – da li je komisija za zaštitu konkurencije nezavisna i odlučuje po stručnosti i savesti bez političkih pritisaka, da li postoji poreska evazija koja se svesno toleriše osobama bliskim vladajućoj partiji i sl. Ovu dimenziju stvarne primene zakona prate de facto indikatori i to su obično indikatori percepcije koji prikazuju stavove određenih delova društva o tome

⁶ Kaufmann, D., & Kraay, A. (2007). *Governance indicators: Where are we, where should we be going?*. The World Bank.

⁷ Iako su ovi pokazatelji objektivni prilikom komparacije između zemalja se može postaviti pitanje razlike u kvalitetu – kilometar asfaltiranog puta u Srbiji verovatno nije istog kvaliteta kao u Nemačkoj, efikasnost lekara može bitno da varira usled različite opremljenosti ambulanti u kojima rade itd.

koliko je neko institucionalno rešenje efikasno u praksi ili ne. Iako se čini da bi zbog toga uvek trebalo koristiti indikatore percepcije koji pokazuju *de facto* stanje stvari, njihov osnovni nedostatak je sama činjenica da se baziraju na subjektivnim procenama koje često nisu iskustveno potkrepljene. I pored kompleksnosti modela koji se koristi za „hvatanje” karakteristika određenih regulatornih rešenja za koje ne postoji direktan način merenja, oslanjanje na subjektivne ocene u nedostatku objektivnih pokazatelja ne može neutralisati mane subjektivnih ocena. I najbolje kreirani upitnici koji se zasnivaju na percepciji imaju potencijalno veliki prostor za grešku kada se porede sa stvarnim pokazateljima neke od spomenutih pojava u ekonomiji (Bertrand & Mullainathan, 2001). Ukoliko se u obzir uzmu istraživanja koja porede *de facto* i *de jure* karakteristike određenih formalnih pravila ili neformalnih normi, dolazimo do zaključka da ove dve vrednosti mogu značajno odstupati jedna od druge (Donchev & Ujhelyi, 2014).

Treća podela indikatora na osnovu koje ćemo analizirati domete i ograničenja različitih pokazatelja kvaliteta poslovnog okruženja je na pojedinačne i agregatne indikatore. Pojedinačni indikatori se koriste na nižem nivou posmatranja određene pojave i kao što im samo ime govori prate pojedinačnu karakteristiku. U praksi se često javljaju kao niži sastavni element u kalkulaciji indikatora višeg stepen, kao što je to slučaj kod indeksa globalne konkurentnosti koji se u poslednjoj metodološkoj iteraciji (2018) sastoji od 98 pojedinačnih indikatora. Ovi indikatori se zatim različitim metodama ponderišu da bi se dobili indikatori stubova konkurentnosti koji se opet ponderacijom dovode do konačnog indeksa globalne konkurentnosti. Time se dobija agregatni indikator koji predstavljaju zbirni kvantitativni prikaz više različitih vrednosti tj. dimenzija poslovnog ili regulatornog okruženja usled čega su i nazvani kompozitni ili agregatni indikatori. Agregatni indikatori su kreirani kao odgovor na kritike upućene prvobitnim pojedinačnim subjektivni indikatorima koji su bili nedovoljno pouzdani a ipak relativno dostupni medijima koji se nisu mnogo udubljivali u njihovo tumačenje. Agregatnim indikatorima mogu se pripisati četiri osnovne prednosti u odnosu na obične indikatore⁸: i) omogućavaju veću pokrivenost zemalja u odnosu na pojedinačne; ii) razumljiviji su za tumačenje u poređenju sa velikim brojem pojedinačnih indikatora; iii) pošto se računa kao prosek pojedinačnih podindikatora, smanjuju grešku merenja kao i uticaj pristrasnosti iz pojedinačnog izvora; iv) omogućavaju da

se tačno izračuna mogućnost greške u merenju. Ipak, pored pomenutih prednosti postoje i određene mane koje su karakteristične za ovaj tip pokazatelja. Prilikom kombinovanja više pojedinačnih u jedan agregatni indikator, specifičnosti samih pojedinačnih indikatora (usko definisano polje analize, karakterističan obuhvat preduzeća/domaćinstava za potrebe uzorkovanja i sl.) su gurnute u drugi plan, usled čega istraživači često ne obraćaju dovoljno pažnje prilikom izvođenja zaključaka na osnovu agregatnog indikatora. Takođe, ukoliko se kombinuje više različitih dimenzija institucija kako bi se dobio jedan ili nekoliko agregatnih indikatora, postoji opasnost da dobijeni rezultati budu prilično neprecizni ako se ne postavi jasna veza između pojedinačnih indikatora koji se agregiraju⁹. U ovom slučaju dobijeni agregatni indikatori nisu pogodni za rangiranje zemalja jer dobijene vrednosti poseduju veliki interval poverenja usled čega je moguće samo grubo klasifikovanje u zemlje sa velikim, srednjim i manjim problemima u pojedinim sferama posmatranja.

Oprezno sa rangiranjem

Pošto su predstavljene osnovne karakteristike indikatora u nastavku biće analizirana pozicija Srbije na izabranim listama koje koriste različite indikatore za ocenu kvaliteta poslovnog okruženja i državne uprave i rangiranje privreda na osnovu određenih agregatnih vrednosti. Doing Business projekat Svetske banke prati prema poslednjoj metodologiji 11 različitih elemenata poslovnog okruženja za koji se prikupljaju podaci iz 190 zemalja/privreda. Dimenzije koje se prate kvantifikuju se na bazi indikatora koji manjim delom posmatraju realne okolnosti na tržištu (broj dana za dobijanje dozvole, broj procedura, troškova za dobijanje priključka za struju itd.), dok su u najvećoj meri bazirani na tipu regulatornog rešenja koje se primenjuje (kako zakon reguliše zaštitu manjinskih akcionara, tipovi arhiviranja podataka koji se primenjuju u javnoj upravi, pravni mehanizmi za regulisanje bankrotstva i sl.). Usled toga indeks DB u većoj meri prati *de jure* stanje u privrednom okruženju ali nastoji da uključi i što veći broj *de facto* pokazatelja kako bi se procenile realne prepreke. Ovi podaci se prikupljaju na bazi upitnika koji popunjavaju ključni učesnici (pravnici, stručni konsultanti, predstavnici privrede i sl.) za svaki od datih procesa pri čemu se na osnovu jasno definisanog scenarija dobija informacija o posmatranoj pojavi. Ovo su objektivni i u najvećem delu *de jure* pokazatelji jer nisu bazirani na percepciji a ujedno posmatraju kako je određeni

