

# **kvartalni monitor**

**EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI**

**Broj 44 • januar–mart 2016**

**Beograd, jun 2016**

## IZDAVAČ

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

## BILTEN IZLAZI KVARTALNO

### REDAKCIJSKI SAVET

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

### GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Milojko Arsić

### IZVRŠNI UREDNIK

Saša Ranđelović

### AUTORI

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

### GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

### SLOG I PRELOM

Maja Tomić

### OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

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

# Sadržaj

Uvodnik .....	5
---------------	---

## TRENDOVI

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

## POD LUPOM

Dugoročne posledice ekonomskog sloma privrede Srbije tokom 90-tih godina: dinamika potencijalnog BDP u periodu 1989-2015. godina .....	46
---	----

*Milojko Arsić*

# Analitičke i notacijske konvencije

## Vrednosti

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

## Definicije agregata i indeksa

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

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

**Nova privreda** – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

## Notacija

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

**H** – primarni novac

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

**IMC** – indeks maloprodajnih cena

**IIP** – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

**ITŽ** – indeks troškova života

**M1** – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

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

**NDA** – neto domaća aktiva

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

## Skraćenice

**BDP** – bruto domaći proizvod

**BDV** – bruto dodata vrednost

**ECB** – Evropska centralna banka

**EPS** – Elektroprivreda Srbije

**EU** – Evropska Unija

**JIE** – jugoistočna Evropa

**FED** – Američka centralna banka (Federal Reserve System)

**FZR** – Fond za razvoj Republike Srbije

**MAT** – Makroekonomske analize i trendovi, časopis Ekonomskog Instituta u Beogradu

**MMF** – Međunarodni monetarni fond

**MSP** – mala i srednja preduzeća

**NBS** – Narodna banka Srbije

**NZS** – Nacionalna služba za zapošljavanje

**OECD** – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

**PDV** – porez na dodatu vrednost

**QM** – Kvartalni monitor

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

**RZS** – Republički zavod za statistiku Srbije

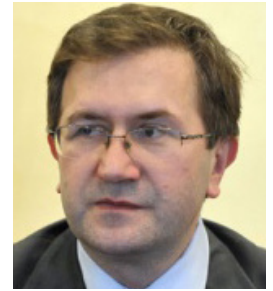
**SDI** – strane direktne investicije

**SDŠ** – stara devizna štednja

**SMTK** – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

**ZZP** – Zajam za preporod Srbije

# Uvodnik



Na početku 2016. godine preovlađuju pozitivni trendovi u privredi Srbije: privredna aktivnost ubrzava rast, spoljnoekonomski i fiskalni deficit se smanjuju, stanje na tržištu rada se blago poboljšava, dok je inflacija niska i stabilna. Rast privrede ostvaruje se na poželjan i dugoročno održiv način jer su njegovi pokretači na strani tražnje investicije i izvoz, a na strani ponude industrijska proizvodnja, građevinarstvo i usluge. Umereno nepovoljne tendencije su ostvarene u kapitalnom bilansu gde je došlo do visokog odliva portfolio investicija i povlačenja kredita, a to je uticalo na pritisak za deprecijaciju dinara i smanjenje deviznih rezervi. Druga, nepovoljna tendencija je pad obima kreditiranja privrede od strane banaka. Moguće je da su nepovoljna kretanja u oblasti kapitalnih transakcije i kreditiranja privrede privremena i da su povezana sa održavanjem izbora, očekivanjem ishoda pregovora sa MMF i kretanjima na svetskom tržištu kapitala.

Održavanja izbora usporilo je reforme za nekoliko meseci. Među relativno skromnim rezultatima u sprovođenju reformi u prethodnom delu godine izdvaja se napredak u sistematskom rešavanju preduzeća u restrukturiranu. Većina analitičara potcenjuje važnost ukidanja zaštite od poverioce za preduzeća u restrukturiranju verovatno zbog toga što se na prvi pogled nije dogodilo ništa spektakularno, niti su preduzeća privatizovane niti su odmah otišla u stečaj. Međutim, sa stanovišta privrednog sistema važno je što su ova preduzeća uvedena u opšte zakonske procedure koje važe za sva preduzeća u Srbiji.

Procenjuje se da će privreda Srbije u 2016. godini ostvariti stopu rasta od 2,5-3%, što je najviša stopa rasta od 2008. godine i približno je jednaka prosečnoj stopi rasta koju će zemlje Centralne i Istočne Evrope ostvariti u ovoj godini. Uz ostvarenje navedenog rasta Srbija će konačno dostići nivo BDP iz 2008. godine, dok ostale zemlje Centralne i Istočne Evrope imati za oko 6% veći BDP nego u 2008. godini. Iako rast privrede Srbije nije spektakularan jer se nalazi na nivou proseka sličnih zemlja on je iznad očekivanog s obzirom na to je u toku relativno oštra fiskalna konsolidacija. Stoga su relevantna sledeća pitanja: koji su faktori doprineli rastu privrede Srbije u prošloj i ovoj godini, šta je neophodno da se uradi kako bi se rast dodatno ubrzao i održao na visokom nivou u dužem periodu, koji su osnovni rizici u os-

tvarenje visokog rasta privrede Srbije u dužem periodu?

Procenjuje se da je na rast privrede Srbije uprkos sprovođenju fiskalne konsolidacije uticalo više faktora među kojim su: reforme privrednog sistema, učvršćenje makroekonomske stabilnosti, povoljni uslovi trgovine sa svetom i solidan rast najvažnijih ekonomskih partnera Srbije. Među reformama koje su najdirektnije uticale na rast privrede Srbije nalazi se liberalizacija tržišta rada, pojednostavljenje odobravanja građevinskih dozvola, ... . Učvršćenje makroekonomske stabilnosti se manifestuje kroz oštro smanjenje fiskalnog deficita, nisku i stabilnu inflaciju, stabilan kurs dinara, pad kamatnih stopa i dr. Nakon prvih potvrda uspeha u fiskalnoj konsolidaciji tokom prethodne godine došlo je do značajnog rasta stranih direktnih investicija. Reakcija privrede na sprovođenje fiskalne konsolidacije bila je sasvim suprotna predviđanja mnogih ekonomista u Srbiji koji su tvrdili da će smanjenje domaće tražnje još više probuditi recesiju!? Međutim, to se nije dogodilo jer je pad tekuće potrošnje, više nego nadoknađen rastom privatnih investicija i izvoza. Realizacija nekih reformi i napredak u uspostavljanju makroekonomske stabilnosti doveli su do napretka Srbije na međunarodnim listama konkurentnosti, kao do poboljšanja njenog kreditnog rejtinga. Na rast privredne aktivnosti povoljno je uticalo i to što su uslovi trgovine sa svetom tokom poslednje dve godine poboljšani za 15%, čemu je najviše doprineo pad cena energenata. Poboljšani uslovi trgovine smanjili su troškove privrede Srbije, ali i ublažili pad privatne tražnje do koga je došlo tokom fiskalne konsolidacije. Međutim, poboljšanje uslova razmene je po prirodi ciklično pa se na njega ne može računati kao na trajan izvor rasta privrede Srbije. Međunarodne okolnosti su relativno povoljne za privredu Srbije što se pre svega ispoljava kroz solidan rast glavnih ekonomskih partnera Srbije. Obilje jeftinog kapitala, na svetskom tržištu, takođe predstavlja povoljnu okolnost za oporavak privrede Srbije. Sumirajući prethodno moglo bi se tvrditi da je došlo do sticaja povoljnog sklopa okolnosti i solidnih politika koje su dovele do onoga što ekonomisti zovu ekspanzivnom fiskalnom konsolidacijom.

Rast privrede Srbije od 2,5-3% u ovoj godini i očekivani rast od preko 3% u narednoj godini, mogu se oceniti pozitivno. Međutim, da bi Srbija nadoknadila istorijski

zaostatak u odnosu na zemlje Centralne i Istočne Evrope, a pogotovu u odnosu na zemlje Zapadne Evrope neophodno je da ostvaruje visoke rasta privrede od 4-5% godišnje u periodu od nekoliko decenija. Privreda Srbije je po nivou razvijenosti krajem 80-tih godina prošlog veka bila na nivou proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope, dok je sada ova grupa zemalja za oko 85% razvijenija od Srbije. U ovom broju Kvartalnog monitora u okviru Lupe detaljno se iznose činjenice i argumenti da je istorijski zaostatak Srbije rezultat urušavanja njene privrede tokom 90-tih godina prošlog veka. Zaostatak ne može se objasniti privatizacijom, liberalizacijom niti drugim merama ekonomske politike jer je Srbija primenjivala slične politike i reforme kao i druge zemlje Centralne i Istočne Evrope. Tokom poslednjih 15 godine Srbija nije značajno otklonila ovaj zaostatak jer su do 2008. godine, kada je Srbija ostvarivala brz rast, i druge zemlje brzo rasle, da bi nakon 2008. godine Srbija ostvarila čak nešto slabije rezultate od ostalih zemalja Centralne i Istočne Evrope.

Sa obzirom na to da je stvarni BDP Srbije približno jednak potencijalnom BDP za rast privrede neophodno je da se povećava proizvodni potencijal (kapital i zaposlenost) privrede, a to je moguće samo uz visoke investicije. Kapital privrede Srbije je tokom 90-tih godina uglavnom fizički sačuvan, ali je ekonomski obezvređen i stoga u velikoj meri neupotrebljiv u otvorenoj tržišnoj privredi, što se najbolje uočava kroz nemogućnost privatizacije nekoliko stotina bivših društvenih preduzeća (detaljnije videti Lupu). U Srbiji ne postoje neiskorišćeni kapaciteti, koji su konkurenti u otvorenoj tržišnoj privredi. Stoga nije moguće rast privrede generisati visokom privatnom i državnim potrošnjom - za rast su potrebne nove investicije i novi kapaciteti .

Iz prethodnog sledi da je neposredan uslov za dugoročno održiv visok rast privrede Srbije povećanje stope investicije sa sadašnjeg nivoa od 18-19% BDP na oko 25% BDP. U nekoliko narednih godina glavni doprinos povećanju investicija treba da pruže javne investicije i strane direktne investicije. Međutim, za održanje investicija na visokom nivou presudno je povećanje sredstava za investicije iz domaćih privatnih izvora tj. sredstva preduzeća i građana. Značajno oslanjanje na strane kredite i investicije, mada neophodno u narednim godinama, nije dugoročno održivo, jer bi to u budućnosti imalo za posledicu sve veći odliv sredstava iz Srbije u obliku kamata i dividendi. Osim toga nije dobro da privreda Srbije preterano zavisi od ćudljivih kolebanja na svetskom tržištu kapitala, što je najbolje potvrđeno 2009. godine kada je došlo do naglog smanjenja priliva kapitala, a potom i do recesije. Rast domaćih sredstava za investicije zahteva da potrošnja građana i države u narednim godinama rastu sporije od rasta BDP, što će

biti veliki izazov za ekonomsku politiku. Za rast privatnih, domaćih i stranih, investicija neophodno je da se održi niska i stabilna inflacija, niske kamatne stope, relativno stabilan kurs, nizak fiskalni i spoljni deficit i dr. Osim toga neophodne su brojne reforme počev o jačanja pravne sigurnosti, unapređenja politike konkurencije, smanjenja administrativnih barijera, smanjenja korupcije, izgradnje moderne infrastrukture, poboljšanja obrazovnog sistema i dr.

Postizanje visokih stopa rasta i njihovo održavanje u dužem vremenskom periodu suočava se sa brojnim rizicima i izazovima. Deo tih rizika potiče iz međunarodnog okruženja jer svi veći poremećaji u međunarodnoj ekonomiji snažno utiču na malu otvorenu privredu kao što je privreda Srbije. Kada je u 2009. godini BDP u 15 starih članica opao za 4,4% to je uticalo na pad BDP u zemljama Centralne i Istočne Evrope za oko 5%, (ako uključimo Baltičke zemlje pad iznosi blizu 8%), dok je BDP Srbije opao za 3,1% (Eurostat). Suprotno tome, ekspanzija privreda velikih starih članica EU i ponuda jeftinog kapitala pre 2008. povoljno su uticali na oporavak privrede Srbije. Stoga bi eventualna nova snažnija kriza u svetskoj privredi, a naročito u EU, nepovoljno uticala na privredu Srbije. Drugi veliki izazov za privredu Srbije je da istraje na sprovođenju fiskalne konsolidacije sve dok se fiskalni deficit ne smanji na 0,5-1% BDP, kao i da se potom deficit trajno održi na niskom nivou. Nerešeni problemi u javnim preduzećima i nekim preduzećima u restrukturiranju ili eventualno popuštanje pred zahtevima za rastom tekuće potrošnje moglo bi u budućnosti da dovede do ponovnog rasta fiskalnog deficita, čime bi se ugrozila makroekonomska stabilnost. Stoga je neophodno uvođenje dodatnih zakonskih ograničenja kako bi se smanjio rizik od slabljene fiskalne discipline u budućnosti. Dugoročni rast privrede presudno zavisi od dobrih institucija, a Srbija tokom prethodnih decenija nije ostvarila sistematski napredak u ovoj oblasti. Stoga je održivost ostvarenog napretka pod velikim znakom pitanja. Bez čvrste i neselektivne primene zakona i kompetentne, posvećene i poštene administracije ne može se očekivati privredni ni društveni napredak.

Ovaj broj Kvartalnog monitora sadrži Lupu (Arsić) u kojoj se analiziraju posledice ekonomskog kraha privrede Srbije tokom 90-tih godina na sadašnji nivo razvijenosti i standard građana. U Lupi je procenjeno kretanje potencijalnog BDP, identifikovani su faktori koji su uticali na njegovu putanju, procenjen je odnos potencijalnog i stvarnog BDP, kao i implikacije na ekonomsku politiku i mehanizme rasta privrede Srbije u budućnosti.

# TRENDOVI

## 1. Pregled

Početak 2016. makroekonomski trendovi nastavljaju postepeno da se poboljšavaju. Rast BDP-a u Q1 bio je nešto bolji od očekivanja i iznosio je 3,5%, što je uticalo da se poveća prognoza privrednog rasta u 2016. na 2,5-3% umesto prvobitno prognoziranih 1,8%. Ubrzanje privrednog rasta se ostvaruje na ekonomski zdrav i održiv način, pa ne dolazi do rasta spoljnih i unutrašnjih neravnoteža. Naprotiv, povoljna spoljnotrgovinska kretanja dovela su do umanjenja tekućeg deficita u prva četiri meseca 2016. za gotovo polovinu u odnosu na isti period prethodne godine, a prosečna inflacija u prvih pet meseci iznosila je veoma niskih 1,1% (takođe na međugodišnjem nivou). Fiskalni deficit je u prvih pet meseci 2016. znatno niži od očekivanja i mogao bi na godišnjem nivou da bude ispod 3% BDP-a (umesto planiranih 4% BDP-a). Kada se na sve ove trendove dodaju i povoljni spoljni činioci (niske kamatne stope, povoljni odnosi uvoznih i izvoznih cena, dobre regionalne perspektive rasta i dr.), dolazi se do zaključka da ekonomija Srbije ima zaista odličnu priliku, ne samo da izađe iz dugogodišnje stagnacije, već i da uspostavi visoke i održive stope privrednog rasta u narednim godinama.

Za uspostavljanje visokih i održivih stopa privrednog rasta biće, međutim, presudne dobre ekonomske politike, što ujedno znači da se pred novom Vladom Srbije nalaze ozbiljni zadaci. Pre svega, mora se završiti uspešno započeta fiskalna konsolidacija, odnosno spuštanje deficita države u srednjem roku na nivo ispod 1% BDP-a i otpočinjanje relativno snažnog i kredibilnog umanjenja učešća javnog duga u BDP-u – jer javni dug svojom veličinom predstavlja trenutno najveću opasnost po makroekonomsku stabilnost zemlje. U okviru fiskalne konsolidacije, morali bi da se reše problemi javnih i državnih preduzeća, reformišu veliki sistemi zdravstva i prosvete, smanji siva ekonomija i povećaju javne investicije. Drugi deo reformi koje su neophodne za uspostavljanje trajno visokog privrednog rasta odnosi se na poboljšanje investicionog ambijenta koji je u Srbiji, od relevantnih međunarodnih institucija, ocenjen kao loš, a posredan dokaz za to je i znatno niži relativni nivo investicija u Srbiji u odnosu na druge zemlje Centralne i Istočne Evrope. Poboljšanje investicionog ambijenta znači reforme usmerene na: povećanje efikasnosti sudstva, pojednostavljenje procedura i ubrzanje izdavanja dozvola, suzbijanje korupcije i drugo. Na kraju, monetarna politika bi takođe u narednim godinama morala da pruži podršku visokom privrednom rastu – makar tako što ne bi ponavljala greške iz prošlosti, već bi sprečavala svaku buduću preteranu apresijaciju dinara.