8 Kaufmann, D., Kraay, A. (2007), „On Measuring Governance: Framing Issues for Debate”, Issues paper for January 11th, 2007, Roundtable on Measuring Governance, World Bank Institute and the Development Economics Vice-Presidency of the World Bank

9 O problemu agregiranja i preciznosti dobijenih indikatora pogledati više u: Kaufmann, D., Kraay, A., Zoido-Lobaton, P. (2000), „Government Matters: From Measurement to Action”, Finance and Development 37(2), str. 10-13

Osvrt 1. Dometi i ograničenja rangiranja Srbije prema različitim indeksima poslovnog okruženja

Tabela 1. Indeks Doing Bussines za Srbiju i odabrane zemlje 2010-2019

		Metodologija 2014				Metodologija 2015		Metodologija 2016		Metodologija 2017-2019				
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019			
Albanija		61.56	61.73	58.82	59.04	59.80	59.57	65.09	66.17	60.62	60,57	67,1	69,01	69,51
Bosna i Hercegovina		51.70	52.46	53.66	54.15	54.44	58.73	58.99	62.28	62.59	62,34	63,12	63,55	63,82
Bugarska		67.71	67.84	67.54	68.10	68.42	69.29	69.36	71.62	71.95	71,89	71,03	71,13	71,24
Hrvatska		61.24	61.36	62.58	62.20	63.12	64.90	67.14	71.02	71.15	70,8	70,92	71,06	71,4
Mađarska		65.11	66.92	66.67	66.65	66.34	66.69	67.79	71.23	71.10	70,87	71,18	71,94	72,28
Makedonija		64.71	65.07	68.26	69.10	73.17	73.27	75.25	78.32	79.16	78,22	81,44	81,23	81,55
Crna Gora		60.34	61.30	62.79	64.46	65.89	66.78	68.09	69.50	70.30	70,26	70,88	72,53	72,73
Rumunija		63.42	62.57	62.48	63.88	64.39	66.43	68.74	72.91	72.62	72,52	72,65	72,83	72,3
Srbija	indeks	57.57	58.30	59.60	60.55	60.57	62.60	61.77	66.01	68.70	69,39	72,88	73,32	73,49
	rang	90	89/88*	92	86		93		91		59	47	43	48
Slovenija		61.50	64.38	66.19	68.20	69.00	68.69	68.96	72.09	74.02	73,91	74,61	75,59	75,61

*prema izveštaju Doing Business 2011 rang Srbije je bio 89 dok je isti u narednom korigovan za promene u podacima i metodologiji tako da je pozicija povećana na 88 mesto.
Izvor: Doing Business izveštaji 2010-2019

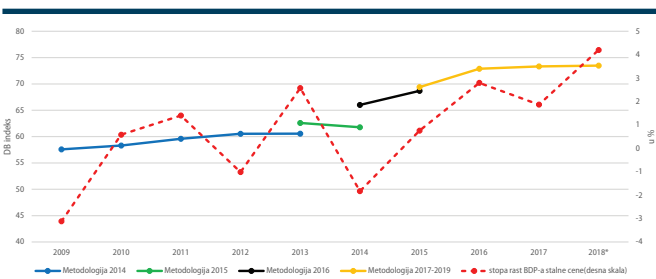
segment privredne aktivnosti pravno regulisan. Imajući u vidu veliku pažnju koju ovaj izveštaj dobija, zanimljivo je proceniti koliko su dobijene ocene u vezi sa stvarnim rastom privredne aktivnosti u određenoj godini.

Predstavljeni podaci o kretanju vrednosti kompozitnog indeksa DB u Tabeli 1. sugerišu da je Srbija u posmatranom periodu izuzev 2015. godine (bez obzira na promenu metodologije) konstantno unapređivala regulativni okvir za poslovanje što je u fokusu ovog indeksa. Ipak, kada se ove promene posmatraju u kontekstu napretka koje su ostvarile i ostale privrede, primećujemo da je pozicija Srbije znatno fluktuirala i to ne u skladu sa kretanjem vrednosti indeksa. U 2012. godini pogoršana je pozicija kao i 2014. i 2019. godine uprkos rastu vrednosti indeksa. Pad uočen u 2014. godini se delimično može objasniti promenom metodologije usled čega 93. pozicija iz ove godine nije u potpunosti uporediva sa 86. pozicijom iz 2013. godine. Česte metodološke promene u načinu dobijanja konačne vrednosti indeksa DB predstavljaju dodatnu prepreku za njegovu efikasnu upotrebu u rangiranju zemalja. Usled toga, preporuka je da se pre koriste pojedinačni indeksi na osnovu kojih se agregatni indeks DB dobija a koji daju detaljniji prikaz o napretku ili pogoršanju uslova poslovanja u datom segmentu.

Bez ulaženja u metodološke izazove praćenja pozicije zemlje na osnovu vrednosti DB čija se metodologija u periodu 2009-2018 menjala četiri puta, posmatračemo promene indeksa za Srbiju u kretanje privredne aktivnosti u istom periodu. Kao što se iz Grafikona 1 može videti stopa rasta BDP-a Srbije u posmatranom periodu je beležila značajne fluktuacije dok se vrednost DB indeksa konstantno povećavala osim u 2014. godini kada je zabeleženo blago smanjenje. Prema podacima iz poslednjeg izveštaja, Srbija je bolje ocenjena u poređenju sa Rumunijom i Mađarskom dok su od odabranih privreda samo Makedonija i Slovenija zabeležile višu vrednost indeksa. Sličnu nepovezanost vrednosti DB indeksa sa kratkoročnim fluktuacijama BDP-a uočavaju

Moorthy i Jason (Moorthy & Jason, 2016) koji ističe da o DB indeksu treba razmišljati kao o faktoru koji može da objasni pozadinu potencijalno privrednog rasta ali ne i stvarni rast BDP-a. Kada se uzme u obzir i da je Srbija u posmatranom periodu ostvarila i najnižu prosečnu stopu rasta u poređenju sa ostalim provredam CIE dodatno se potvrđuje stav da indeks DB nije možda najbolji signalizator realnih privrednih aktivnosti već indikator potencijalnog kapaciteta za rast.