Međugodišnji rast BDP-a u Q1 iznosio je 3,5% i bio je ostvaren na ekonomski zdrav način – uz relativno visok rast investicija i neto izvoza, dok su državna i privatna potrošnja rastle sporije (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). U prethodnim izdanjima QM-a (broj 42 i 43), najavljivali smo da će rast BDP-a u 2016. najverovatnije biti veći od prognoziranih 1,8% i to se sada potvrđuje. Trend i struktura ostvarenog rasta u Q1 ukazuju da bi u čitavoj 2016. mogao da se ostvari rast privrede od 2,5-3%. Podsećamo, međutim i na to, da jedan deo privrednog rasta u 2016. čini jednokratni oporavak poljoprivrede posle suše iz 2015. godine, koji ne predstavlja strukturno ubrzanje privrednog rasta, već je posledica poređenja sa niskom osnovom. Zbog toga je trendni rast BDP-a u 2016. nešto niži od 2,5-3% i iznosi između 1,5-2%. Za uspostavljanje trajno visokog privrednog rasta od preko 4% ključno je da učešće investicija u BDP-u bude znatno veće od 20% (blisko 25%), a one su sada na nivou od oko 18% BDP-a. Zato je važno da se sadašnji trend relativno visokog rasta investicija, koji iznosi oko 8% godišnje, održi i ojača u srednjem roku. To međutim neće doći samo od sebe, a čak se i pojavljuju prvi znaci koji bi mogli da ugroze njihov dalji rast (smanjenje kreditne aktivnosti i SDI). Zbog toga je potrebno da nova Vlada svojim politikama obezbedi uslove za trajno visok rast investicija, drugim rečima, da sprovodi politike koje su navedene u prethodnom poglavlju.

U platnom bilansu kao povoljan trend izdvaja se izuzetno nizak spoljnotrgovinski i tekući deficit (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). U prva četiri meseca 2016. godine deficit tekućeg računa iznosi 300 miliona evra, što je na nivou od oko 3% BDP-a i za oko polovinu je manji od ostvarenog deficita u istom periodu prethodne godine (570 mln evra). Ovo je posledica izrazitog smanjenja deficita spoljnotrgovinskog bilansa usled snažnog rasta izvoza od preko 11% i blagog rasta uvoza od ispod 3%. Tokom Q1, izvoz robe i usluga dostiže 50,4% BDP-a, trgovinski deficit je smanjen na 7,3% BDP-a, a pokrivenost uvoza (robe i usluga) izvozom porasla je na 87%, što predstavlja istorijski najbolji spoljnotrgovinski kvartalni rezultat praktično od početka tranzicije. Dobri rezultati u spoljnotrgovinskim odnosima dominantno su rezultat rasta međunarodno konkurentne industrijske proizvodnje i kontrole domaće tražnje u okviru fiskalne konsolidacije. Ipak, jednim delom ovi rezultati su rezultat povoljnih odnosa razmene, prvenstveno usled veoma niske cene energenata u poređenju sa početkom 2015. godine. Priliv SDI u prva četiri meseca 2016. jeste bio dovoljan za pokriće tekućeg deficita, međutim, SDI su u apsolutnom iznosu bile niske. Njihov iznos od 460 mln evra, na prvi pogled, ne nagoveštava da će se na godišnjem nivou ponoviti priliv SDI od 1,8 mlrd evra iz 2015. godine. Međutim, trebalo bi imati u vidu da su se u aprilu održali parlamentarni izbori, zbog čega je moguće da su investitori bili nešto uzdržaniji i da će se do kraja godine priliv SDI znatno ubrzati. Prvu polovinu godine obeležio je i veliki odliv sredstava po osnovu portfolio i ostalih investicija, što je ujedno bio i uzrok depresijacijskih pritisaka na dinar. Velike intervencije NBS za odbranu dinara (od početka godine za odbranu kursa dinara NBS je prodala na međubankarskom tržištu 785 mln evra neto), glavni su razlog zbog kog su devizne rezerve NBS smanjene od početka godine za oko 1,1 mlrd evra. Dalji tok portfolio i ostalih investicija je neizvestan i biće velikim delom pod uticajem mera ekonomske politike u Evropi i SAD-u, kao i budućih tokova razduživanja banaka i privrede po osnovu finansijskih kredita.

U Q1 je došlo do određenih poboljšanja na tržištu rada (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). U odnosu na isti kvartal prethodne godine, stopa nezaposlenosti jeste ostala nepromenjena (19%), ali stopa zaposlenosti se povećala za 1,4 pp (sa 41,2% na 42,6%). I pored manjih poboljšanja, visoka nezaposlenost i niska zaposlenost ostaju jedan od najvećih strukturnih problema domaće ekonomije. Prosečna stopa zaposlenosti u zemljama EU iznosi 52%, što je veće od zaposlenosti u Srbiji za preko 22%. RZS je takođe objavio revidirane podatke o broju zaposlenih po sektori-ma delatnosti za 2014. i 2015. godinu (ARS). Po ovim, najnovijim podacima, broj zaposlenih u 2015. u odnosu na 2014. porastao je za 0,6%, što je u skladu sa ostvarenim privrednim rastom. Dobro je da RZS unapređuje kvalitet statistike zaposlenosti, a naročito ARS-a, budući da su podaci iz prethodnih godina obilovali nelogičnostima. Neto zarade u prva četiri meseca 2016. realno su porasle u odnosu na prethodnu godinu za 4,2% i brže su rasle u privatnom nego u javnom sektoru. Naime, prosečne plate u opštoj državi (oko 500.000 zaposlenih) realno su porasle u odnosu na prethodnu godinu, po osnovu zakonske indeksacije, za oko 1,5%. Podaci o kretanju prosečnih plata u javnim i državnim preduzećima nisu dostupni, ali na osnovu prosečnih zarada u sektorima privrede u kojima su dominantno zastupljena javna i državna preduzeća (proizvodnja uglja, proizvodnja i distribucija električne energije i dr.), zaključujemo da su se plate u javnim preduzećima kretale približno kao u opštoj državi. To znači da je privatni sektor povećao realno prosečne zarade za preko 5%.

Inflacija je i dalje izuzetno niska. Prosečan rast cena u prvih pet meseci 2016. u odnosu na isti period prethodne godine iznosio je 1,1% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Na nisku inflaciju u 2015. godini uticali su i spoljašnji i unutrašnji činioci. Niska agregatna tražnja i izostanak rasta regulisanih cena i dalje su najvažniji domaći dezinflatorni činioci, dok je niska inflacija u međunarodnom okruženju najvažniji spoljni dezinflatorni činilac. Početkom 2016. godine pojavljuju se i neki činioci koji deluju na ubrzanje inflacije, ali su oni dezinflatorni i dalje dominantni. Za razliku od 2015, u 2016. uočava se trend rasta cena energenata (naročito nafte), a drugi značajan inflatorni činilac u prvih pet meseci 2016. je depresijacija dinara. Niska i stabilna inflacija predstavlja dobar rezultat ali česta deflacija je loša po privredni rast - inflacija bi trebalo da bude stabilna i što bliža ciljnoj vrednosti. Napominjemo i da je inflacija već više od dve godine ispod donje granice ciljnog koridora NBS od  $4 \pm 1,5\%$ , što nije dobro za kredibilitet monetarne politike



u Srbiji. Ni do kraja godine se, međutim, ne očekuje da će inflacija ući unutar granica cilja, a prosečna inflacija u 2016. godini bi mogla da iznosi oko 1,5%.

Monetarna politika je, zbog niske inflacije i fiskalne stabilizacije, delimično relaksirana u februaru, kada je NBS smanjila referentnu kamatnu stopu za 25 baznih poena (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). To je ujedno bila i jedina korekcija u prvih šest meseci ove godine. Sa druge strane, usled nestabilnosti na deviznom tržištu i jačanja depresijacijskih pritisaka, NBS je neto prodajom deviza od 785 miliona i automatskom sterilizacijom jednake količine dinara, u periodu januar–jun de facto sprovodila restriktivnu politiku na tržištu novca. Usled velikih intervencija na međubankarskom tržištu, u Q1 je zabeleženo značajno smanjenje neto sopstvenih rezervi NBS koje su uzrokovale pad primarnog novca od 13,4% vrednosti sa početka godine. Posmatrano od početka godine smanjenje je zabeležila i M2 dok su međugodišnje realne stope rasta kredita privredi, posle kratkotrajnog uzleta u drugoj polovini 2015, sada ponovo negativne. U bankarskom sektoru u Q1 je zabeležen rast plasmana, ali samo zahvaljujući rastu zaduženosti države i blagom povećanju neto plasmana stanovništvu. Za to vreme privreda se razduživala prema domaćim bankama ali i po osnovu prekograničnih kredita, usled čega je nivo plasmana privredi u Q1 iz domaćih i stranih izvora zabeležio pad od 500 miliona evra. Ovaj podatak bi mogao da zabrinjava, jer nagoveštava prve pukotine u inače vrlo solidnom i stabilnom trendu rasta investicione aktivnosti u prethodnih godinu dana. Podaci o učešću loših kredita pokazuju povećanje u odnosu na kraj prethodne godine, koje je delimično posledica pada kreditne aktivnosti, ali se jedan deo duguje i apsolutnom povećanju iznosa loših kredita.

Od početka godine do kraja aprila fiskalni deficit je bio veoma nizak i iznosio je malo preko 25 mlrd dinara što je na nivou od oko 2% BDP-a i znatno je manje od plana za ovaj deo godine (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Do ovako niskog deficita delom su doveli privremeni, a delom trajni činiooci. Jednokratna je bila uplata licenci za 4G mobilnu tehnologiju, zbog čega su neporeski prihodi porasli za oko 12 mlrd, a došlo je i do odlaganja realizacije nekih rashoda (otpremnine) zbog kašnjenja u sprovođenju racionalizacije broja zaposlenih. Trajni trend koji će uticati na strukturno smanjenje deficita je snažan rast poreske naplate koja je u realnom iznosu porasla za preko 8% u odnosu na isti period 2015. godine. Ovaj rast je široko rasprostranjen (PDV, akcize, doprinosi) i osetno je brži od rasta makroekonomske osnovice, pa je verovatno došlo i do daljeg suzbijanja sive ekonomije. Javni rashodi u periodu januar–april su imali solidan realni rast od oko 7%, što je posledica ubrzanja realizacije javnih investicija, subvencija, robe i usluga, možda motivisanih i izbornim ciklusom. I pored ovog rasta javnih rashoda, ocenjujemo da su rashodi pod kontrolom, pa ne očekujemo veća odstupanja u odnosu na godišnji plan. Ukoliko se slični trendovi javnih prihoda i javnih rashoda nastave do kraja godine, fiskalni deficit će najverovatnije biti ispod 3% BDP-a, što bi predstavljalo zadovoljavajući rezultat (za preko 1% BDP-a manje od planiranog deficita od 4% BDP-a, a za preko 0,7% BDP-a manje od deficita u 2015. godini). Ukoliko fiskalni deficit bude manji od 3% BDP-a, bilo bi ekonomski opravdano razliku iskoristiti za povećanje javnih investicija.

Deficit ispod 3% BDP-a u 2016. doveo bi do zaustavljanja rasta javnog duga u odnosu na BDP i to na nivou od oko 77-78% BDP-a. Ovo je, međutim, izuzetno visok i neodrživ javni dug za zemlju poput Srbije, pa se mora osetno i trajno umanjiti u narednim godinama. Za umanjjenje javog duga potrebno je nastaviti sa sprovođenjem fiskalne konsolidacije i smanjenjem deficita u srednjem roku do nivoa od 0,5-1% BDP-a. Za uspeh te konsolidacije ključno je da se u prvoj godini mandata nove Vlade završi postupak restrukturiranja i/ili privatizacije javnih i državnih preduzeća, jer bi u suprotnom njihovi gubici u narednim godinama mogli da neutrališu pozitivne efekte fiskalne konsolidacije. Uz to, potrebna je čvrsta kontrola penzija i plata u javnom sektoru, jer one čine ubedljivo najveći deo javnih rashoda – ali i sprovođenje brojnih drugih reformi (poput reforme Poreske uprave, zdravstva, prosvete, javnih finansija lokalne samouprave i dr.). Zbog svega toga smatramo da fiskalna konsolidacija ni izbliza nije završena sa prvim, nespornim, uspesima u 2015. i 2016. godini, a novu Vladu zapravo tek čekaju naveći reformski izazovi.

## Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2006–2016

	Godišnji podaci										2015				2016
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<b>Privredna aktivnost</b>	<b>međugodišnji realni rast<sup>1)</sup></b>														
BDP (u mlrd. dinara)	2.055,2	2.355,1	2.744,9	2.880,1	3.067,2	3.407,6	3.584,2	3.876,4	3.908,5	3.973,0	...	...	...	...	...
BDP	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	-1,8	0,7	-1,8	1,0	2,3	1,2	3,5
Nepoljoprivredna BDV	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,5	1,1	1,6	-2,5	1,9	-1,7	2,8	4	2,5	4,1
Industrijska proizvodnja	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	-6,5	8,2	-2,0	11,1	13,2	10,2	10,5
Prerađivačka industrija	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	-1,4	5,3	4,2	7,3	6,4	3,2	6,5
Prosečna mesečna neto plata (u din.) <sup>2)</sup>	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	37.976	41.377	43.932	44.530	44.437	41.718	44.717	44.719	46.592	43.588
Registrowana zaposlenost (CROSO)	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	1.750	1.728	1.715	1.702	...	...	...	...	...	...
<b>Fiskalni podaci</b>	<b>u % BDP</b>														
Javni prihodi	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	3,2	3,1	6,9	3,5	4,5	-1,4	6,4
Javni rashodi	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	5,2	-3,2	-5,4	-3,8	-1,3	-2,6	7,0
Konsolidovani bilans (def. GFS) <sup>3)</sup>	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-258,1	-149,1	-21,2	-14,2	-15,8	-98,0	-26,7
<b>Platni bilans</b>	<b>u milionima evra, tokovi<sup>4)</sup></b>														
Uvoz robe <sup>5)</sup>	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.028	-14.693	-13.393	-15.350	-3.648	-3.869	-3.777	-4.057	-3.703
Izvoz robe <sup>6)</sup>	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.394	10.540	9.732	11.344	2.601	2.986	2.882	2.875	2.950
Bilans tekućeg računa <sup>7)</sup>	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	-1.857	-1.590	-511	-290	-343	-446	-249
u % BDP <sup>8)</sup>	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-6,1	-4,8	-6,8	-3,4	-4,0	-5,2	-3,2
Bilans finansijskog računa <sup>9)</sup>	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.486	1.917	1.517	1.295	427	107	235	526	95
Strane direktne investicije <sup>10)</sup>	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	1.210	1.803	339	441	510	513	329
NBS bruto devizne rezerve	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	-1.332	166	111	-32	300	-214	-836
<b>Monetarni podaci</b>	<b>u milionima dinara, stanja na kraju perioda<sup>11)</sup></b>														
NBS neto sopstvene rezerve <sup>12)</sup>	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	788.293	931.320	854.636	858.972	902.526	931.320	884.093
NBS neto sopstvene rezerve <sup>13)</sup> , u mil.levra	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.486	7.649	7.094	7.125	7.509	7.649	7.180
Krediti međuzavnom sektoru	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.927.668	1.982.974	1.919.958	1.918.917	1.929.573	1.982.974	1.961.626
Devizna štednja stanovništva	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	998.277	1.014.260	1.004.948	1.010.179	995.123	1.014.260	1.027.439
M2 (12-m realni rast, u %)	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	6,7	5,5	6,4	5,8	2,6	5,5	7,2
Krediti međuzavnom sektoru	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	1,2	1,4	3,7	2	0,7	1,4	1,6
(12-m realni rast, u %)	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	48,4	47,9	47,6	47,6	48,4	47,4
Krediti međuzavnom sektoru, u % BDP	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	48,4	47,9	47,6	47,6	48,4	47,4
<b>Cene i kurs</b>	<b>međugodišnji rast<sup>14)</sup></b>														
Indeks potrošačkih cena <sup>15)</sup>	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,8	1,6	1,8	1,9	1,4	1,6	0,6
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) <sup>16)</sup>	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	80,2	81,8	83,1	83,8	83,0	82,6	83,2	83,48
Nominalni kurs dinar/evro <sup>17)</sup>	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	117,25	120,8	121,6	120,4	120,2	120,8	122,85

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 Indeksu 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

Privredna kretanja u 2016. godini se poboljšavaju. Međugodišnji rast BDP-a u Q1 je iznosio 3,5%, a njegov desezonirani trend i struktura ukazuju da bi u čitavoj 2016. mogao da se ostvari rast privrede od 2,5-3%, umesto prognoziranih 1,8% (u QM-u smo i u prethodna dva broja najavljivali da će rast BDP-a u 2016. najverovatnije biti veći od prognoza). Podsećamo međutim i na to, da jedan deo privrednog rasta u 2016. čini jednokratni oporavak poljoprivrede posle suše iz 2015. godine, koji ne predstavlja strukturno ubrzanje privrednog rasta, već je posledica poređenja sa niskom osnovom. Zbog toga je trendni rast BDP-a u 2016. nešto niži od 2,5-3% i iznosi između 1,5-2%. Ovo je i dalje veoma dobar rezultat, naročito zato što se do postepenog ubrzanja privredne aktivnosti u 2016. dolazi na zdrav i održiv način. Drugim rečima, u rastu BDP-a prednjače investicije i neto izvoz, dok je rast državne i privatne potrošnje sporiji – pa uz ubrzanje privrednog rasta dolazi i do poboljšanja strukture BDP-a, što je neophodno za postizanje visokih stopa rasta u budućnosti. Dakle, privreda Srbije jeste na dobrom putu da uspostavi visoke i održive stope rasta od preko 4% u srednjem roku, za razliku od prethodnih epizoda oporavka (2011. i 2013. godina), koji su bili privremeni i nakon kojih je odmah sledila nova recesija. Uspostavljanje visokih i održivih stopa rasta privrede, međutim, neće doći samo po sebi, već je potrebno da nova Vlada vodi odgovarajuće ekonomske politike koje bi podržale privredni rast. To znači, pre svega, završetak fiskalne konsolidacije, koji bi bio praćen rešavanjem problema javnih i državnih preduzeća, reformom zdravstva i školstva, povećanjem javnih investicija i suzbijanjem sive ekonomije, ali i sprovođenje drugih mera koje poboljšavaju investicioni ambijent (povećanje efikasnosti sudstva, izdavanja dozvola, suzbijanje korupcije i drugo)

### Bruto domaći proizvod

#### Solidan međugodišnji rast BDP-a u Q1 od 3,5%

Prema proceni RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q1 iznosio je 3,5%. To jeste umerena stopa rasta za zemlju razvijenosti Srbije, ali i pored toga spada u najveće međugodišnje stope rasta koje privreda Srbije beleži još od izbijanja krize iz 2008. godine (samo je još u Q3 2013. zabeležen sličan međugodišnji rast od 3,6%, ali tada je Fijat bio u ekspanziji). Dva su razloga zbog kojih je došlo do nešto većeg međugodišnjeg rasta BDP-a u Q1. *Prvi*, nastavak trenda postepenog ubrzanja privrednog rasta koji je otpočeo od sredine 2015. godine; i *drugi*, poređenje sa niskom bazom iz Q1 2015. u kom je i dalje bila recesija (tada je ostvaren pad proizvodnje od 1,8%).<sup>1</sup> Ovo poslednje ujedno znači i da očekujemo da će se međugodišnja stopa rasta privrede u narednim kvartalima smanjivati. Naime, u nastavku godine privredna aktivnost iz 2016. godine će se porediti sa sve uspešnijim privrednim rezultatima iz prethodne godine. Zbog toga će ukupna stopa privrednog rasta koju očekujemo u 2016. da bude nešto niža od 3,5% i za sada je procenjujemo na 2,5-3%.

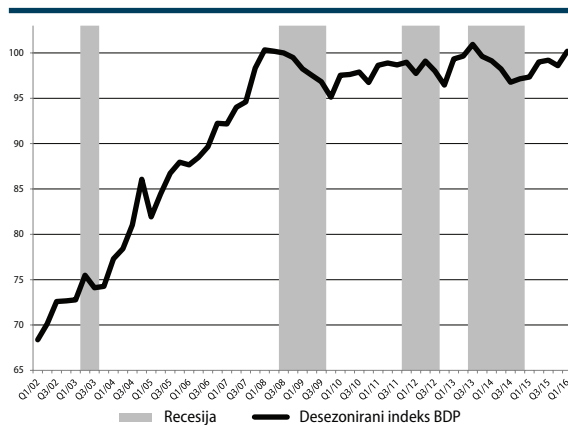
#### Desezonirani BDP u Q1 raste i dostiže pretkrizni nivo proizvodnje iz 2008.

U Grafikonu T2-1 prikazani su desezonirani indeksi rasta BDP-a i osenčeni su periodi u kojima se privreda Srbije nalazila u recesiji (ocenjeni na osnovu *Bry-Boschan* procedure). Desezonirani BDP nam nešto pouzdanije od međugodišnjih indeksa ukazuje na tekuće trendove privredne aktivnosti. U Grafikonu se vidi da je privredna aktivnost u Q1 porasla relativno snažno u odnosu na prethodni kvartal i to za 1,6%. Gledajući samo taj podatak reklo bi se da je privredni rast izuzetno brz. Međutim, trebalo bi uzeti u obzir da je do ovog rasta došlo posle, ne tako malog, desezoniranog pada od 0,6% iz Q4, pa smatramo da je pravi tempo privrednog rasta najverovatnije blizak proseku ova dva kvartala, odnosno da iznosi oko 0,5% po kvartalu. Na kraju, trebalo bi istaći da desezonirani indeksi ukazuju da je u Q1 ponovo dostignut pretkrizni nivo proizvodnje iz 2008. godine – što se dešava drugi put od 2009. godine (Grafikon T2-1). Međutim, za razliku od 2013. godine, nakon koje je odmah došlo do nove recesije, ovaj put smatramo da je privredni rast održiv i da će se pretkrizni nivo proizvodnje preći trajno.

<sup>1</sup> Q1 2015. je bio poslednji kvartal u kom još uvek nisu bili isušeni kopovi uglja nakon poplava iz 2014. godine, pa je proizvodnja uglja i električne energije bila veoma niska

Ovaj put oporavak proizvodnje je održiv

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



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

Zadržaćemo se još malo na analizi epizode iz 2013. godine u kojoj je BDP imao sličan i nivo i rast kao u 2016, ali se trend rasta nije pokazao kao održiv. Rast iz 2013. godine je počivao na ogromnom porastu neto izvoza (Tabela T2-2), a on je opet bio posledica velikih investicija iz 2011. i 2012. u kompanijama Fijat i NIS. Međutim, kako drugih investicija nije bilo, kad se završilo investiranje ove dve kompanije, odnosno već u 2013, došlo je do velikog pada ukupnih investicija od 12% (u okviru solidnog rasta BDP-a od 2,6%, Tabela T2-2). Drugim rečima, još tada je bilo indikacija da će privredni rast iz 2013. biti kratkog daha, jer su investicije bile u velikom padu. U 2016. to, međutim,

najverovatnije neće biti slučaj, jer su investicija široko disperzovane i nastavlja da rastu.

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

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

Izvor: RZS

**Rast BDP-a u Q1 pokreću investicije i neto izvoz**

Kada se pogleda struktura rasta BDP-a u Q1 (Tabela T2-2), uočavamo da se relativno visokom i stabilnom rastu investicija koji je obeležio 2015. i koji se nastavlja u Q1 2016, sada pridružio i neto izvoz. Sa druge strane, privatna i državna potrošnja rastu nešto sporije od rasta BDP-a (u Q1 državna potrošnja je imala nešto veći od uobičajenog međugodišnji rast od 3,1%, skoro kao rast BDP-a, ali je to verovatno privremeno). To znači da raste učešće investicija i neto izvoza u BDP-u, dok opada učešće državne i privatne potrošnje. Ovo je poželjna promena strukture BDP-a, jer su lična i državna potrošnja još uvek predimenzionirane u odnosu na snagu domaće privrede. Dobro je i to što je rast investicija i dalje široko rasprostranjen, jer to povećava mogućnost da će biti trajnije prirode. Na oprez, međutim, upućuju podaci da je u Q1 nešto smanjena kreditna aktivnost banaka prema privredi (v. odeljak: „Monetarni tokovi i politika“), ali i strane direktne investicije (v. odeljak: „Platni bilans i spoljna politika“). Za sada se nadamo da su ovi trendovi privremeni i da neće dovesti do usporavanja rasta investicija posle određenog vremena.

**Za visok privredni rast potrebne dobre ekonomske politike**

Investicije su, naime, ključna komponenta BDP-a za uspostavljanje visokog privrednog rasta i njihovo učešće u BDP-u bi trebalo da bude znatno veće od 20% (blisko 25%). Napominjemo, međutim, da je učešće investicija i dalje dosta niže od 20% BDP-a. Čak i sa očekivanim rastom u 2016. godini od oko 8%, učešće investicija u BDP-u Srbiji iznosilo bi tek oko 19%, što je među najnižim učešćima u odnosu na sve druge zemlje Centralne i Istočne Evrope. Da bi se uspostavio trajno visok privredni rast od preko 4%, potrebno je dakle da investicije rastu nekoliko godina po stopi od oko 8% kao u 2015. i početkom 2016. godine. To međutim neće doći samo od sebe, a čak se i pojavljuju prvi znaci koji bi mogli da ugroze ovaj rast (smanjenje kreditne aktivnosti i SDI). Zbog toga je potrebno da nova Vlada svojim politikama omogući trajno visok rast investicija u narednim godinama. To znači, pre svega, završetak fiskalne konsolidacije, koji bi bio praćen rešavanjem problema javnih i državnih preduzeća, reformom zdravstva i školstva, povećanjem javnih investicija i suzbijanjem sive ekonomije, ali i sprovođenje drugih mera koje poboljšavaju investicioni ambijent (povećanje efikasnosti sudstva, izdavanja dozvola, suzbijanje korupcije i drugo).

### Rast građevinarstva i industrije konzistentan sa rastom investicija i neto izvoza

Posmatrano po *proizvodnom* principu (Tabela T2-3) vidimo da su u Q1 svi sektori privrede beležili međugodišnji rast što je svojevrsan kuriozitet, jer se to nije desilo još od 2008. godine. Najveći rast od preko 15% ima građevinarstvo, što je konzistentno sa rastom investicija, a posle njega industrijska proizvodnja, što je konzistentno sa rastom neto izvoza, jer industrijska proizvodnja (prerađivačka industrija) proizvodi ubedljivo najveći deo razmenjivih proizvoda. Poljoprivreda je u Q1 ostvarila međugodišnji rast od 3% za koji očekujemo da se ubrza u narednim kvartalima kada će se poljoprivredna proizvodnja porediti sa niskom bazom, odnosno sušnom 2015. godinom. Trgovina, saobraćaj i turizam su u Q1 imali takođe relativno visok međugodišnji rast od preko 4%, ali za sada ne znamo koji tačno od ovih agregiranih sektora je pokrenuo ovaj rast, budući da ne raspoložemo detaljnijim podacima. Moguće je da je u pitanju trgovina, jer je u prva tri meseca 2016. svojim visokim rastom od oko 10% (u stalnim cenama) iznenadio indeks prometa robe u trgovini na malo. Ipak, malo je verovatno da će se ovoliki rast prometa u malo-prodaju nastaviti i u narednim kvartalima (pitanje je i koliko je uopšte pouzdan ovaj indikator).

**Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2016<sup>1)</sup>**

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

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

### U 2016. godini BDP bi mogao da poraste 2,5-3%

Analizirajući sve posmatrane indikatore privredne aktivnosti – desezonirani BDP, kretanje komponenti BDP-a po *potrošnji* i rast pojedinačnih sektora BDP-a (po *proizvodnji*) – dolazimo do zaključka da će privredni rast u 2016. godini biti osetno veći od planiranih 1,8% i da će iznositi 2,5-3%. Ovo je u svakom slučaju odličan rezultat, ali ne bi trebalo zaboraviti da je jedan deo ovog, očekivanog, rasta, posledica oporavka poljoprivrede posle sušne 2015. godine. To je jednokratni činilac koji će se iscrpeti do kraja godine, pa je trendni rast privrede, sa kojim se ulazi u 2017. godinu nešto niži i iznosi 1,5-2%. Dakle, trend rasta privredne aktivnosti (očišćen od jednokratnih činilaca) ubrzao sa za oko 1-1,5 p.p. u odnosu na prethodnu godinu, u kojoj je iznosio oko 0,5%.<sup>2</sup> Iako ova analiza ukazuje da se pravi trend rasta privredne aktivnosti u 2016. (bez jednokratnih činilaca) ubrzava postepeno i da je ipak nešto skromniji od 2,5-3%, trebalo bi uvek imati u vidu i to da je od same brzine ekonomskog rasta daleko bitnije da do toga dođe na ekonomski zdrav i održiv način – što se za sada dešava.

## Industrijska proizvodnja

### Industrijska proizvodnja je imala visok međugodišnji rast u Q1 od preko 10%

U Q1, industrijska proizvodnja je ostvarila visok međugodišnji rast od 10,5% (Tabela T2-4). Do bar deo ovog međugodišnjeg rasta i dalje se duguje veoma visokom rastu rudarstva od oko 14,3% i proizvodnje električne energije od oko 21%. Kao što je već rečeno u prethodnim izdanjima *QM*-a, glavni razlog za visok rast rudarstva i proizvodnje električne energije je poređenje sa istim periodom prethodne godine u kom je zbog poplavljenih kopova uglja došlo do pada u eksploataciji uglja i proizvodnji električne energije. Međugodišnji rast proizvodnje elektroenergetskog sektora se međutim u Q1 već osetno usporava u odnosu na prethodne kvartale, jer se rezultati ove dve oblasti sada poredi sa znatno većom proizvodnjom rudarstva i električne energije iz Q1 2015. (tada je zapravo počela snažnije da se obnavlja proizvodnja sa isušivanjem kopova uglja).<sup>3</sup> Među-

<sup>2</sup> Za više detalja videti *QM* 43, odeljak: „Privredna aktivnost“

<sup>3</sup> Q1 je ujedno i poslednji kvartal u kom će se proizvodnja elektroenergetskog sistema porediti sa niskom osnovicom usled poplava i već od narednog kvartala ove stope će biti uobičajene (jednocifrene)

tim i pored toga što je gotovo prepolovljen međugodišnji rast rudarstva i proizvodnje električne energije u Q1 u odnosu na Q4 2015. (Tabela T2-4), ukupna industrijska proizvodnja zadržala je nepromenjenu stopu rasta od 10%. Razlog za to je ubrzanje prerađivačke industrije koja je u Q1 povećala međugodišnji rast 6,5% sa 3,2% iz Q4 2015. godine – i tim ubrzanjem je nadomestila usporavanje međugodišnjeg rasta elektroenergetskog sistema. Budući da je prerađivačka industrija sektor koji ima daleko najveće učešće u industrijskoj proizvodnji (skoro 75%) i da nije bila preterano pogođena poplavama u 2014. godini, za analizu suštinskih trendova industrije u Srbiji ona je od najvećeg značaja.

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

	Međugodišnji indeksi										Učešće		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2015				2016	2014
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	98,0	111,1	113,2	110,2	110,5	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	84,0	115,8	130,9	123,7	114,3	8,5
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	104,2	107,3	106,4	103,2	106,5	73,9
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	87,0	129,0	141,0	134,9	120,9	17,6

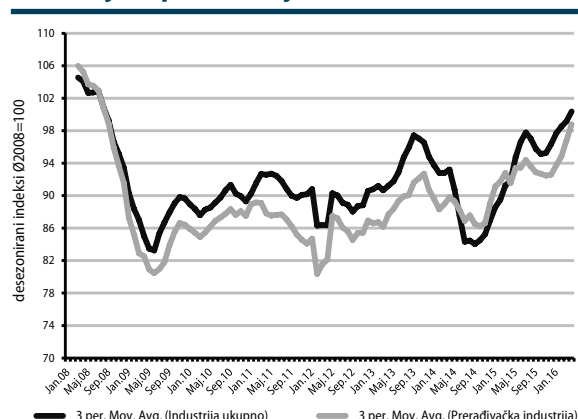
Izvor: RZS

**U okviru prerađivačke industrije izdvaja se proizvodnja duvanskih proizvoda**

Prerađivačka industrija je u Q1 ostvarila relativno visok međugodišnji rast od 6,5%, u okviru kog su se neke oblasti naročito izdvajale. Porast proizvodnje duvanskih proizvoda iznosio je skoro 50% i posledica je poslovne odluke multinacionalnih kompanija koje posluju u Srbiji da povećaju proizvodnju u našoj zemlji. Taj rast će se međutim iscrpljivati tokom 2016. kada se budu uposlili svi planirani kapaciteti. Od ostalih (većih) oblasti prerađivačke industrije, visok rast od oko 15% imaju izvozno usmerene oblasti: hemijska industrija i proizvodnja gume i plastike. Porast proizvodnje nemetalnih minerala u Q1 bio je takođe visokih 13,7% i posledica je rasta investicija i građevinarstva. Oblast prerađivačke industrije koja ima ubedljivo najveće učešće u njoj, prehrambena industrija, u Q1 je ostvarila međugodišnji rast od oko 2%. Taj rast, iako nije visok, ipak predstavlja pozitivno iznenađenje, jer je 2015. bila sušna godina, što se svakako odražava na proizvodnju ove oblasti. Takođe, u Q4 2015. godine prerađivačka industrija je beležila solidan međugodišnji pad od preko 7%, pa ostvareni rast predstavlja svojevrsan preokret. U Q1 je u padu bila i proizvodnja osnovnih metala zbog toga što je Železara Smederevo svoju visoku peć broj 2, privremeno stavila u „tihi hod“. Budući da je ovo preduzeće privatizovano, očekujemo da će u narednim godinama doći do ubrzanog rasta ove oblasti industrijske proizvodnje, ali malo je verovatno da će do kraja 2016. godine biti značajnijih promena. Na kraju, važna oblast koja je u konstantnom padu proizvodnje je automobilska industrija. Taj pad je na međugodišnjem nivou iznosio 11% i posledica je smanjenja proizvodnje u kompaniji Fijat automobili Srbija (FAS). Verovatno je srednjoročan trend postepeno smanjivanje proizvodnje motornih vozila, pošto se ona za sada oslanja na samo jedan model automobila.