Grafikon 1. Indeks DB i stopa rasta BDP-a Srbije, 2010-2018



* stopa rasta BDP-a za 2018 godinu je procena QM-a
Izvor: Doing Business izveštaji i Svetska banka

Pojedinačni indikatori Doing Business-a mere osnovno regulatorno zdravlje. Kao simptomi, oni nam govore da negde postoje problemi, ali ne i nužno ono šta nije u redu sa datim segmentom. Oni predstavljaju signal za dublju analizu i postavljanje novih pitanja, od kojih neka zahtevaju sistemski pristup. Nije dovoljno izvršiti kozmetičku promenu jednog dela aktivnosti - kao što je smanjivanje broja dana za dobijanje građevinske dozvole. Ovo je samo indikator mnogo značajnijih problema, a to je neregulisano građevinsko tržište. Prva "zloupotreba" indikatora Doing Business je slučaj kada se optira ka poboljšanju vrednosti pojedinačnih indikatora, a ne osnovnog (šireg) problema. Zbog konstantnog javnog propagiranja rezultata i rangiranja zemlja na listi Doing Business, neke vlade su u iskušenju da svoje aktivnosti usmere u ovom pravcu bez rešavanja stvarnih problema prekomerne ili neefikasne regulacije. Relativno je lako smanjiti troškove i procedure za otpočinjanje

poslovanja, ali to ne znači nužno da će se broj investitora povećati ukoliko postoje ograničenja konkurenciji, visoka regulatorna opterećenja za izlazak sa tržišta i sl. Lečenjem simptoma samo se odlaže rešavanje pravog problema i još više umanjuje veza između vrednosti indeksa i realnih pokazatelja privredne aktivnosti. Tipičan primer za to je smanjenje broja dana čekanja za građevinske dozvole u Srbiji koji će imati veliki uticaj na poboljšanje ovog indikatora u narednom izveštaju ali bez rešavanja problema divlje gradnje koja je široko rasprostranjena u Srbiji – da se samo podsetimo fantomskog objekta koji je iznenada iznikao na Pančičevom vrhu na Kopaoniku. Druga zloupotreba DB indeksa se javlja kroz namerni izbor lakih rešenja. Pošto je moguće poboljšati rangiranje unapređenjem ocena političari mogu birati da primenjuju najlakše reforme, koje nisu nužno najvažnije za razvoj biznisa i privredni rast. Indikator “Trgovanje preko granica” odvojeno meri troškove i kašnjenja uvoza i izvoza kako bi se dobio kompozitni indikator koji predstavlja ovaj segment. Smanjenjem ograničenja za uvoz omogućava poboljšanje vrednosti indikatora, čak i ako izvoz ostane isti. Ipak, izvoz će verovatno imati znatno veći ekonomski uticaj što se često ističe u istraživanjima uticaja trgovinske aktivnosti na privredni rast. Još jedan primer zloupotrebe indeksa DB je kada reforme u određenim oblastima izostaju zato što je taj segment dobro ocenjen. Srbija je u dužem vremenskom periodu imala izuzetno dobru ocenu unutar indikatora koji prati regulisanost tržišta rada a vezan je za nivo otpremnine prilikom otpuštanja radnika. Ipak, trošak otpremnina je bio jedan od velikih prepreka po fleksibilnost tržišta rada jer je po starom zakonu poslodavac bio dužan da isplati otpremninu za celokupan radni staž radnika a ne za vreme provedeno kod njega – što je prilično neprepoznata praksa na zapadnim tržištima rada. Ovi primeri prikazuju najveći nedostatak DB indeksa, a to je da u značajnoj meri posmatra de jure regulatorni okvir koji je bitan za podsticanje privredne aktivnosti.

Kao primer ozbiljne kritike DB indeksa može se navesti analiza neizvesnosti po pitanju vrednosti i ranga na osnovu pristupa Bajesove neopažene varijable (Hoyland et al., 2009). Rezultati analize pokazuju da postoji značajna neizvesnost oko rangiranja, naročito kod privreda koje popunjavaju središnjih 80 procenata rang liste. Poenta istraživanja je da DB indeks nije dovoljno pouzdan u razlikovanju između većine regulatornih okruženja u svetu. Iako se nakon korekcije za neizvesnost, jasno razlikuju najbolje privrede od najgorih, ne postoje posebno velike razlike između privreda koje se nalaze između ekstremnih vrednosti skale. Postoji velika grupa od više od 100 zemalja, među kojima je praktično nemoguće identifikovati bilo

kakve razlike kada se primeni model sa uključenom neizvesnošću. Možda i najozbiljniji pregled ograničenja indeksa DB dat je od strane nezavisne komisije koja je angažovana da uradi reviziju izveštaja 2013.¹⁰ Spisak pristrasnosti u ocenjivanju gde se jedan tip ekonomskih sistema ili socijalnih politika preferira u odnosu na druge kao i drugih zamerki predstavljen je na 14 strana i obuhvata kritike od strane članova eksperata Svetske banke, stručne javnosti i nevladinog sektora. Jedna od interesantnih zamerki je da Doing Business izveštaj stavlja preveliki akcenat na rangiranje zemalja. Rangiranje u sebi sadrži tri slabosti. Prva, pošto većina indikatora pretpostavlja da je manji stepen regulacije bolji, teško je reći da li najbolje rangirane zemlje imaju dobre i efikasne propise ili jednostavno nemaju regulisan određeni segment tržišta. Drugo, mala baza konsultanata koji popunjavaju upitnike otežava procenu poverenja u tačnost individualne vrednosti indikatora, a time agregatnog rangiranja. Treće, promene u rangiranje zemalja značajno zavisi od toga gde se zemlja nalazi na distribuciji: mala promene u apsolutnoj vrednosti indeksa mogu izazvati velike promene u rejtingu ukoliko su susedne privrede imaju vrlo približnu vrednost indeksa. Ovi faktori doprinose pojavi anomalija na rang listi. Kao zaključak izveštaja ističe se da se Doing Business mora koristiti na odgovarajući način u formulisanju politike. Iako informativan, Doing Business projekat nije u mogućnosti da obezbedi plan za regulatornu reformu. Izveštaj je slabo dizajniran za takvu svrhu. U njemu se prikazuju lako merljive dimenzije, bez dublje analize i na relativno nenaučni način. Shodno tome, Svetska banka priznaje da navedene reforme možda nisu prikladne u svim kontekstima, možda nisu najbitnije reforme u datim privredama, ili možda ne ističu važnost sagledavanja i ostalih ciljeva za društvo van onih koje Doing Business posmatra. Iz tih razloga jeste važno je da se indikatori Doing Business ne koristi neadekvatno za vođenje regulatorne reforme, jer ne pružaju potrebnu složenost informacije, potpunu sliku o tome kakve su reforme potrebne ili različite implikacije izbora koji bi trebali voditi takve odluke. Stoga jeste neodgovarajuće promovisati reforme kroz Doing Business u zemljama kao “pravi” pristup za rešavanje loše privredne situacije postavljanja pravaca regulatorne reforme. U tom smislu predlaže se da Svetska banka: ne bi trebalo da koristite Doing Business za analizu javnih politika i institucija; preporučuje se da donatori ne koriste Doing Business kao argument za dodeljivanje programa pomoći i ne rangiraju privrede u skladu sa rezultatima vrednosti agregatnog indeksa DB.