**Desezonirani indeksi pokazuju vrlo visok rast industrije**

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



Izvor: RZS

U Grafikonu T2-5 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i posebno prerađivačke industrije, zaključno sa poslednjim dostupnim podatkom za april 2016. godine. U Grafikonu se uočava da, nakon privremenog pada iz Q3 2015, od Q4 dolazi do ponovnog i snažnog ubrzanja desezoniranog indeksa industrijske proizvodnje i prerađivačke industrije. Tempo rasta, naročito prerađivačke industrije, od tada je izuzetno brz i prerađivačka industrija i ukupna industrijska industrija su do aprila 2016. praktično dostigle svoj pretkrizni nivo, za šta smo verovali da će biti potrebno još najmanje godinu dana (videti prethodna

izdanja *QM-a*). Malo je verovatno da će se ovako snažan trend rasta nastaviti do kraja godine, ali već i ovaj rezultat je iznenađujuće dobar i ukazuje da bi industrijska proizvodnja mogla da ima rast u 2016. godini od skoro 10%. Ova procena je, međutim, još uvek preliminarna i ostaje da vidimo kakvi će biti industrijski trendovi u narednim mesecima da bismo dali nešto pouzdaniju prognozu.

**Gotovo sve namenske grupe proizvoda imaju visok rast**

Posmatrano po nameni (Tabela T2-6), uočavamo da u Q1 gotovo sve grupe proizvoda sem proizvodnje investicionih dobara imaju visok međugodišnji rast. Pad proizvodnje investicionih dobara je samo na prvi pogled u neskladu sa našom prethodnom ocenom (i podacima RZS) da investicije imaju visok rast u Q1. Naime, u proizvodnju investicionih dobara uključena je metodološki i proizvodnja motornih vozila koja je svojim velikim padom dovela do pada čitave grupe. Ova proizvodnja međutim uglavnom nije namenjena za domaće tržište i njeno kretanje ne utiče na investicionu aktivnost u zemlji. Od drugih namenskih grupa, proizvodnja energije i dalje prednjači sa visokim međugodišnjim rastom, ali to je posledica poređenja sa niskom bazom i iscrpiće se već u sledećem kvartalu. Proizvodnja potrošnih dobara ostvarila je najveću pozitivnu promenu u odnosu na Q4 2015. godine kada je imala blagi međugodišnji pad i to je praktično posledica kretanja u prehrambenoj industriji, koja je u Q4 imala pad od preko 7%, a sada beleži blagi rast od oko 2%. U proizvodnji intermedijarnih dobara negativne trendove u proizvodnji osnovnih metala su više nego nadomestili dobri rezultati hemijske industrije i proizvodnje nemetalnih minerala.

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

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

Izvor: RZS

## Građevinarstvo

**Građevinarstvo u Q1 nastavlja da beleži visok rast koji iznosi 15–20%**

Procenjujemo da je građevinarstvo u Q1 raslo po visokoj stopi 15–20% u odnosu na isti period prethodne godine. Indikatori na osnovu kojih pratimo kretanje građevinske aktivnosti bili su u Q1 međusobno konzistentni i svi ukazuju da građevinarstvo beleži visok porast. Dodata vrednost sektora građevinarstvo, prema podacima RZS-a, porasla je za 15% u poređenju sa istim periodom prethodne godine. Dalje, indeks izvedenih građevinskih radova u stalnim cenama porastao je još više, za 19%, a čak i podaci o kretanju zaposlenosti u građevinarstvu ukazuju da ovaj sektor beleži rast. Najzad, proizvodnja cementa, kao nezavisni indikator koji posredno govori o kretanjima u sektoru građevinarstva,<sup>4</sup> porasla je za čak 20% (Tabela T2-7). Na osnovu kretanja svih pomenutih indikatora, zaključujemo da je građevinarstvo u Q1 poraslo za 15–20%.

Smatramo da tvrdnja da građevinarstvo snažno raste nesumnjivo stoji, uprkos tome što podaci o kretanju građevinarstva u Q1 načelno ne moraju biti sasvim reprezentativni. Naime, to je kvartal kada je građevinska aktivnost sezonski vrlo niska, pa iz tog razloga male promene u proizvodnji dovode do velikih promena u vrednosti međugodišnjih indeksa (velikog rasta ili pada). Takođe, podaci u Q1 pod velikim su uticajem meteoroloških prilika – toplije zime i po tom osnovu veći broj radnih dana u Q1 znatno utiču na porast vrednosti indikatora, i obrnuto. Međutim, veliki

<sup>4</sup> Bolji indikator od proizvodnje bila bi potrošnja cementa, ali on nije dostupan kvartalno. Ipak, proizvodnja prilično dobro aproksimira potrošnju jer izvoz i uvoz cementa nisu veliki, a dosta se pouzdano prati, pošto postoji mali broj cementara.

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

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

Izvor: RZS

porast građevinarstva u Q1 u skladu je sa kretanjima građevinarstva u prethodnom periodu, pošto ovaj sektor beleži veliki i kontinuiran rast od Q2 2015. godine. Takođe, rast građevinarstva u Q1 konzistentan je i sa solidnim porastom investicija od oko 8% u istom kvartalu, koje se prate na osnovu više različitih pokazatelja. Kada sve uzmemo u obzir, kretanja u sektoru građevinarstva ocenjujemo veoma pozitivno, budući da je povećanje investicione potrošnje (gde se oko polovine ukupnih investicija odnosi na građevinarstvo) preduslov za visok i održiv rast privredne aktivnosti Srbije u srednjem roku.



### 3. Zaposlenost i zarade

Revidirani podaci pokazuju da izvesna poboljšanja na tržištu rada postoje u 2015. u odnosu na prethodnu godinu. U prvom kvartalu 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, nastavljeni su pozitivni trendovi iz prethodnog perioda. Iako je stopa nezaposlenosti (15+) ostala nepromenjena, stopa zaposlenosti (15+) se povećala za 1,4 pp, a stopa aktivnosti (15+) se povećala za 1,8 pp u Q1 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Da bi Srbija dostigla stopu zaposlenosti od 52% koliko iznosi prosek za EU28, pri nepromenjenom broju stanovnika 15+, broj zaposlenih treba da se poveća za 22,6%. Struktura zaposlenih prema sektorima se blago promenila u Q1 2016. u odnosu na 2015. i 2014. Učešće zaposlenosti u sektoru usluga u ukupnoj zaposlenosti se povećalo u 2015. u odnosu na 2014. i u Q1 2016. u odnosu na 2015. za 1 pp i 2 pp, respektivno, a istovremeno se smanjilo učešće u sektoru poljoprivrede za po 1 pp, respektivno. RZS je objavio revidirane podatke o broju zaposlenih po sektorima delatnosti za 2014. i 2015. prema podacima ARS. Broj zaposlenih je u 2015. u odnosu na 2014. porastao za 0,6%, pri čemu postoje značajne varijacije prema delatnostima. Delatnosti koje su dominantno u javnom sektoru, uglavnom beleže pad broja zaposlenih. Najveći međugodišnji rast broja zaposlenih je u delatnosti usluga smeštaja i ishrane, čak 31%. Stopa neformalne zaposlenosti je blago smanjena. Poslednje saopštenje ARS sadrži podatke o stopi neformalne zaposlenosti van poljoprivrede i u Q1 2016. iznosi 8,5%, znatno manja od stope neformalne zaposlenosti koja iznosi 20,3%. Neformalna zaposlenost je najviše prisutna u sektoru poljoprivrede, jer čak dve trećine neformalno zaposlenih radi u ovom sektoru, dok je preostala trećina zaposlena u svim ostalim sektorima delatnosti. Neto zarade su umereno porasle i nominalno i realno u Q1 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Većina delatnosti beleži međugodišnji rast desezoniranih realnih neto zarada, koje je u skladu sa pozitivnim kretanjem bruto dodate vrednosti (BDV) u posmatranim delatnostima. Očekujemo da će zarade i nominalno i realno rasti u narednim kvartalima, s obzirom na projektovanu stopu rasta BDP-a.

#### Zaposlenost

**Poboljšanja na tržištu rada u 2015. nastavljena i u prvom kvartalu 2016.**

**Metodološka promena ARS u 2016, RZS revidirao podatke ARS za 2014. i 2015.**

Ocenjujemo da u posmatranom periodu, izvesna poboljšanja na tržištu rada postoje prema podacima ARS, što je u skladu sa makroekonomskim kretanjima i poreskim podacima. Nakon značajnih promena metodologije ARS u 2014. i 2015. nova izmena je usledila u 2016. Prema saopštenju RZS-a, nova promena ima za cilj obezbeđivanje kvalitetnijih ocena dobijenih iz ARS. RZS je revidirao podatke za 2014. i 2015, a dobijene ocene primenom najnovije metoda se ne razlikuju bitno od prethodnih revidiranih podataka. Tabela T3-1 daje pregled osnovnih indikatora tržišta rada u periodu Q1 2014 – Q1 2016, sa revidiranim podacima za 2014. i 2015.

**Tabela T3-1. Kretanje stope nezaposlenosti, stope zaposlenosti i stope aktivnosti, Q1 2014 – Q1 2016.**

	2014					2015					2016
	Q1	Q2	Q3	Q4	Prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	Prosek	Q1
Stopa nezaposlenosti 15+	21,3	20,7	17,9	17,0	19,2	19,0	17,3	16,6	17,7	17,7	19,0
Stopa zaposlenosti 15+	40,2	41,8	43,1	42,9	42,0	41,2	42,6	43,4	42,7	42,5	42,6
Stopa aktivnosti 15+	51,0	52,6	52,5	51,6	51,9	50,8	51,5	52,0	51,9	51,6	52,6

Napomena: Revidirani podaci za 2014. i 2015.  
Izvor: RZS, ARS

Prema revidiranim podacima ARS, u 2015. u odnosu na prethodnu godinu stopa nezaposlenosti se smanjila za 1,5 pp, a stopa aktivnosti za 0,3 pp, dok se stopa zaposlenosti povećala za 0,5 pp. Stopa nezaposlenosti je ostala nepromenjena u Q1 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine i iznosi 19%, dok je za 2,3 pp manja u odnosu na isti kvartal 2014. Stopa nezaposlenosti u prvom kvartalu 2016. je veća u odnosu na prosek za 2015. koji iznosi 17,7%. Stopa zaposlenosti u prvom kvartalu 2016. godine iznosi 42,6%, i neznatno je veća u odnosu na prosek 2015. (42,5%)

i prosek 2014. (42%). Ukupan broj formalno i neformalno zaposlenih iznosi blizu 2,6 miliona što je manje u odnosu na prosek 2015, ali više nego u prvom kvartalu 2015. (2,5 miliona). Stopa aktivnosti je veća u prvom kvartalu 2016. u odnosu na isti kvartal 2014. i 2015, ali i u odnosu na prosek 2014. (51,9%) i prosek 2015. (51,6%).

### Okvir 1. Zaposlenost u EU i Srbiji

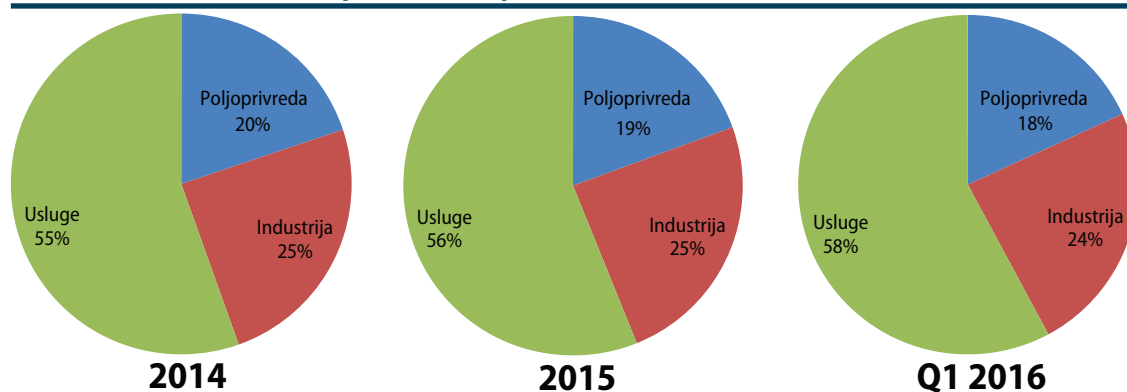
Ukupan broj zaposlenih (15+) u EU28 u 2015. je iznosio 221 milion, što predstavlja rast broja zaposlenih od 1,1% u odnosu na prethodnu godinu. Prosečna stopa zaposlenosti u 2015. u zemljama EU iznosila je 52,1%, pri čemu nema razlike u prosečnoj vrednosti starih članica (EU15) i novih članica (zemlje Centralne i Istočne Evopre). Ako pogledamo nove članice EU (Bugarsku, Hrvatsku, Republiku Češku, Mađarsku, Poljsku, Rumuniju, Estoniju, Litvaniju, Letoniju, Slovačku i Sloveniju), najniža stopa zaposlenosti je zabeležena u Hrvatskoj i iznosi 44,1%. Nešto veću, ali i dalje relativno nisku stopu zaposlenosti imaju Bugarska i Rumunija, 49,1% i 50,8%, respektivno. Stopa zaposlenosti u Srbiji iznosi 42,5%, što je za 1,6 pp manja u odnosu na Hrvatsku. Očekivano, najmanju stopu zaposlenosti u celoj EU ima Grčka, i ona iznosi samo 39%. Među novim članicama EU, najveću stopu zaposlenosti ima Estonija, koja iznosi 58,3%, što je čak 6,2 pp iznad proseka EU28. Da bi Srbija dostigla stopu zaposlenosti od 52% koliko iznosi prosek za EU28, pri nepromenjenom broju stanovnika 15+, broj zaposlenih treba da se poveća za 22,6%, odnosno broj zaposlenih bi trebalo da bude skoro 3,2 miliona, što predstavlja povećanje od 583 hiljade u odnosu na sadašnji broj formalno i neformalno zaposlenih. Kada bi i Srbija dostigla prosečnu stopu zaposlenosti u EU, to bi imalo za rezultat da se zaposli čak oko 80% od onih koji su sada prijavljeni na birou rada.

Napomena: Podaci za EU su sa EUROSTAT-a.

**Promena sektorske strukture zaposlenih za 3 pp u korist sektora usluga u Q1 2016. u odnosu na 2014, dok je u istom periodu smanjeno učešće poljoprivrede za 2 pp.**

Grafikon G3-1 prikazuje sektorsku strukturu zaposlenih prema tri osnovna sektora poljoprivreda, industrija i uluge za 2014, 2015. i prvi kvartal 2016. Možemo da vidimo da je došlo da blage promene sektorske strukture u korist sektora usluga. Učešće zaposlenih u poljoprivredi se smanjilo za 2 pp u Q1 2016. u odnosu na 2014, dok se učešće zaposlenih u sektoru industrije smanjilo za 1 pp u posmatranom periodu. U prvom kvartalu 2016. učešće zaposlenih u sektoru usluga iznosi 58%.

**Grafikon G3-1. Struktura zaposlenih lica prema sektoru<sup>1</sup>, u %, 2014-Q1 2016.**



Izvor: RZS, ARS

<sup>1</sup> Sektor poljoprivrede obuhvata poljoprivredu, šumarstvo i ribarstvo, sektor industrije obuhvata rudarstvo, prerađivačku industriju, snabdevanje električnom energijom, gasom i parom, snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama i građevinarstvo, sektor usluga obuhvata trgovinu na veliko i malo, saobraćaj i skladištenje, usluge smeštaja i ishrane, informisanje i komunikacije, finansijske delatnosti i delatnosti osiguranja, poslovanje nekretninama, stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti, administrativne i pomoćne uslužne delatnosti, državna uprava i obavezno socijalno osiguranje, obrazovanje, zdravstvo i socijalna zaštita, umetnost, zabavu i rekreaciju, ostale uslužne delatnosti, delatnost domaćinstva kao poslodavca, delatnost ekstrateritorijalnih organizacija i tela.

**Objavljeni su revidirani podaci ARS o strukturi zaposlenih prema sektoru delatnosti za 2014. i 2015.**

Ukupna zaposlenost je međugodišnje porasla za 0,6% (2015/2014), ali je pri tome došlo do relativno značajnih promena u strukturi zaposlenosti. Najveći rast broja zaposlenih od 31% je zabeležen u delatnosti usluga smeštaja i ishrane, gde se broj zaposlenih povećao za skoro 21 hiljadu. Ovakvo kretanje je najverovatnije posledica formalizacije, ali je u skladu i sa kretanjem realne stope rasta BDV-a u sektoru trgovine na veliko i malo, saobraćaja i skladištenja, usluge smeštaja i ishrane, koja je beležila pozitivne međugodišnje stope u svim kvartalima tokom 2014. i 2015. Pad broja zaposlenih primetan je u sektorima koji karakteriše dominantno prisustvo države, kao što su snabdevanje električnom energijom, gasom i parom, snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama, rudarstvo, državna uprava, odbrana i obavezno socijalno osiguranje, umetnost, zabava i rekreacija. S druge strane, sektor obrazovanja i zdravstva beleže rast broja zaposlenih, ali je taj rast skroman, 0,6% i 1%, respektivno, pa bi se mogao objasniti rastom zaposlenosti u privatnim segmentima ovih sektora. Pad broja zaposlenih od 10% zabeležen je u sektoru delatnost domaćinstva kao poslodavca, što takođe može biti posledica formalizacije zaposlenosti u drugim sektorima. Ukupan broj zaposlenih u industriji iznosi 616 hiljada, dok zaposlenih u industriji bez građevinarstva ima 510 hiljada u Q1 2016. U 2015. godini, u industriji je radilo ukupno 630 hiljada radnika, od čega u industriji bez građevinarstva broj zaposlenih je iznosio 513 hiljada. Učešće zaposlenih u prerađivačkoj industriji u ukupnoj industriji iznosi 64% u 2014. i 66% u 2015. Objavljeni su revidirani podaci o strukturi zaposlenih prema sektoru delatnosti za 2014. i 2015, što je od velikog značaja za detaljniju analizu zaposlenosti<sup>2</sup>.

**Primetno smanjenje broja zaposlenih u sektorima koji pretežno pripadaju javnom sektoru.**

Neformalna zaposlenost ima trend pada. U prvom kvartalu 2016. godine, broj neformalno zaposlenih je iznosio 522 hiljade, što je za dve hiljade manje u odnosu na prosek prethodne godine. U 2015. u odnosu na prethodnu godinu broj neformalno zaposlenih je smanjen za 19 hiljada lica, odnosno za 3,4%. S druge strane, broj formalno zaposlenih je povećan za 33 hiljade u 2015. u odnosu na 2014, odnosno za 1,7%. Iako se ukupna zaposlenost povećala za skromnih 0,6% (2015/2014), vidimo pozitivne promene u strukturi zaposlenosti, jer se neformalna zaposlenost smanjila, a povećala formalna zaposlenost.

**Delatnost usluga smeštaja i ishrane je zabeležila veliki rast broja zaposlenih u 2015. u odnosu na 2014.**

U saopštenju ARS br. 141, pored dosadašnjih podataka o neformalnoj zaposlenosti, prikazani su i podaci o neformalnoj zaposlenosti u sektoru poljoprivrede i van sektora poljoprivrede, gde zaposlenost u poljoprivredi podrazumeva ceo sektor delatnosti poljoprivrede, šumarstvo i ribarstvo i deo sektora domaćinstva koja proizvode robu i usluge za sopstvene potrebe koji se odnosi na poljoprivredu. Stopa neformalne zaposlenosti bez poljoprivrede predstavlja udeo neformalno zaposlenih čija je delatnost ne-poljoprivredna u ukupnoj zaposlenosti van poljoprivrede. Stopa neformalne zaposlenosti u svim sektorima iznosi 20,3%, dok je stopa neformalne zaposlenosti bez poljoprivrede 8,3% u Q1 2016. Učešće neformalno zaposlenih u poljoprivredi u ukupnom broju neformalno zaposlenih iznosi 67% u prvom kvartalu 2016. Iako zaposlenost u poljoprivredi ima najmanje učešće u ukupnoj zaposlenosti (Grafikon G3-1), dve trećine neformalne zaposlenosti se nalazi u sektoru poljoprivrede<sup>3</sup>. Stopa neformalne zaposlenosti u Q1 2016. je neznatno manja u odnosu na 2015. (za 0,1 pp), a za 0,9 pp manja u odnosu na 2014.

**Neformalna zaposlenost opada.**

**Stopa neformalne zaposlenosti bez poljoprivrede iznosi 8,3% u Q1 2016, znatno manja od ukupne stope neformalne zaposlenosti od 20,3%.**

**Dve trećine neformalne zaposlenosti se nalazi u sektoru poljoprivrede.**

**Promena metodologije ARS doprinela je i preciznijoj oceni formalne zaposlenosti.**

Poslednja izmena metodologije ARS daje bolju ocenu formalne zaposlenosti, koja ima manje odstupanje u odnosu na registrovanu zaposlenost prema Centralnom registru obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO). U tabeli T3-2 prikazani su revidirani podaci formalne zaposlenosti iz ARS za 2014. i 2015. i podaci registrovane zaposlenosti CROSO.

**Manja odstupanja ocene formalne zaposlenosti ARS i registrovane zaposlenosti CROSO.**

**Tabela T3-2. Formalna zaposlenost (ARS) i registrovana zaposlenost (CROSO), 2014 - 2015.**

	2014	2015
ARS	2.017	2.050
CROSO	1.845	1.996

Izvor: RZS, ARS i CROSO

<sup>2</sup> Podaci o strukturi zaposlenih prema sektorima delatnosti će se objavljivati samo na godišnjem nivou.

<sup>3</sup> Ovo učešće bi bilo nešto manje ukoliko bi isključili sektor domaćinstva koja proizvode robu i usluge za sopstvene potrebe koji se odnosi na poljoprivredu, odnosno ukoliko bismo samo obuhvatili sektor delatnosti poljoprivrede.

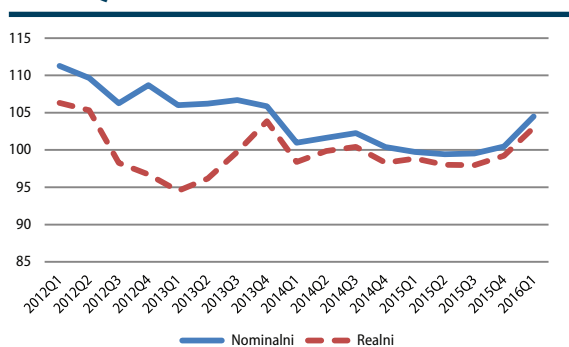
Generalno, ocenjujemo da su revidirani podaci o tržištu rada za period 2014. - prvi kvartal 2016. godine pouzdaniji, bolje usklađeni sa makroekonomskim i fiskalnim podacima i administrativnim evidencijama o broju zaposlenih. Poređenjem korigovanih, sa prethodno objavljenim podacima za period 2014-2015. potvrđuje opravdanost kritike verodostojnosti podataka o tržištu rada u prethodnim brojevima QM-a. Ponovo, skrećemo pažnju na važnost revizije podataka o tržištu rada za period 2009-2013, jer su postojeći podaci u dubokom neskladu sa ostalim makroekonomskim i fiskalnim podacima, pa su stoga neupotrebljivi kako za kreiranje ekonomske politike, tako i za analizu.

## Zarade

**I nominalni i realni rast zarada u Q1 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine.**

Neto zarade su nominalno porasle za 4,5%, dok realni rast iznosi 3% u prvom kvartalu 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Nakon nekoliko kvartala međugodišnjeg i nominalnog i realnog pada zarada tokom 2015, u prvom kvartalu 2016. dolazi do promene trenda. Na grafikonu G3-2 predstavljeno je kretanje indeksa nominalnih i indeksa realnih neto zarada. S obzirom na projektovane stope rasta BDP-a u 2016. godini, očekujemo da će se pozitivni trend kretanja zarada nastaviti i u sledećim kvartalima.

**Grafikon G3-2. Kretanje nominalnih i realnih prosečnih zarada, međugodišnji indeksi, Q1 2014 - Q1 2016.**



Izvor: RZS

**Rast zarada nakon uzastopnog međugodišnjeg pada u svim kvartalima tokom 2015.**

**Nastavljen je trend rasta zarada u privatnom sektoru, a pridružio se i sektor države.**

**Većina delatnosti beleži međugodišnji rast desezoniranih realnih neto zarada.**

**Očekujemo da će se trend rasta zarada nastaviti i u narednim kvartalima.**

Većina delatnosti beleži međugodišnji rast desezoniranih<sup>4</sup> realnih neto zarada. Delatnosti koje beleže pad zarada su: snabdevanje vodom; upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti, građevinarstvo, državna uprava i odbrana; obavezno socijalno osiguranje, umetnost; zabava i rekreacija. Pad desezoniranih realnih neto zarada u pomenutim sektorima se kreće u intervalu od 0,4% do 1,5%. Rast zarada u zdravstvu i obrazovanju od 0,4% u Q1 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine posledica je nominalnog rasta zarada u pomenutim sektorima od januara 2016. Tokom sva četiri kvartala 2015. godine, zdravstvo i obrazovanje beleže

međugodišnji pad desezoniranih realnih neto zarada, usled smanjenja zarada u dominantnom državnom segmentu ovih delatnosti u okviru procesa fiskalne konsolidacije. Promena trenda kretanja zarada u Q1 2016. u zdravstvu i obrazovanju posledica je i smanjene osnovice za poređenje. Najveći rast desezoniranih realnih neto zarada zabeležen je u sektoru administrativne i pomoćne uslužne delatnosti, i iznosi 13,5% u Q1 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Realna stopa rasta BDV-a u posmatranom periodu iznosi skromnih 0,4% za sektor stručne, naučne, tehničke, administrativne i druge pomoćne aktivnosti. Zarade u građevinarstvu su zabeležile međugodišnji pad od 1,5%, dok je realna međugodišnja stopa rasta BDV-a impresivnih 15%. Tokom sva četiri kvartala 2015. zarade u građevinarstvu su rasle, u prva tri kvartala međugodišnja stopa rasta je bila preko 10%. Negativna vrednost realne stope rasta BDV-a je zabeležena jedino u sektoru poslovanja nekretninama, dok su zarade međugodišnje porasle za 0,5%. Rudarstvo je ostvarilo rast zarada od 6%, prerađivačka industrija beleži rast zarada od 4,7%, dok je realna stopa rasta BDV-a u prerađivačkoj industriji, rudarstvu i ostaloj industriji 6,6% u Q1 2016. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Možemo zaključiti da je međugodišnji rast zarada u Q1 2016. koji je zabeležen u većini delatnosti u skladu sa pozitivnim realnim stopama rasta BDV-a u posmatranom periodu.

<sup>4</sup> Zarade za sektor D - Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija nisu desezonirane, jer ne ispoljavaju sezonski karakter.

## 4. Platni bilans i spoljna trgovina

Tokom Q1 2016. u platnom bilansu mogu se istaći povoljna ostvarenja sa jedne strane – pre svega niski spoljnotrgovinski i tekući deficit i značajan priliv stranih direktnih investicija, dok su, sa druge strane, prisutni nepovoljni rezultati – neto odliv portfolio i ostalih investicija, nešto niži nivo priliva na računu sekundarnog dohotka (tekući transferi), kao i smanjenje deviznih rezervi. U prva tri meseca 2016. godine deficit tekućeg računa iznosi 249 miliona evra, tj. 3,2% BDP-a, i za više od polovine je manji od ostvarenog deficita u istom periodu prethodne godine. Ovo je posledica izrazitog smanjenja deficita spoljnotrgovinskog bilansa usled snažnijeg međugodišnjeg rasta izvoza i umerenog rasta uvoza. Tokom Q1 izvoz roba i usluga dostiže 50,4% BDP-a i 87% uvoza roba i usluga, a spoljnotrgovinski deficit je smanjen na 7,3% BDP-a, što predstavlja istorijski najbolji kvartalni rezultat (posmatrano od Q1 2007 - od kada imamo konzistentne podatke). Dobri rezultati u spoljnotrgovinskim odnosima dominantno su rezultat rasta međunarodno konkurentne industrijske proizvodnje i kontrole domaće tražnje u okviru fiskalne konsolidacije. Ipak, jednim delom ovi rezultati su rezultat povoljnih odnosa razmene, prvenstveno usled veoma niske cene energenata u poređenju sa početkom 2015. Realna deprecijacija dinara zabeležena krajem 2015 i u Q1 2016, usledila je nakon realne aprecijacije zabeležene do sredine Q3 2015, će se odraziti povoljno na izvoz i nepovoljno na uvoz u narednom periodu. Ipak, velikim delom kretanje spoljnotrgovinskih komponenti biće uslovljeno daljim kretanjem cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu, tempom oporavka evrozona, kao i daljim rastom investicija i proizvodnje u Srbiji. Priliv SDI tokom Q1 je i dalje značajan, i na nivou 2016. se očekuje da će njihov nivo biti dovoljan za pokriće tekućeg deficita, dok je neizvestan dalji tok portfolio i ostalih investicija, koje će velikim delom biti pod uticajem daljih mera ekonomske politike u Evropi i SAD-u, kao i daljih tokova razduživanja banaka i privrede po osnovu finansijskih kredita.

*U Q1 2016. relativno nizak nivo deficita tekućeg računa...*

*...posledica smanjenja spoljnotrgovinskog deficita usled znatnijeg porasta izvoza praćenog skromnim rastom uvoza*

Tekući deficit u Q1 iznosi 249 miliona evra, tj. 3,2% BDP-a, i znatno je manji od ostvarenog deficita u Q1 2015. godine - za 261 miliona evra, tj. za 3,6 pp BDP-a (Tabela T4-1). Ovo je rezultat izrazitog smanjenja spoljnotrgovinskog deficita (Grafikon T4-2) usled bitnijeg međugodišnjeg rasta izvoza, dok je uvoz samo blago povećan. I sezonski podaci potvrđuju znatniji rast izvoza i blagi rast uvoza (Grafikon T4-3). Izvoz je u Q1 2016 za 12% iznad nivoa iz prethodnog kvartala, dok je istovremeno uvoz porastao za 1,1%. Snažan rast izvoza tokom prethodnih nekoliko godina tesno je povezan sa izgradnjom novih industrijskih kapaciteta, čija izgradnja bi se moglo okarakterisati kao početak reindustrijalizacije Srbije. Da bi i u narednim godinama Srbija ostvarivala visoke stope rasta izvoza neophodno je da se povećaju investicije u sektor razmenljivih dobara, prvenstveno u industriju, poljoprivredu i neke vrste usluga (IT usluge, turizam i dr.). Sa druge strane, zabeleženi su manji nivo neto prihoda na računu sekundarnog dohotka - kao posledica nižeg priliva ličnih transfera, kao i određeni porast deficita na računu primarnog dohotka - pretežno usled rasta rashoda po osnovu dohotka (najvećim delom kao posledica plaćanja kamata za portfolio investicije).