10 Manuel, T., Arruda, C., Azour, J., Bai, C. E., Besley, T., Cho, D. S., ... & Wolf, H. (2013). Independent panel review of the doing business report. Washington, DC <http://www.dbrpanel.org/sites/dbrpanel/files/doingbusiness-review-panel-report.pdf>.

Tabela 2. Indeks globalne konkurentnosti (2007-2017)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Albanija	3,48	3,55	3,72	3,94	4,06	3,91	3,85	3,84	3,93	4,06	4,18
BiH	3,55	3,56	3,53	3,70	3,83	3,93	4,02	n.a.*	3,71	3,80	3,87
Bugarska	3,93	4,03	4,02	4,13	4,16	4,27	4,31	4,37	4,32	4,44	4,46
Hrvatska	4,20	4,22	4,03	4,04	4,08	4,04	4,13	4,13	4,07	4,15	4,19
Mađarska	4,35	4,22	4,22	4,33	4,36	4,30	4,25	4,28	4,25	4,20	4,33
BJR Makedonija	3,73	3,87	3,95	4,02	4,05	4,04	4,14	4,26	4,25	4,23	n.a.**
Crna Gora	3,91	4,11	4,16	4,36	4,27	4,14	4,20	4,23	4,20	4,05	4,15
Rumunija	3,97	4,10	4,11	4,16	4,08	4,07	4,13	4,3	4,32	4,30	4,28
Srbija indeks	3,78	3,90	3,77	3,84	3,88	3,87	3,77	3,9	3,89	3,97	4,14
Srbija rang	91	85	93	96	85	95	101	94	94	90	78
Slovenija	4,48	4,50	4,55	4,42	4,30	4,34	4,25	4,22	4,28	4,39	4,48

Izvor: WEF (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.)

* Usled nemogućnosti da se prikupe podaci za Bosnu i Hercegovinu u 2014. godini vrednosti indeksa i ranga su izostavljene iz table

**Usled nemogućnosti da se prikupe podaci za BJR Makedoniju u 2017. godini vrednosti indeksa i ranga su izostavljeni iz table

Izveštaj o globalnoj konkurentnosti koji publikuje Svetski ekonomski forum takođe se zasniva na sličnoj ideji o praćenju razvijenosti elemenata privrednog okruženja koje određuju dugoročnu sposobnost privrede da generiše privredni rast. U poslednjem izveštaju izvršena je značajna izmena metodologije u vidu promene broja i tipa indikatora koji se koriste kao i načina agregiranja pojedinačnih indikatora konkurentnosti u krajni IGK. Promena metodologije onemogućava poređenje ovogodišnjeg rezultata Srbije sa serijom vrednosti prikazanih u Tabeli 2. usled čega su oni isključeni iz table.

U osnovi IGK nalazi se dvanaest stubova konkurentnosti koji pokrivaju osnovne elemente neophodne za postizanje održivog privrednog rasta i kao takav predstavlja agregatni indikator koji je sličan indeksu DB. Ipak ova dva indeksa se u potpunosti razlikuju kada se analizira izvor podataka koji se koriste za njihovo kreiranje kao i efekata koji prate. IGK u znatno većem meri koristi podatke percepcije da bi procenio razvijenost određenih segmenata tržišta ili efikasnost regulatornog okvira. Usled toga za razliku od DB indeksa, IGK prati de facto stanje jedne privrede na osnovu kombinacije jasno uporedivih statističkih pokazatelja (stope inflacije, broja pretplatnika mobilne telefonij, broja lekara na 1000 stanovnika i sl.) i u indikatora percepcije koji analiziraju stavove ispitanika po pitanju kvaliteta privrednog okruženja. Kada pogledamo vrednost ukupnog IGK za Srbiju u posmatranom periodu, uočavamo odsustvo stabilnog trenda poboljšanja kao i činjenicu da se Srbija nalazi među najlošije ocenjenim privredama često i slabije od Albanije. Ove varijacije su još izraženije kada se prati pozicija koju Srbija zauzima na rang listi na osnovu vrednosti IGK za sve obuhvaćene zemlje. Kao i kod indeksa DB i ovde se vidi da napredak u vrednosti indeksa koji bi trebao da odlikava poboljšanje poslovne klime i regulatornog okvira ne mora uvek da se odrazi na napredak u rang, kao što je to slučaj u 2010. godini.

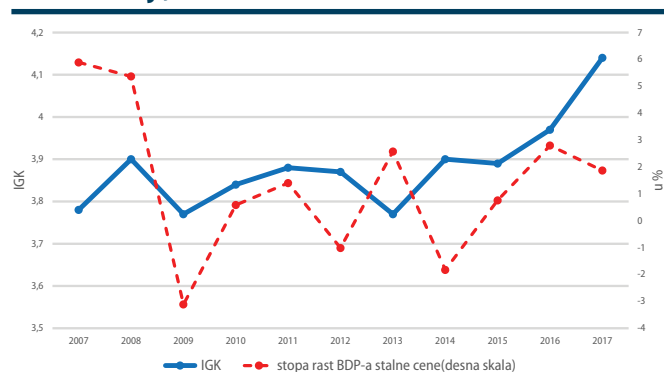
Uprkos povećanju vrednosti indeksa u 2010. godini Srbija je pogoršala poziciju na listi za tri mesta usled većeg napretka koje su ranije lošije rangirane privrede ostvarile u toj godini.