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2014	2015	2014				2015				2016
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<b>u milionima evra</b>											
<b>TEKUĆI RAČUN</b>	-1.985	-1.590	-496	-541	-384	-563	-511	-290	-343	-446	-249
Roba	-4.111	-4.006	-904	-995	-1.076	-1.136	-1.046	-883	-895	-1.182	-753
Izvoz robe	10.641	11.344	2.512	2.767	2.664	2.698	2.601	2.986	2.882	2.875	2.950
Uvoz robe	14.752	15.350	3.415	3.762	3.740	3.834	3.648	3.869	3.777	4.057	3.703
Usluge	465	725	69	73	145	179	136	114	215	260	182
Prihodi	3.810	4.273	793	887	1.044	1.085	927	1.004	1.167	1.175	992
Rashodi	3.344	3.548	724	814	900	906	791	890	952	915	810
Primarni dohodak	-1.343	-1.658	-283	-462	-221	-377	-296	-468	-491	-402	-348
Prihodi	642	682	125	168	181	168	144	203	165	170	142
Rashodi	1.985	2.340	407	631	402	545	441	671	656	572	490
Sekundarni dohodak	3.003	3.348	622	843	768	771	695	948	828	877	670
Prihodi	3.400	3.795	707	934	875	884	789	1.060	946	1.000	772
Rashodi	397	446	85	91	108	113	93	112	117	123	102
Lični transferi, neto <sup>1)</sup>	2.442	2.671	511	697	618	617	568	758	665	680	521
od čega: Doznake radnika	1.863	2.077	378	547	469	469	437	605	523	512	379
<b>KAPITALNI RAČUN- neto</b>	7	-18	2	2	3	0	4	-1	1	-22	5
<b>FINANSIJSKI RAČUN</b>	-1.705	-1.295	-478	-414	-217	-596	-427	-107	-235	-526	-95
Direktne investicije- neto	-1.236	-1.803	-271	-435	-244	-286	-339	-441	-510	-513	-329
Portfolio investicije	-369	286	7	-150	-151	-75	-474	341	105	314	357
Finansijski derivati	-6	2	0	-3	1	-5	2	4	-7	3	4
Ostale investicije	1.703	54	586	543	-332	906	273	21	-123	-117	709
Ostali vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gotov novac i depoziti	830	-332	121	141	246	322	69	79	-133	-347	318
Krediti	757	191	373	386	-443	441	221	-39	-71	81	284
Centralna banka	574	153	189	186	100	99	57	55	26	15	12
Depozitne institucije osim centralne banke	795	411	214	89	197	296	100	103	-11	220	93
Država	-728	-460	29	30	-676	-111	63	-220	-86	-217	54
Ostali sektori	115	87	-59	80	-64	157	0	23	1	63	126
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	116	195	92	16	-134	143	-17	-19	81	150	107
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Devizne rezerve</b>	-1.797	166	-800	-370	509	-1.136	111	-32	300	-214	-836
<b>GREŠKE I PROPUSTI- neto</b>	273	313	16	124	165	-32	80	184	107	-57	149
<b>PRO MEMORIA</b>											
<b>u % BDP-a</b>											
Bilans tekućih transakcija	-5,9	-4,8	-6,2	-6,3	-4,5	-6,8	-6,8	-3,4	-4,0	-5,2	-3,2
Bilans robne razmene	-12,3	-12,1	-11,3	-11,5	-12,6	-13,7	-13,9	-10,4	-10,4	-13,9	-9,6
Izvoz robe	31,8	34,2	31,5	32,1	31,2	32,5	34,6	35,0	33,6	33,8	37,7
Uvoz robe	44,1	46,3	42,9	43,6	43,8	46,3	48,5	45,4	44,0	47,6	47,4
Bilans robe i usluga	-10,9	-9,9	-10,5	-10,7	-10,9	-11,6	-12,1	-9,0	-7,9	-10,8	-7,3
Lični transferi - neto	7,3	8,1	6,4	8,1	7,2	7,4	7,6	8,9	7,8	8,0	6,7
BDP u evrima <sup>2)</sup>	33.419,8	33.138,9	7.967,1	8.619,9	8.544,0	8.288,7	7.520,2	8.522,4	8.578,5	8.517,8	7.816,7

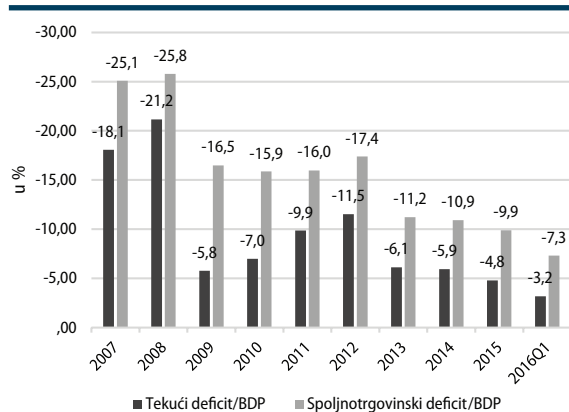
Napomena: Platni bilans Republike Srbije je usklađen sa međunarodnim smernicama sadržanim u Priručniku za izradu platnog bilansa br. 6 MMF-a (BPM6). Izvor: NBS.

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

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

**Spoljnotrgovinski deficit je na nivou od 571 miliona evra, tj. 7,3% BDP-a...**

Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spoljnotrgovinski deficit, 2007-2016Q1

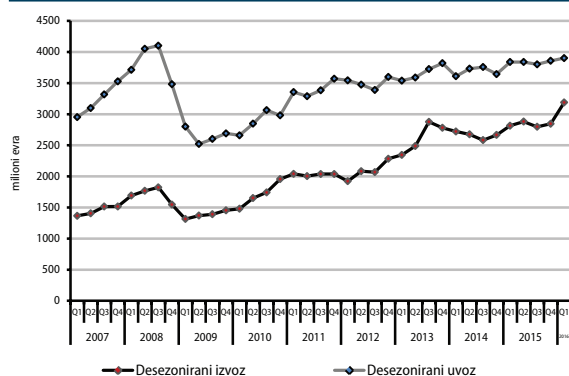


Izvor: NBS, QM

U prva tri meseca 2016. robni deficit iznosi 753 miliona evra (9,6% BDP-a) i za 293 miliona evra, tj. za 4,3 pp BDP-a, je niži od deficita ostvarenog u istom periodu prethodne godine. Istovremeno, tokom ova tri meseca, na račun usluga ostvaren je suficit od 182 miliona evra. Spoljnotrgovinski deficit je na nivou od 571 miliona evra (7,3% BDP-a), što je za 4,3 pp BDP-a ispod nivoa iz Q1 2015.

...a izvoz robe i usluga dostiže 50,4% BDP-a i 87% uvoza robe i usluga

**Grafikon T4-3. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2016Q1**

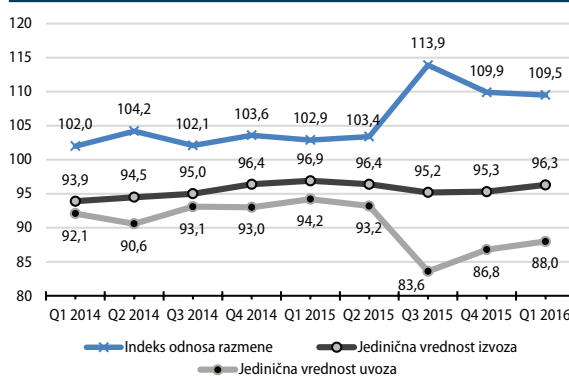


Izvor: NBS, RZS, QM

doveo relativni odnos izvoznih i uvoznih cena, tj. indeks odnosa razmene, koji dostiže veoma visoke vrednosti od sredine 2015. godine (Grafikon T4-4). Međugodišnji indeks odnosa robne razmene je u Q1 iznosio 109,5. Iako je on nešto niži u poređenju sa prethodna dva kvartala (113,9 u Q3 2015. i 109,9 u Q4 2015), i dalje je visok u poređenju sa nivoima indeksa u 2014. i u prvoj polovini 2015. godine (Grafikon T4-4). U najvećoj meri na ovakav rast indeksnih vrednosti je pre svega uticalo međugodišnje smanjenje jedinične vrednosti uvoza, dominantno posledica veoma niske cene energenata u svetu. Stoga, verovatno je da će svaki rast cena energenata, koji je u budućnosti izvestan, voditi ne samo iščezavanju, nego i suprotnom efektu (usled niske baze kod uvoznih cena) ovog trenutno povoljnog uticaja odnosa kretanja cena izvoznih i uvoznih proizvoda na njihovu vrednost. Odnosi razmene Srbije sa svetom su tokom poslednje dve godine poboljšani za oko 15%, što je doprinelo smanjenju spoljnotrgovinskog deficita pre svega kroz jeftiniji uvoz. Međutim, u budućnosti se može očekivati rast cena uvoznih proizvoda (npr. energenata), što će pod ostalim nepromenjenim uslovima uticati na povećanje spoljnotrgovinskog deficita. Stoga je važno da se ekonomskim politikama podstiče rast izvoza kojim bi neutralisao negativan uticaj očekivanog rasta cena uvoznih proizvoda na spoljnotrgovinski bilans.

Tokom Q1 zabeležen nešto viši neto odliv na računu primarnog, a niži neto priliv na računu sekundarnog dohotka

**Grafikon T4-4. Međugodišnji indeksi odnosa razmene, 2014-2016**



Izvor: RZS, QM

Međugodišnje smanjenje tekućeg deficita iznosi 51,2%

Izvoz robe u Q1 2016. je dostigao veoma visoku vrednost od 2,95 milijardi evra, tj. 37,7% BDP-a. U ovom periodu, izvoz robe i usluga je na nivou od 3,94 milijarde evra, što čini rekordno visokih 50,4% BDP-a, tj. predstavlja istorijski maksimum kvartalnog nivoa izvoza (posmatrano od Q1 2007 - od kada imamo konzistentne podatke). Uvoz robe iznosi 3,70 milijardi evra (47,4% BDP-a), dok je uvoz robe i usluga na nivou od 4,51 milijardi evra, tj. čini 57,7% BDP-a (Tabela T4-1). Time, u prva tri meseca 2016. izvoz robe „pokriva“ 80% uvoza robe, dok je u slučaju vrednosti izvoza i uvoza roba i usluga taj procenat 87%. Do ovoga je velikim delom

Na računu primarnog dohotka u Q1 2016 zabeležen je neto odliv od 348 miliona evra, što je nešto više u poređenju sa istim tromesečjem 2015 (Tabela T4-1). Neto priliv na računu sekundarnog dohotka tokom Q1 2016 iznosi 670 miliona evra. Od tog iznosa 521 miliona evra čini priliv po osnovu ličnih transfera, tj. 6,7% BDP-a, i za 1 pp BDP-a je niži od ostvarenog priliva tokom Q1 2015. Priliv doznaka radnika je na nivou od 379 miliona evra (4,8% BDP-a), što je takođe za 1 pp BDP-a ispod prošlogodišnjeg.

U Q1 2016. u poređenju sa istim kvartalom prethodne godine tekući deficit je niži za 51,2%. To se duguje smanjenju spoljnotrgovinskog deficita, usled znatnijeg rasta izvoza. Tokom Q1 2016, u poređenju sa Q1 2015, deficit spoljnotrgovinskog računa smanjen je za 37%, a robni deficit za 28%. U ovom periodu, rast robnog izvoza iznosi 13,4%, dok je uvoz robe porastao za samo 1,5%. Istovremeno, deficit na računu primarnog dohotka viši je za 17,5%, dok je neto priliv ličnih transfera opao za 8,3% međugodišnje (gde je neto priliv po osnovu doznaka radnika manji za 13,4% međugodišnje), što je uticalo na niži nivo neto prihoda na računu sekundarnog dohotka za 3,7%.

**Znatan neto odliv kapitala tokom Q1...**

U Q1 zabeležen je znatan neto odliv kapitala od 592 miliona evra (Tabela T4-1). Ostvareni neto odliv kapitala posledica je odliva na račun portfolio investicija (357 miliona evra) i veoma visokog odliva ostalih investicija (709 miliona evra). Ovaj odliv je delimično kompenzovan relativno visokim prilivom stranih direktnih investicija.

**...posledica odliva na račun portfolio i ostalih investicija...**

Odliv portfolio investicija se može u znatnoj meri objasniti prisustvom određene neizvesnosti na početku godine, kako u zemlji (predizborni period), tako i u svetu (monetarna politika FED-a i ECB). SDI su i dalje visoke, a prema procenama NBS očekuje se da će one u 2016. biti dovoljne da pokriju tekući deficit. Neto odliv na račun ostalih investicija iznosi 709 miliona evra, gde je zabeležen neto odliv trgovinskih kredita u iznosu od 107 miliona evra, kao i finansijskih kredita od 284 milion evra. Preduzeća, banke i javni sektor su se znatnije razdužili u prva tri meseca 2016: za 126, 93 i 53 miliona evra, respektivno, dok je manji deo neto odliva finansijskih kredita (11,7 miliona evra) na račun Narodne banke – pretežno posledica otplate duga prema MMF-u (7,4 miliona evra). Istovremeno, na račun *Gotov novac i depoziti* zabeležen je neto odliv od 318 miliona evra. Uspešan nastavak aranžmana sa MMF, uz nastavak pozitivnih trendova u privredi Srbije, doprineo bi zaustavljanju, a potom i preokretanju negativnih tokova u oblasti portfolio investicije i stranih kredita odobrenih privredi.

**...dok je nivo neto priliva SDI i dalje visok****Devizne rezervi tokom Q1 2016. značajno smanjene, ali su i dalje visoke**

Smanjenje deviznih rezervi tokom prva tri meseca 2016. iznosi 836 miliona evra: u januaru za 318 miliona evra, u februaru za 304 miliona evra i u martu za 214 miliona evra, koje je u aprilu nastavljeno. Veliki deo ovog smanjenja deviznih rezervi u prva četiri meseca 2016. je po osnovu intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu. Međutim, devizne rezerve Srbije su još uvek visoke i znatno su iznad standardnih kritičnih vrednosti. One na kraju aprila iznose 9.338,0 miliona evra, čime se obezbeđuje pokrivenost šest meseci uvoza robe i usluga i pokrivenost novčane mase M1 od 230%<sup>1</sup>.

**Izvoz****U Q1 2016. izvoz 3,1 milijardi evra... 11,0% viši u odnosu na Q1 prethodne godine**

Od početka 2016. godine, prema podacima RZS-a za prva četiri meseca, dolazi do bitnijeg poboljšanja u robnoj razmeni. Izvoz u Q1 2016. dostiže 3,1 milijardi evra i u ovom kvartalu beleži međugodišnji rast od 11%, koji se nastavlja i blago ubrzava u aprilu, kada izvoz ostvaruje rast od 13,8% međugodišnje (v. Tabelu T4-5). Istovremeno, povećanje vrednosti uvezene robe tokom Q1 2016. je samo blago iznad vrednosti ostvarene tokom Q1 2015 (za 2,7%). Iako u aprilu uvoz ubrzava rast, međugodišnja stopa rasta od 5,5% je i dalje znatnije ispod porasta izvoza u ovom mesecu. Međugodišnji porast vrednosti izvoza po isključenju drumskih vozila tokom Q1 iznosi 13,8%, a u aprilu 14,6%.

**Tabela T4-5. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2014–2016**

	Učešće u ukupnom izvozu u %	2014		2015				2016		2015				2016	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	april	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	april		
Ukupno	100,0	11.159	12.028	2.775	3.197	3.032	3.033	3.079	1.164	5,2	11,1	8,8	6,0	11,0	13,8
Ukupno bez drum. vozila	88,3	9.621	10.617	2.362	2.777	2.765	2.721	2.687	1.021	6,1	15,3	12,1	8,0	13,8	14,6
Energija	2,8	413	341	62	107	101	71	77	34	-36,1	-16,2	-0,9	-17,8	24,7	21,3
Intermedijarni proizvodi	33,9	3.687	4.084	922	1.083	1.064	1.014	1.048	406	0,9	13,7	12,8	15,7	13,7	13,0
Kapitalni proizvodi	25,4	2.877	3.054	760	845	684	787	835	309	5,8	4,4	5,4	12,3	9,8	17,6
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	13,7	1.340	1.654	348	425	416	475	438	167	12,7	24,5	26,2	31,9	25,8	27,0
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,5	586	664	133	169	180	183	156	62	8,6	15,2	19,8	9,6	18,0	19,8
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	23,7	2.614	2.848	633	701	763	751	721	265	12,3	13,5	6,5	4,8	13,9	12,7
Ostalo	8,6	981	1.038	265	292	240	227	242	89	19,6	31,4	7,2	-27,5	-8,5	2,2

Izvor: RZS

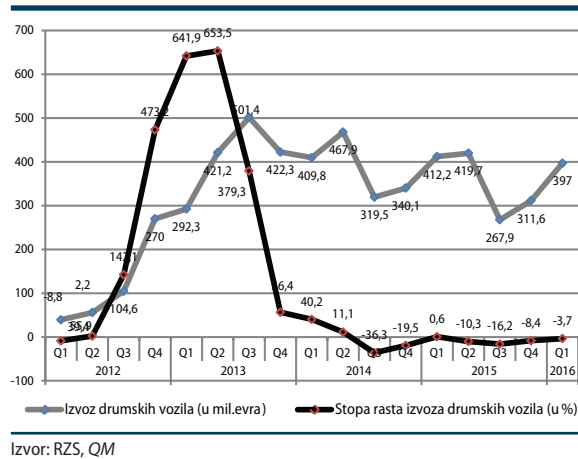
Važna činjenica je da je porast ukupnog izvoza od početka godine posledica povećanja izvoza svih proizvodnih grupa<sup>2</sup> (sa izuzetkom neklasifikovanog izvoza, v. stavku *Ostalo* u Tabeli T4-5), i pored toga što je zabeležen pad cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu, kao što su cene metala (koje su u Q1 2016. niže za petinu u poređenju sa Q1 2015), kao i hrane (međugodišnji pad od 8%). Iako su cene žitarica međugodišnje niže za 13%, dolazi do njihovog rasta u aprilu

<sup>1</sup> <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=9640&konverzija=no><sup>2</sup> Prema Izveštaju o inflaciji, NBS, maj 2016., 18 od 23 oblasti prerađivačke industrije beleže rast izvoza u Q1, str. 33.



i maju (cene kukuruza nakon marta rastu, dok cene pšenice nakon rasta u aprilu beleže ponovo niži nivo u maju). Na rast izvoza tokom prvih četiri meseca 2016. pozitivno je uticao oporavak zemalja evrozone. Rastu izvoza negativno je doprinelo i dalje niži nivo izvoza automobila u odnosu na isti period prethodne godine, ali je ovaj doprinos znatno manji nego prethodnih meseci. Ipak, navodi se da je uprkos i dalje negativnim rezultatima izvoza FIAT-a, najveći pozitivan doprinos izvoza od strane industrije motornih vozila, što ukazuje na znatan izvoz manjih proizvođača koji proizvode delove za autoindustriju<sup>3</sup>. Kao što smo isticali i u narednim brojevima *QM*-a, način za oporavak rasta izvoza FIAT automobila, kao i pozitivnog doprinosa rastu ukupnog izvoza od strane ove kompanije, je uvođenje u proizvodnju novog modela.

**Grafikon T4-6. Izvoz drumskih vozila**



Izvor: RZS, QM

Tokom Q1 2016, međugodišnje smanjenje vrednosti izvoza drumskih vozila iznosi 3,7% i nešto je manje od onog zabeleženog u prethodna tri kvartala (međugodišnje smanjenje u Q2, Q3 i Q4 2015 je iznosilo 10,3%, 16,1% i 8,4%, respektivno, v. Grafikon T4-6). Stoga, primetan je izvestan oporavak izvezenih vrednosti drumskih vozila, koja se približila nivou od 400 miliona evra. Iako je ovo i dalje ispod maksimalne vrednosti od 500 miliona evra dostignute u Q3 2013. godine, izvoz drumskih vozila je značajnije iznad nivoa ostvarenog pre dva kvartala (u Q3 2015, 267 miliona evra, v. Grafikon T4-6), koji ujedno predstavlja najniži nivo izvoza ovih proizvoda nakon 2012. - od dolaska FIAT-a u Srbiju.

Na početku 2016. zabeležen je osetan rast vrednosti izvoza *Energije*, koja je za skoro četvrtinu iznad prošlogodišnje vrednosti, uprkos znatno nižim cenama energenata u poređenju sa onima sa početka 2015. Rast izvoza *Kapitalnih proizvoda*, ponovo započeo 2015. godine, se nastavlja i u Q1 2016, mada blago usporava u odnosu na prethodni kvartal. Izvoz *Kapitalnih proizvoda po isključenju drumskih vozila* u Q1 2016. takođe blago usporava rast u odnosu na onaj ostvaren krajem 2015. godine, iako je za četvrtinu iznad vrednosti izvoza iz Q1 2015. Istovremeno, izvoz *Intermedijarnih proizvoda* blago usporava u prvih tri meseca 2016. u poređenju sa Q4 2015. i beleži međugodišnji rast od 13,7%. Sa druge strane izvoz *Proizvoda široke potrošnje* beleži znatnije ubrzanje rasta u Q1 2016. u poređenju sa prethodnim kvartalom. Međugodišnji porast izvezenih vrednosti *Trajnih* i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* u Q1 2016. iznosi 18,0% i 13,9%, respektivno. Sa druge strane, jedino vrednost *Ostalog izvoza* u Q1 2016 beleži međugodišnje smanjenje, tj. vrednost izvoza proizvoda svrstanih u ovu grupu je za 8,5% niža od one ostvarene u prvom kvartalu 2015.

U narednom periodu će se na izvoz povoljno odraziti trenutno zabeležena umerena deprecijacija domaće valute započeta krajem 2015. i nastavljena početkom 2016. godine. Dalja dinamika rasta izvoza će zavistiti i od nastavka rasta investicija i proizvodnje u sektorima koji proizvode razmenljiva dobra. Da bi se obezbedila postojanost u rastu izvoza važno je da se nastavi sa diversifikacijom izvoza. Najavljenog povećanje proizvodnje u *Železari Smederevo* bi značajno doprinelo rastu izvoza, ali bi uticaj na spoljnotrgovinski bilans bio znatno manji. Na kretanje izvoza u narednom periodu uticaće dinamika privredne aktivnosti u zemaljama evrozone, kao i kretanje cena važnih izvoznih proizvoda (poljoprivredni proizvodi, bazični metali i dr.).

## Uvoz

**U Q1 uvoz usporava rast, koji se u aprilu ubrzava**

U Q1 2016. vrednost uvezene robe je 3,98 milijardi evra, što je 2,7% iznad vrednosti iz Q1 2015 (Tabela T4-7), dok u aprilu međugodišnji porast ukupnog uvoza iznosi 5,5%.

Sa jedne strane niske cene energije, efekti mera fiskalne konsolidacije, kao i odloženi uticaj realnog jačanja dinara zabeleženog od početka 2015. do pred kraj Q3 2015. godine, koji je sa druge strane praćen realnom deprecijacijom krajem 2015. godine, zajedno su uticali su da je uvoz početkom 2016. beležio umeren rast. Veoma izražen pad vrednosti uvoza *Energije*, koji se duguje i dalje izuzetno niskom nivou svetskih cena ovih proizvoda - koje su u Q1 2016. za 37% niže u odnosu na cene iz Q1 2015. Pored *Energije*, uvoz *Kapitalnih proizvoda*, kao i *Proizvoda za široku potrošnju* (i *Trajnih* i *Netrajnih*) je takođe na nižem nivou u Q1 2016. u odnosu na nivo iz istog perioda prethodne godine. Ipak, u aprilu uvoz ovih proizvoda beleži oporavak, gde je uvoz *Kapitalnih proizvoda* i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* čak iznad prošlogodišnjeg za 1,7% i 5,6%, respektivno. Rast uvoza *Intermedijarnih proizvoda*, nakon usporavanja u Q1 2016 (stopa rasta od 5,4%), u aprilu blago ubrzava (rast od 9,7%, međugodišnje). Proizvodi svrstani u *Ostali uvoz* u Q1 i u aprilu beleže značajan međugodišnji rast od 68,2% i 42,7%, respektivno.

**Tabela T4-7. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2014-2016**

	Učešće u ukupnom uvozu u u %	2014	2015	2015				2016		2015				2016	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	april	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	april
				u milionima evra											
Ukupno	100,0	15.497	16.393	3.875	4.160	4.015	4.322	3.981,3	1.438,4	8,7	5,2	2,2	6,7	2,7	5,5
Energija	11,3	2.180	1.853	499	454	444	452	341,0	100,8	-2,4	-8,8	-24,6	-22,2	-31,7	-40,6
Intermedijarni proizvodi	32,8	5.118	5.372	1.201	1.368	1.424	1.474	1.265,9	474,1	2,4	5,5	7,4	13,5	5,4	9,7
Kapitalni proizvodi	23,0	3.678	3.778	935	982	838	911	792,3	331,7	14,0	-3,2	-3,3	-1,9	-15,2	1,7
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,4	317	393	93	98	89	107	79,6	31,1	24,9	32,8	15,7	19,9	-14,3	-5,5
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,8	2.347	2.423	562	575	606	657	517,3	209,7	9,4	1,9	-0,2	1,7	-7,9	5,6
Ostalo	15,7	1.858	2.574	586	683	613	722	985,0	290,9	23,9	35,0	32,7	42,1	68,2	42,7
Uvoz bez energije	88,7	13.317	14.540	3.376	3.706	3.570	3.870	3.640,3	1.337,6	10,6	7,3	6,9	11,5	7,8	12,1

Izvor: RZS

**U narednom periodu neizvesno je kretanje uvoza, jer će prvenstveno biti opredeljeno nivoom cena energije u svetu**

Tokom Q2 2016. očekujemo i dalje umeren rast uvoza, jer će cene energije i dalje biti bitnije ispod prošlogodišnjih cena iz istog perioda. Do kraja 2016. godine neizvesnost postoji od strane daljeg kretanja ovih cena, kao i od strane efekata domaće tražnje na uvoz, koja je trenutno niska usled mera fiskalne konsolidacije. Stoga će nivo domaće tražnje, i njen uticaj na kretanje uvoza krajem ove i početkom naredne godine zavisiti i od odluka vlade za dalji tok fiskalne konsolidacije. Realna deprecijacija dinara zabeležena krajem 2015. i početkom 2016. će delovati u pravcu smanjenja uvoza u narednom periodu.

## Spoljni dug

**Na kraju 2015. spoljni dug 26,36 milijardi evra, tj. 79,5% BDP-a**

Na kraju 2015. godine spoljni dug 26,36 milijardi evra, tj. 79,5% BDP-a. Tokom 2015. spoljni dug je povećan za 678 miliona evra, gde je javni sektor uvećao za 1.144 miliona evra, a privatni sektor smanjio inostranu zaduženost za 465 miliona evra. U ovom periodu dugoročni spoljni dug privatnog sektora je smanjen za 671 miliona evra, od čega 448 miliona evra je smanjenje iznosa dugoročnog duga banaka. Istovremeno, po osnovu dugoročnog duga privreda se razdužila za 223 miliona evra (Tabela T4-8). Kratkoročni dug banaka na kraju 2015. viši je za 119 miliona evra, a privrede za 86 miliona evra u poređenju sa stanjem godinu dana ranije (Tabela T4-8). Ipak, kao što smo naglašavali i u prethodnim brojevima *QM*-a, značajan deo izmena u nivoa ukupnog duga i njegovih komponenti tokom 2015. bio pod uticajem valutnih promena, gde se prvenstveno ima u vidu trend deprecijacije evra u odnosu na dolar.

**U poslednjem kvartalu 2015. zabeležen je rast spoljnog duga za 129 miliona evra....**

Tokom Q4 2015. godine inostrani dug uvećan je za 129 miliona evra. Kako je imenilac koji koristimo kao bazu za računanje učešća spoljnog duga u BDP-u (zbir vrednosti BDP-a posmatranog kvartala i prethodne tri kvartalne vrednosti BDP-a) veći u Q4 u poređenju sa Q3, spoljni dug je na kraju Q4 za 0,2 pp BDP-a niži nego na kraju Q3 2015. Ukoliko bi koristili nivo BDP-a koji služi predstavlja imenilac u Q3, učešće spoljnog duga u BDP-u je veće za 0,4 pp. Visok rast

... kao neto rezultat rasta zaduženosti javnog sektora za 400 miliona evra...

...i smanjenja zaduženosti privatnog sektora za 270 miliona evra

zaduživanja u Q4 zabeležio je javni sektor, koji je svoju inostranu zaduženost uvećao za 400 miliona evra (za 405 miliona evra po osnovu dugoročnog duga). Sa druge strane, privatni sektor je se razdužio za 270 miliona evra, gde je sa jedne strane smanjen nivo dugoročnog duga za 365 miliona evra, a sa druge strane povećan nivo kratkoročnog duga za 94 miliona evra (24 miliona evra u slučaju banaka i 69 miliona evra kod privrede). Banke su se razdužile po osnovu dugoročnog duga za 212 miliona evra, a privreda za 153 miliona evra (Tabela T4-8).

**Tabela T4-8. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2013–2015**

	2013	2014				2015			
		Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
<b>stanja, u milionima evra, kraj perioda</b>									
Ukupan spoljni dug	25.644	25.497	25.144	26.171	25.679	26.605	26.417	26.228	26.358
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	74,8	74,5	73,8	77,5	76,8	80,7	80,4	79,7	79,5
Javni spoljni dug <sup>1)</sup>	13.120	12.922	12.750	13.828	14.145	15.050	14.875	14.889	15.289
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	38,3	37,8	37,4	40,9	42,3	45,6	45,2	45,2	46,1
Dugoročni	13.120	12.922	12.750	13.828	14.140	15.045	14.870	14.884	15.289
od čega MMF	697	515	333	247	152	108	51	29	15
specijalna prava vučenja	434	436	439	455	463	498	487	485	493
Kratkoročni	0	0	0	0	5	5	5	5	0
Privatni spoljni dug <sup>2)</sup>	12.525	12.575	12.394	12.343	11.534	11.555	11.542	11.339	11.069
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	36,5	36,7	36,4	36,5	34,5	35,0	35,1	34,5	33,4
Dugoročni	12.328	12.435	12.241	12.227	11.441	11.403	11.370	11.135	10.770
od čega banke	3.219	3.029	2.923	2.766	2.503	2.388	2.277	2.266	2.055
od čega privreda	9.108	9.405	9.317	9.459	8.935	9.011	9.090	8.865	8.712
od čega ostali	1	2	2	2	3	3	3	4	4
Kratkoročni	196	139	153	116	93	153	172	205	299
od čega banke	171	115	128	89	57	110	126	151	176
od čega privreda	25	25	26	27	37	43	46	54	123
Neto spoljni dug <sup>3)</sup> , (u% BDP-a) <sup>4)</sup>	42,2	44,0	44,1	45,3	47,2	48,8	49,0	47,8	48,2

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

Izvor: NBS, QM

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

2) Spoljni dug privatnog sektora Republike Srbije obuhvata dug banaka, preduzeća i ostalih sektora, za koji nije izdata državna garancija. Spoljnim dugom privatnog sektora nisu obuhvaćeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (1.000,1 miliona evra, od čega se 433,2 miliona evra odnosi na domaće banke, a 566,9 miliona evra na domaća preduzeća).

3) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

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

## 5. Cene i devizni kurs

Inflacija je u Q1 i u toku aprila i maja nastavila da se kreće ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije. Dok se u januaru inflacija privremeno približila donjoj granici koridora, do aprila se ponovo znatno udaljila od cilja i iznosila je 0,4% međugodišnje, da bi u maju porasla na još uvek znatno niskih 0,8%. Pad cena energenata i primarnih proizvoda na svetskom tržištu do kraja prethodne godine su delovali deflatorno, međutim, od početka godine se uočava trend njihovog rasta (naročito cene nafte) i ako se nastavi, ove cene mogu postati značajan eksterni inflatorni faktor. Niska inflacija u međunarodnom okruženju predstavlja važan deflatorni eksterni faktor i nije izvesno kada će se njen trend preokrenuti i kada će početi da deluje na rast domaćih cena. Niska agregatna tražnja i izostanak rast regulisanih cena su i dalje najvažniji domaći deflatorni faktori, dok je najznačajniji inflatorni faktor deprecijacija dinara. Noseća inflacija takođe se kreće ispod donje granice cilja NBS ali je njeno kretanje stabilnije (opseg kretanja noseće inflacije je od 1,6% do 2,2%) i na kraju maja iznosi 1,6%. Narodna banka Srbije je u Q1 i u aprilu u znatnoj meri intervenisala na strani neto prodaje deviza s ciljem ublažavanja deprecijacije dinara (u aprilu je čak i trend preokrenut). Niska i stabilna inflacija predstavlja dobar rezultat ali česta deflacija je loša po privredni rast - inflacija bi trebalo da bude stabilna i što bliža ciljnoj vrednosti. Do kraja godine se, međutim ne očekuje da će inflacija ući unutar granica cilja, već se to može dogoditi tek početkom 2017. godine. Od početka Q1 do kraja maja dinar je nominalno deprecirao za 1,2% (na kraju perioda), dok je u istom periodu realno deprecirao za oko 0,4% - prem tome promene kursa su vrlo umerene. Narodna banka Srbije je tokom Q1 i u aprilu intervenisala neto prodajom 705 mln evra. U trenutnim okolnostima trebalo bi smanjiti intervenisanje na deviznom tržištu jer bilansni efekti promene kursa ne bi bili veliki ali bi umerena deprecijacija bila značajna zbog poboljšanja konkurentnosti privrede Srbije, a uticala bi na povratak inflacije unutar granica ciljnog koridora, pa bi zato imala više pozitivnih nego negativnih posledica.