Ukoliko posmatramo Grafikon 2 na kojem su zajednički predstavljene vrednosti IGK za Srbiju i stopa rasta BDP-a možemo uočiti nešto veći stepen slaganja u odnosu na indeks DB pri čemu je primetno određeno kašnjenje IGK za promenama u kretanju stope rasta BDP-a. Iako bi se u prvi mah moglo reći da ovo predstavlja svojevrsnu potvrdu efikasnosti IGK kada je reč o praćenju promena u privrednom ambijentu, pravi razlog je ipak na drugoj strani. Kada se vrši rangiranje privreda na osnovu subjektivnih indikatora javlja se problem nedoslednosti u ocenama koje daju ispitanici usled mogućnosti da kretanje opšte privredne aktivnosti utiče na njihove stavove. Kao što je već spomenuto, IGK se dobija kao ponderisani prosek 12 stubova konkurentnosti, pri čemu svaki stub predstavlja takođe agregatni indikator kreiran na osnovu ponderisanih proseka pojedinačnih indikatora. Prema metodologiji koja je korišćena do ove godine, veći uticaj na kreiranje konačnog IGK imali su subjektivni indikator – do 70% u zavisnosti u koju fazu razvoja je privreda bila klasifikovana. Subjektivni indikator su korišćeni za procenu kvaliteta celokupne infrastrukture što je krajnje upitno ukoliko se ima u vidu mala verovatnoća da ispitanici u zemljama mogu adekvatno da rangiraju dostupnost infrastrukture u njihovoj zemlji u poređenju sa svim zemljama u izveštaju. Usled toga dešavalo se da u pojedinim godinama unutar stuba koji prati kvalitet infrastrukture, putna infrastruktura u Srbiji bude lošije ocenjena od iste u pojedinim zemljama centralne Afrike¹¹. Slični primeri mogu se naći i kod efikasnosti funkcionisanja komisije za zaštitu konkurentnosti koje

11 Ristić B., Tanasković, S. (2011). Konkurentnost Srbije: merenje konkurentnosti i rangiranje zemalja prema Izveštaju Svetskog ekonomskog foruma, QM 25-26 Pod lupom, 68-80

pojedine zemlje i ne poseduju a ipak su imale bolje ocene u odnosu na Srbiju. Visok uticaj subjektivnih indikatora na ukupnu vrednost IGK objašnjava i znatno bolju adaptaciju indeksa kretanju privredne aktivnosti uprkos činjenici da IGK treba da nas informiše o dugoročnim kapacitetima privrede da održi pozitivnu stopu privrednog rasta a ne o kratkoročnim fluktuacijama u dohotku. U čemu je onda reč? Naime, lošiji ili bolji privredni rezultati o kojima se izveštava u medijima utiču na stavove ispitanika, odnosno na njihovu sklonosti ka davanju precenjenih ili potcenjenih ocena. Ako se ima u vidu da je u većem delu posmatranog perioda ocena za subjektivne indikatore dobijana na bazi samo 80 ispitanika, jasno je da je objektivnost ovako ocenjenih dimenzija konkurentnosti krajnje upitna. Potvrda krajnje velikih oscilacija u vrednosti IGK na osnovu velike promena u subjektivnim ocenama između godina dodatno je naglašena ako se konsultuje tehnički postupak za dobijanje indikatora baziranih na percepciji ispitanika. Baš u cilju da bi se smanjile neosnovane fluktuacije vrednosti subjektivnih indikatora, njegova konačna vrednost se dobija kao ponderisani prosek vrednosti iz tekuće i prethodne godine. Time se smanjuje mogućnost naglih skokov ili padova koji ne bi trebalo da se dešavaju jer niti celokupna putna infrastruktura može da se izgradi u toku jedne godine, niti može da nestane. Ipak, kod pojedinih privreda iz okruženja poput Crne Gore u 2010. godini javljaju se skokovi vrednosti IGK koji se u potpunosti duguju znatno većim vrednostima subjektivnih indikatora uprkos postupku ponderisanja sa prošlogodišnjim vrednostima.

Grafikon 2. Kretanje vrednosti IGK i stope privrednog rasta u Srbiji, 2007-2017



Izvor: Izveštaj o globalnoj konkurentnosti i Svetska banka

Promene metodologije obračuna IGK koju je SEF predstavio u poslednjem izveštaju predstavlja unapređenje po pitanju objektivnosti indikatora koji se koriste. Njihov ukupan broj je smanjen sa 114 na 98 pri čemu je značajno promena struktura tako što je uvedeno 64 nova indikatora koji su zasnovani na fizičkim merenjima ili statistički pouzdanim podacima, što je za

posledicu imalo smanjenje učešća indikatora percepcije na oko 30% u konačnoj vrednosti IGK. I pored toga i dalje se mogu navesti slične zamerke upotrebi ovog indeksa za međunarodno rangiranje. Iako autori IGK tvrde da je indeks rezultat sofisticiranog dizajna i robusne analize, neslaganja o njegovom značaju i korisnosti su svakako prisutna (Krugman, 1994; Lall, 2001). Krugman, dobitnik Nobelove nagrade, oštro je istakao da: "Konkurentnost je besmislena reč kada se primenjuje na nacionalne ekonomije". Lall je nazvao indeks pogrešnim i ukazao je na nekoliko analitičkih, metodološki i kvantitativnih problema indeksa. Fokus se kao i kod Doing Business indeksa pomera od signaliziranja uočenih problema u određenim stubovima konkurentnosti, ka poboljšanju pojedinačnih indikatora. Zatim rangovi zemalja često mogu značajno varirati u kratkom vremenskom periodu od nekoliko godina. Ukoliko indeks ne daje stabilne vrednosti, ne može se očekivati da će predstavljati dobru meru konkurentnost. Takođe, prethodna istraživanja su otkrila da IGK ne može dobro da predvidi privredni rast kada se uključi u model u kombinaciji sa drugim varijablama kao što je na primer nivo preduzetničke aktivnosti (Van Stel et al., 2005). Treće, iako su kreatori indeksa u želji da istaknu njegovu funkcionalnost povezali IGK sa privrednim rastom, oni su koristili prethodni privredni rast kao zavisnu varijablu, čime su priznali da i dalje postoji potreba da se dokaže da IGK može pomoći u objašnjavanju budućeg umesto prošlog rasta (McArthur & Sachs, 2001).

Treći indikator koji se relativno često primenjuje za komparativnu analizu zemalja, u stvari je grupa indikatora koji prate kvalitet vladavine u svetu (worldwide governance indicators). Autori indikatora Daniel Kaufmann i Aart Kraay za potrebe projekta Svetske banke kreirali su ove indikatore i predstavili ih javnosti po prvi put 1996 godine. U početku su indikatori publikovani svake druge godine a od 2002. godine, šest indikatora vladavine se računa i objavljuje na godišnjem nivou za preko 200 zemalja i teritorija. Svaka od šest dimenzija ocenjena na osnovu vrednosti koje se dobijaju agregiranjem različitog broja pojedinačnih indikatora. U tom smislu svaki od šest indikatora predstavlja pojedinačni agreganti indikator. Podaci koji se koriste za njihovo dobijanje dolaze od strane stručnih procena, anketa stručnjaka, i istraživanja vladinih službenika, preduzeća i domaćinstava. Kako se za praćenje kvaliteta državne vladavine vrlo teško mogu kreirati međunarodno uporedivi objektivni indikatori (poput stope inflacije, fiskalnog deficita i sl.), Svetska banka za praćenje indikatora kvaliteta vladavine u svetu koristi agregatne, subjektivne indikatore koji prikazuju de facto stanje razvijenosti unutar dimenzije koje prate. Razlog

Tabela 3. Vrednosti indeksa kvaliteta vladavine u svetu za Srbiju, 2002-2017

		Participacija i odgovornost	Politička stabilnost	Efikasnost vlade	Regulatorni okvir	Vladavina zakona	Kontrola korupcije
2002	vrednost	2,503	3,803	1,993	1,883	1,639	1,633
	percentilini rang	48,756	29,101	36,224	28,061	22,277	24,242
2003	vrednost	2,380	3,686	1,879	1,915	1,648	2,009
	percentilini rang	44,279	28,141	30,102	28,061	21,782	37,374
2004	vrednost	2,324	3,581	2,286	2,053	1,777	2,004
	percentilini rang	43,269	28,641	49,261	36,946	28,230	36,585
2005	vrednost	2,293	3,592	2,169	1,917	1,593	2,087
	percentilini rang	43,269	24,757	43,627	29,412	21,053	42,927
2006	vrednost	2,714	3,585	2,291	2,057	1,968	2,207
	percentilini rang	54,327	28,502	49,268	36,275	37,321	45,854
2007	vrednost	2,805	3,598	2,272	2,158	2,033	2,147
	percentilini rang	56,731	26,087	47,087	41,748	39,234	43,689
2008	vrednost	2,782	3,648	2,308	2,210	2,005	2,188
	percentilini rang	56,731	27,404	47,573	45,631	37,019	46,602
2009	vrednost	2,836	3,435	2,461	2,374	2,087	2,188
	percentilini rang	57,346	29,384	54,067	49,761	42,180	45,933
2010	vrednost	2,786	3,367	2,454	2,478	2,127	2,205
	percentilini rang	55,924	31,280	52,632	53,110	42,654	47,619
2011	vrednost	2,779	3,469	2,410	2,525	2,210	2,227
	percentilini rang	56,338	36,967	52,607	53,081	46,479	50,237
2012	vrednost	2,699	3,435	2,398	2,437	2,144	2,170
	percentilini rang	56,338	38,863	51,185	51,185	44,601	46,445
2013	vrednost	2,785	3,382	2,413	2,439	2,174	2,199
	percentilini rang	57,277	43,128	51,185	52,133	45,540	46,919
2014	vrednost	2,713	3,466	2,590	2,641	2,350	2,273
	percentilini rang	55,665	53,333	58,173	55,769	50,962	51,442
2015	vrednost	2,731	3,453	2,611	2,655	2,383	2,233
	percentilini rang	55,172	55,238	56,731	57,212	52,404	49,038
2016	vrednost	2,699	3,490	2,587	2,556	2,341	2,178
	percentilini rang	53,695	50,000	56,250	54,808	48,077	45,192
2017	vrednost	2,616	3,395	2,692	2,509	2,308	2,125
	percentilini rang	49,754	50,000	60,577	55,288	48,077	43,269

Izvor:

upotrebe većeg broja izvora (agregiranje) predstavlja potreba da se obezbedi što veća globalna pokrivenost, ali se sa druge strane smanjuje konzistentnost u uporedivosti izvora između zemalja. Na primer, ankete domaćinstava i procene stručnjaka iz različitih izvora ne dele zajedničku metodologiju, definiciju termina, skupa pitanja ili mernih skala. Takođe, u zavisnosti od obuhvata zemalja vrednost indikatora vladavine prava za neke privrede će biti izračunat na bazi samo dva dok će se kod drugih može upotrebiti i do 16 različitih izvora podataka. Dodatno, broj izvora podataka za kalkulaciju vrednosti indikatora može varirati na nivou jedne zemlje između godina što bitno utiče na vremensku uporedivost dobijenih vrednosti. Usled toga, pored vrednosti indikatora kvaliteta vladavine se uvek objavljuju i standardne greške merenja koje daju informaciju o spomenutim razlikama. Velika praktična prednost ovako kreiranih pokazatelja je razvoj složenih istraživanja koji se javio u različitim zemljama. Ova istraživanja imala su za cilj da na bazi nivoa pojedinih

indikatora upravljanja kreiraju grupe sličnih zemalja nakon čega se može analizirati potencijalna korelacija između kvaliteta vladavine i razvojnih ishoda ali i sprovesti statistička ispitivanja o uzroku uočenih razlika. Pored primene u akademskim istraživanjima indikatori se upotrebljavaju i od strane vlada pojedinih država za definisanje konkretnih politika. Program Računa za Milenijumske Izazov (MCA) pokrenut u SAD od strane George V. Bush-a, definisao je kriterijume za dobijanje pomoći u iznosu više stotina miliona dolara za zemlje koje su ocenjene bolje od proseka zemalja sa sličnim nivoom dohotka na osnovu 17 nezavisnih pokazatelja kvaliteta državne vladavine.¹² Od 17 pokazatelja, pet su preuzimani direktno iz baze indikatora kvaliteta vladavine Svetske banke. Pored američke vlade, prema podacima Svetske banke, ostale države takođe koriste ove indikatore za donošenje odluka o donacijama poput Holandije. Agencije za ocenjivanje

12 Millennium Challenge Account, 2009, str. 2, <http://www.mcc.gov/documents/mcc-fi-09-guidetotheindicators.pdf>

rizika, kao i nevladine organizacije ih takođe koriste što govori o nemalom uticaju koji ovi indikatori mogu imati na ekonomske ishode u nekim zemljama.

U Tabeli 3. predstavljene su vrednosti indikatora za Srbiju u periodu 2002–2017. godine koje su preformulisane na skalu 0–5¹³ gde niža vrednost odgovara lošijem kvalitetu i obrnuto. Takođe su dati i podaci o percentilnom rang u odnosu na sve obuhvaćene zemlje gde niža vrednost predstavlja lošiji rang i obrnuto. Svetlo i tamno zelenom su markirane tri najveće vrednosti za posmatrani period kako bi se lakše pratila dinamika napretka na nivou pojedinačnog indikatora. Ono što se prvo može primetiti je da postoji relativno stabilan napredak kod indikatora u kolonama 5–8, uz nešto приметнији pad u poslednje dve godine kada je indikator kontrole korupcije u pitanju. Prva dva indikatora Participacija i odgovornost i Politička stabilnost beleže slabije ocene u prethodnih sedam godine nego u periodu pre 2010. godine, ali uprkos tome Srbija je u odnosu na ostale obuhvaćene zemlje u poslednje četiri godine najbolje rangirana. Ovo odudaranje promena u rang u vrednosti indikatora sugerise da je kod ostalih zemalja takođe zabeleženo pogoršanje vrednosti ovog indeksa koje je u nekim slučajevima veće nego u Srbiji usled čega je pozicija Srbije poboljšana. Nedostaci ovih indikatora kako u slučaju Srbije tako i kod ostalih privreda je što se visokim stepenom agregiranja gube konkretne informacija o pojedinim segmentima kvaliteta državne vladavine. Upravo u tim detaljima se obično nalazi i najveći deo informacija „za akciju“ koji bi omogućio nosiocima odluka da jasno prepoznaju koje reforme je neophodno sprovesti kako bi ostvarili pozitivni efekti po privredno okruženje. Agregiranjem pojedinačnih indikatora se ta informacija gubi i iako možemo da zaključimo da korupcija u Srbiji pokazuje znake širenja u prethodne dve godine, nemamo dodatnih podataka da li se tu misli na birokratsku korupciju, zarobljenu državu, trgovanje interesom i sl. Takođe nije jasno da li se povećava prosečan broj koruptivnih procesa ili je pak povećana renta koja se izvlači iz ovih odnosa dok je broj koruptivnih radnji i dalje sličan. Pored umanjene informativnosti, pojedini kritičari (Andrews, 2008) smatraju da je prilično teško da se na bazi modela koji su Kaufmann i Kraai koristili za kreiranje indikatora dođe do modela „najboljeg rešenja“ za kvalitetnu državnu vladavinu, uglavnom zbog razlika koje karakterišu modele efektivnih vlada kao što je nemački model, koji se razlikuje od švedskog modela ili britanskog i američkog modela. Andrews takođe smatra da svako unapređenje dimenzija državne vladavine neće uvek voditi efikasnim

ishodima u različitim kontekstima i različitim okruženjima koja su posledica specifičnih razlika u ekonomsko-političko-društvenom uređenja između analiziranih privreda. Ostala ograničenja vezana su za subjektivnost ocena na bazi kojih se indikatori kreiraju. Merenja percepcija (za razliku od stvarnosti) može biti od interesa istraživačima kada se na primer procenjuje efikasnost nevladinog monitoringa korupcija lokalnih zvaničnika. Međutim, postoji značajna razlika između merenja pojave i merenje percepcije o njoj. U kontekstu državne vladavine, pokazalo se da je percepcije rizika od kriminala sasvim drugačija od stvarnih nivoa kriminala (Forgas, 1980; Pfeiffer et al., 2005), zatim percepcija korupcije može bitno da odstupa od stvarnih nivoa korupcije (Olken, 2006; Seligson, 2006) i poverenje u vladu ne mora da odgovara nivou administrativnih performansi (Van de Valle & Bouckaert, 2007).¹⁴

Zaključak

Iako se u medijima sve češće mogu čuti ocene o napretku ili uspehu reformi na osnovu bolje pozicije koju Srbija zauzima na međunarodnim rang listama, potrebno je oprezno tumačiti ove podatke. Kao što je predstavljeno, svi idikator koji se koriste poseduju određene prednosti ali i nedostatke i prilikom njihove interpretacije to treba imati na umu. Kada posmatrano rezultate međunarodnih izveštaja koji prate napredak zemlje u određenoj oblasti uvek je potrebno postaviti pitanje ne samo da li je pokazatelj koji se koristi za praćenje neke pojave precizan (koliki je nivo greške merenja), već da li dati indikatori stvarno mere pojavu tj. da li predstavljaju de jure formulaciju ili de facto stanje u praksi. Najveći napredak u praksi postignut je kombinovanjem de jure i de facto indikatora u cilju što većeg obuhvata onoga kako su stvari regulisane i kako funkcionišu u realnim odnosima ali je broj takvih pokazatelja još uvek mali. Pozicija Srbije prema navedenim indeksima dosta oscilira u prethodnim godinama što je delom posledica promena koje se javljaju i u ostalim zemljama koje se posmatraju ali i varijacija u ocenama koje se dobijaju u upitnicima za potrebe kreiranja de facto indikatora. Usled toga treba biti obazriv prilikom interpretiranja vrednosti indikatora a posebno mesta na listama, jer i sami kreatori navedenih indeksa sugerisu da rangiranje zemalja je često upitno i nije u fokusu onoga za šta su indeksi inicijalno kreirani.

13 Originalne vrednosti indikatora se kreću od -2,5 do 2,5 ali zbog jednostavnosti praćenja se često u praksi vrši transformacija na pozitivnu skalu 0–5.

14 Za detaljnu kritiku koncepta kojim se vrši izbor dimenzija uključenih u indikatore kvaliteta državne vladavine pogledati: Thomas, M. A. (2010). What do the worldwide governance indicators measure?. *The European Journal of Development Research*, 22(1), 31–54

Literatura:

1. Andrews, M. (2008). The good governance agenda: Beyond indicators without theory. *Oxford Development Studies*, 36(4), 379-407.
2. Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2001). Do people mean what they say? Implications for subjective survey data. *American Economic Review*, 91(2), 67-72.
3. Donchev, D., & Ujhelyi, G. (2014). What do corruption indices measure?. *Economics & Politics*, 26(2), 309-331.
4. Forgas, J. P. (1980). Images of crime: A multidimensional analysis of individual differences in crime perception. *International Journal of Psychology*, 15(1-4), 287-299.
5. Høyland, B., Moene, K., & Willumsen, F. (2012). The tyranny of international index rankings. *Journal of Development economics*, 97(1), 1-14.
6. Jason, A. A., & Moorthy, V. (2016). *The Ease of Doing Business Rank: An Assessment of its Macroeconomic Relevance* (No. id: 11442).
7. Kaufmann, D., & Kraay, A. (2007). *Governance indicators: Where are we, where should we be going?*. The World Bank.
8. Kaufmann, D., Kraay, A. (2007), "On Measuring Governance: Framing Issues for Debate", Issues paper for January 11th, 2007, Roundtable on Measuring Governance, World Bank Institute and the Development Economics Vice-Presidency of the World Bank
9. Kaufmann, D., Kraay, A., Zoido-Lobaton, P. (2000), „Government Matters: From Measurement to Action“, *Finance and Development* 37(2), str. 10-13
10. Krugman, P. (1994). Competitiveness: a dangerous obsession. *Foreign Aff.*, 73, 28.
11. Lall, S. (2001). Competitiveness indices and developing countries: an economic evaluation of the global competitiveness report. *World development*, 29(9), 1501-1525.
12. Manuel, T., Arruda, C., Azour, J., Bai, C. E., Besley, T., Cho, D. S., ... & Wolf, H. (2013). Independent panel review of the doing business report. Washington, DC <http://www.dbrpanel.org/sites/dbrpanel/files/doingbusiness-review-panel-report.pdf>.
13. McArthur, J. W., & Sachs, J. D. (2001). The growth competitiveness index: measuring technological advancement and the stages of development. *The global competitiveness report, 2002*, 28-51.
14. Millennium Challenge Account, 2009, str. 2, <http://vww.mcc.gov/documents/mcc-fi-09-guidetotheindicators.pdf>
15. Olken, B. A. (2009). Corruption perceptions vs. corruption reality. *Journal of Public economics*, 93(7-8), 950-964.
16. Pfeiffer, C., Windzio, M., & Kleimann, M. (2005). Media use and its impacts on crime perception, sentencing attitudes and crime policy. *European journal of criminology*, 2(3), 259-285.
17. Ristić B., Tanasković, S. (2011). Konkurentnost Srbije: merenje konkurentnosti i rangiranje zemalja prema Izveštaju Svetskog ekonomskog foruma, QM 25-26 Pod lupom, 68-80
18. Seligson, M. A. (2006). The measurement and impact of corruption victimization: Survey evidence from Latin America. *World Development*, 34(2), 381-404.
19. Thomas, M. A. (2010). What do the worldwide governance indicators measure?. *The European Journal of Development Research*, 22(1), 31-54
20. Urrea, F. J. (2007). Assessing Corruption An analytical review of Corruption measurement and its problems: Perception, Error and Utility. *Edmund A. Walsh School of Foreign Service (May)*, 1-20.
21. Van de Walle, S., & Bouckaert, G. (2007). Perceptions of productivity and performance in Europe and the United States. *International Journal of Public Administration*, 30(11), 1123-1140.
22. Van Stel, A., Carree, M., & Thurik, R. (2005). The effect of entrepreneurial activity on national economic growth. *Small business economics*, 24(3), 311-321.

Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji

Kvartalni monitor je bilten Ekonomskog fakulteta u Beogradu, FREN-a, u kojem se od 2005. godine objektivno i metodološki utemeljeno analiziraju ekonomski trendovi i politike, primenom savremenih metoda ekonomske analize. Redakciju kao i redakcijski odbor Kvartalnog monitora uglavnom čine profesori i saradnici Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu.



UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu je obrazovna i naučna ustanova sa tradicijom dugom skoro 80 godina. Danas je taj Fakultet najveća i najjementnija naučno-obrazovna ustanova u oblasti ekonomskih nauka u Srbiji sa oko 130 nastavnika od čega 55 redovnih profesora. Na Fakultetu je do sada diplomiralo preko 48000 studenata, preko 3800 je nastavilo posle diplomске studije i steklo naziv magistra nauka ili mastera, a 820 je steklo titulu doktora nauka. Fakultet ima vrlo razvijenu saradnju sa većim brojem univerziteta i institute u zemlji i inostranstvu, kao i brojnim preduzećima na zajedničkim projektima.



Fondacija za razvoj ekonomske nauke (FREN)

FREN je nezavisan istraživački centar čiji tim saradnika redovno prati ekonomske tokove u Srbiji, sprovodi dubinska ekonomska istraživanja, i podstiče i olakšava razmenu informacija i dostupnost ekonomskih podataka u okviru ekonomske discipline u Srbiji.

Osnivač FREN-a je Ekonomski fakultet u Beogradu. Fondacija je osnovana 2005. godine.

Ovim putem izražavamo zahvalnost Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu na dugogodišnjoj podršci, kao i strateškim sponzorima, koji su finansijski podržali izradu Kvartalnog monitora - Raiffeisen banci i Nemačkoj organizaciji za međunarodnu saradnju GIZ.



**Raiffeisen
BANK**



Немачка
сарадња
DEUTSCHE ZUSAMMENARBEIT

Implemented by:

giz

Deutsche Gesellschaft
für Internationale
Zusammenarbeit (GIZ) GmbH

ISSN 1452-2810