### Cene

***Inflacija se u Q1 i u aprilu i maju kreće znatno ispod donje granice cilja NBS***

Međugodišnja inflacija je na kraju prvog kvartala 2016. godine iznosila 0,6%, što je za 1 procentni poen (p.p.) ispod vrednosti na kraju 2015. godine (Tabela T5-1) i znatno ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS) od  $4 \pm 1,5\%$ . Nakon januarskog rasta, kada se inflacija privremeno približila donjoj granici cilja, usledio je njen pad u februaru i martu (posledica izlaska iz obračuna relativno visoke mesečne inflacije u februaru i martu 2015. i deflacije u istim mesecima 2016. godine). U aprilu se međugodišnja inflacija dodatno udaljila ispod ciljnog koridora, kad je pala na 0,4%. Iako je u tom mesecu zabeležen rast cena od 0,4%, iz obračuna je izašla nešto viša inflacija iz aprila 2015. godine pa je ukupan rezultat bio negativan. U maju je inflacija porasla na 0,8% najvećim delom usled izlaska niske inflacije u maju 2015. iz obračuna. Niska i stabilna inflacija u protekle dve i po godine predstavlja dobar rezultat za nominalno sidro u vođenju monetarne politike.<sup>1</sup> Kretanje inflacije van koridora u dužem vremenskom periodu može da naruši kredibilitet centralne banke (čak i kada je ona niža od cilja) jer se u tom slučaju očekivanja usidravaju na nivou koji nije zvanično objavljen i targetiran. Zato bi ili inflacija trebalo da se dovede u ciljni koridor ili bi on trebalo da se spusti. Problem sa trenutnim odstupanjem inflacije od ciljnog koridora je u tome što NBS ne prognozira vraćanje inflacije unutar cilja sve do početka 2017. godine. Niskoj inflaciji doprinosi i nedovoljno povećanje regulisanih cena (prvenstveno električne energije za domaćinstva) a pošto je njihova konvergencija ka nivou cena u Evropskoj uniji uključena u srednjoročni plan kretanja cena NBS, to predstavlja divergentno vođenje politike od strane monetarnih vlasti i Vlade Republike Srbije. Globalni faktori koji su doprineli niskoj inflaciji u Srbiji su niska cena nafte (u januaru je bila na najnižoj vrednosti u

<sup>1</sup> Dok je niska i stabilna inflacija poželjna (postavlja se kao cilj od strane centralne banke), loše je ako postoji deflacija, najviše zbog pogubnog uticaja na privredni rast. U Srbiji se u prethodne dve godine deflacija u proseku javlja svakog drugog meseca.

poslednjih 12 godina) i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu (*Commodity Agricultural Raw Material Index*) kao i niska inflacija u međunarodnom okruženju, prvenstveno u zemljama najznačajnijim trgovinskim partnerima Srbije.

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

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

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

**Noseća inflacija je ispod  
ciljnog koridora NBS i u  
maju iznosi 1,6%**

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) takođe je ispod donje granice ciljnog koridora NBS i na kraju Q1 iznosi 1,7% (Grafikon T5-2). U poređenju sa ukupnom inflacijom, noseća inflacija je dosta stabilnija – u periodu od skoro dve godine kreće se u uskom opsegu od 1,6 do 2,2% i na kraju maja 2016. iznosi 1,6%. Niska agregatna tražnja, relativno nepromenjen kurs dinara sve do novembra 2015. godine i pad kamatnih stopa delovali su deflaciono. U kratkom roku, deprecijacija dinara u periodu novembar 2015. – mart 2016. godine se verovatno nije prelila na cene, budući da su promene kursa bile male. Period kašnjenja za puno prenošenje promena kursa na cene iznosi nekoliko (2-3) kvartala i u srednjem roku se očekuje relativno skroman efekat preliivanja kursa na cene u narednim kvartalima (oko 0,3 p.p.) On verovatno neće biti dovoljno snažan da do kraja 2016. godine vrati inflaciju unutar ciljnog koridora. Na noseću inflaciju bi mogla da utiče dalja deprecijacija dinara, kao i povećanje cena energenata, koji na nju indirektno utiču (budući da su eksplicitno isključeni iz nje) preko povećanja troškova u proizvodnji.

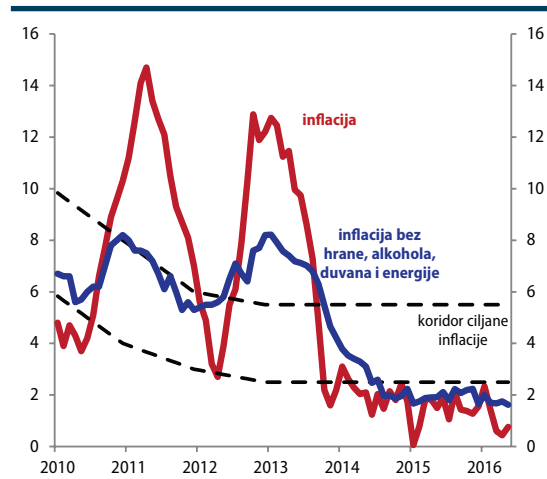
### Intervencije NBS su usmerene ka ublažavanju deprecijacije dinara

Narodna banka Srbije je tokom Q1 i aprila na međubankarskom deviznom tržištu intervenisala neto prodajom 705 mln evra. Ovako snažnim intervencijama se pored ublažavanja prekomernih dnevnih oscilacija kursa delovalo i na njegov trend. Na ublažavanje deprecijacije delovalo je i zadržavanje referentne kamatne stope (RKS) na praktično nepromenjenom nivou. Poslednje smanjenje referentne kamatne stope NBS desilo se u februaru, kada je ona smanjena za 25 baznih poena (b.p.) – sa 4,5 na 4,25 i do sredine juna nije došlo do njene promene (Grafikon T5-3). Ocenjujemo da je smanjenje referentne kamatne stope trebalo biti brže tokom prethodne dve godine, kada su postojali aprecijacijski pritisci a inflacija bila ispod ciljnog koridora. Kao i u prethodnom broju Kvartalnog monitora, smatramo da je sada, kada postoje deprecijacijski pritisci i kada je referentna kamatna stopa znatno smanjena, neophodna opreznost u daljem snižavanju RKS – referentna stopa bi trebalo da se zadrži na postojećem nivou dok se stanje na deviznom tržištu ne stabilizuje. Međutim, u sadašnjim uslovima svakako bi trebalo smanjiti intervenisanje na deviznom tržištu, jer bilansni efekti promene kursa ne bi bili veliki ali bi umerena deprecijacija značila zbog poboljšanja konkurentnosti privrede Srbije.<sup>2</sup> Ako bi smanjivanje RKS bilo praćeno prodajom deviza na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) to bi značilo vođenje divergentnih monetarnih politika – delovanje na deprecijaciju dinara putem smanjenja RKS i sprečavanje njegove deprecijacije intervencijama na MDT. Ponavljamo da bi intervencije na MDT na strani prodaje deviza mogle biti opravdane u cilju sprečavanja velike deprecijacije dinara, jer bi se u suprotnom mogla ugroziti makroekonomska stabilnost u visokoevroiziranoj privredi Srbije, dok su u slučaju jačanja dinara intervencije na strani kupovine deviza opravdane jer se tako sprečava pogoršanje konkurentnosti privrede Srbije.

**U 2016. godini nije planirana korekcija cene električne energije koja bi pomerila inflaciju ka ciljnom koridoru**

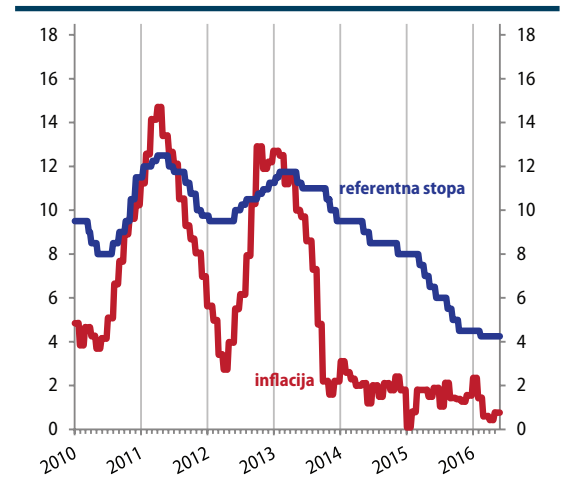
U toku 2016. nije planirano povećanje cene električne energije, budući da za sada o tome ne postoji dogovor između Vlade Republike Srbije i Elektroprivrede Srbije. Cena električne energije za potrošnju u domaćinstvima i u velikom delu uslužnih delatnosti i dalje je ispod tržišne, pa postoji prostor za korekciju koja bi doprinela kretanju inflacije ka ciljnom koridoru i istovremeno ublažila distorzije koje postoje na tržištu energenata (kada je u pitanju izbor energenta za grejanje domaćinstava, električna energija je ravnopravan konkurent centralnom grejanju, čvrstim gorivima i prirodnom gasu, što svakako ne bi trebalo da bude).

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



Izvor: NBS i proračun QM-a

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



Izvor: NBS

### Relativno niska inflacija u Q1

U prvom kvartalu 2016. godine nije došlo do znatnijih promena cena, tako da je ostvarena inflacija od 0,4% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: 0,55% u januaru, -0,05% u februaru i -0,11% u martu. Najveći doprinos inflaciji u Q1 dao je rast cena hrane (rast od 2,67%, doprinos od 0,76 p.p.), od čega najviše rast cene povrća u januaru, dok je cena mesa smanjena, zatim rast cena fiksne telefonije (rast od 9,1%, doprinos od 0,39 p.p.), usluga u kulturi (rast od 4,5%, doprinos

<sup>2</sup> Kada privreda raste, povećava se konkurentnost, čak i uz nepromenjen kurs.

inflaciji od 0,07 p.p.) i u zdravstvu (rast od 0,9%, doprinos od 0,05 p.p.) Dezinflatorno je delovao pad cena naftnih derivata (-3,9%, doprinos od -0,23 p.p.), odeće i obuće (-3,3%, doprinos od -0,15 p.p.) i pad cena u grupi rekreacija i kultura (-2,4%, doprinos od -0,13 p.p.)

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q1 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u aprilu 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u maju 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,05	0,05
Hrana i bezalkoholna pića	32,1	2,5	0,8	0,4	0,13	0,10	0,03
Hrana	28,6	2,7	0,8	0,5	0,13	0,16	0,05
Alkoholna pića i duvan	7,3	0,1	0,0	0,1	0,00	-0,09	-0,01
Duvan	4,7	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Odeća i obuća	4,6	-3,3	-0,2	2,0	0,09	0,23	0,01
Stanovanje, voda struja	13,7	0,0	0,0	-0,4	-0,06	-0,10	-0,01
Električna energija	4,9	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,8	-0,3	0,0	0,1	0,00	0,13	0,01
Zdravstvo	5,0	0,9	0,0	0,0	0,00	0,18	0,01
Transport	12,7	-1,7	-0,2	1,4	0,18	0,37	0,05
Goriva i maziva	5,8	-3,9	-0,2	3,0	0,17	0,88	0,05
Komunikacije	5,1	0,8	0,0	0,1	0,01	-0,30	-0,01
Ostalo	14,7		-0,1		0,02		-0,02

Izvor: RZS i proračun QM-a

#### Umeren rast cena u aprilu i skroman rast u maju

U aprilu je rast cena u odnosu na mart iznosio oko 0,4%. Najveći pozitivan doprinos inflaciji usledio je od rasta cena naftnih derivata (rast od 3,0%, doprinos od 0,17 p.p.), voća (5,2%, doprinos 0,11 p.p.) i povrća (1,1%, doprinos od 0,05 p.p.), obuće (3,2%, doprinos od 0,05 p.p.) i rast cena iz grupe rekreacija i kultura (1,0%, doprinos od 0,06 p.p.) Dezinflatorno je delovao pad cena prirodnog gasa (-11,2%, doprinos od -0,06 p.p.), kao i pad cena nekih grupa hrane (meso, mleko, sir i jaja su ukupno doprineli sa -0,04 p.p.). Cene naftnih derivata su nakon pada u Q1, u aprilu počele da rastu, što je u skladu sa trendom rasta cene sirove nafte na svetskom tržištu, koji je otpočeo sredinom januara. U maju je rast cena iznosio 0,05%, a najveći pozitivan doprinos sledio je od rasta cena nekih grupa hrane (meso i voće) i naftnih derivata (rast od 0,88%, doprinos inflaciji od 0,05 p.p.) Dezinflatorno je delovao sezonski pad cena povrća (pad od 3,12%, doprinos od -0,16 p.p.), smeštaja (pad od 4,37%, doprinos od -0,02 p.p.) i telefonske opreme (pad od 2,66%, doprinos od -0,01 p.p.)

#### Ukupna i noseća inflacija su na relativno niskom nivou

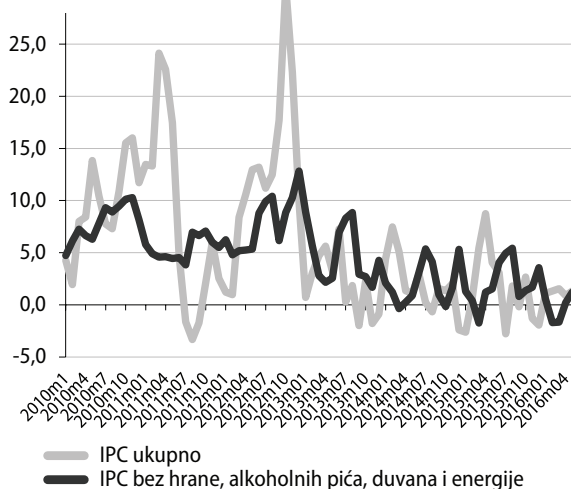
Ukupna inflacija (njen 3m anualizovani prosek) na kraju Q1 iznosi 1,5%, dok je u aprilu opala na 0,9% a u maju porasla na 1,3%. Noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) je na kraju Q1 iznosila -1,7%, u aprilu je porasla na 0,2% a u maju na 1,2%. Relativno velike promene i oscilacije ukupne i noseće inflacije (Grafikon T5-5) odražavaju nagle skokove i promene trenda koje se javljaju u mesečnim promenama cena (smena inflacije i deflacije), dok se njihovo oscilovanje javlja oko niskih vrednosti (niska inflacija na nivou višemesečnog proseka).

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

Tokom 2016. godine očekuje se stabilno kretanje inflacije ali i dalje ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja. Njen povratak unutar granica koridora NBS može se očekivati tak početkom 2017. godine.<sup>3</sup> Na rast inflacije u narednim mesecima uticaće rast cena naftnih derivata i voća i povrća, očekivani dalji rast svetskih cena primarnih proizvoda, postepeno povećanje inflacije u evrozoni, kao i rast agregatne tražnje u Srbiji. Rizici za odstupanje od prognoziranog kretanja postoje u pogledu kretanja cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu, kao i usled dešavanja na međunarodnom finansijskom tržištu. Procenjujemo da će do sada ostvarena deprecijacija dinara imati relativno skroman uticaj na inflaciju u narednom periodu i da će se kretati od 0,3 do 0,5 p.p. (verovatno bliže donjoj granici). Period u kom se inflacija

<sup>3</sup> Izveštaj o inflaciji NBS, maj 2016. godine

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



Izvor: RZS i proračun QM-a

neprekidno nalazi van granica cilja najduži je od kada se primenjuje režim ciljanja inflacije, pa bi kredibilitetu NBS doprinelo ili vraćanje inflacije unutar granica cilja ili promena koridora u skladu sa tekućim očekivanjima kretanja inflacije (koridor od 2,5 do 5,5% je kao cilj postavljen u novembru 2011. godine i od tada nije menjan). U poređenju sa Srbijom (inflacija je u maju za 1,7 p.p. ispod ciljnog koridora), slična ili veća odstupanja od cilja se javljaju u zemljama u okruženju sa sličnim režimom deviznog kursa i sličnim načinom sprovođenja cenovne stabilnosti. U Rumuniji je koridor od 2005. postepeno spušan i trenutno iznosi  $2,5 \pm 1\%$ , dok je inflacija u aprilu  $-2,6\%$  (4,1 p.p. ispod koridora); u Češkoj je koridor  $2,0 \pm 1\%$ , dok inflacija iznosi  $0,5\%$  (0,5 p.p. ispod koridora); u Poljskoj je koridor  $2,5 \pm 1\%$ , dok inflacija iznosi  $-0,5\%$  (2 p.p. ispod koridora). U Mađarskoj

je inflacija takođe znatno ispod ciljnog koridora od  $3,0 \pm 1\%$  i iznosi  $0,3\%$  (1,7 p.p. ispod koridora).

## Devizni kurs

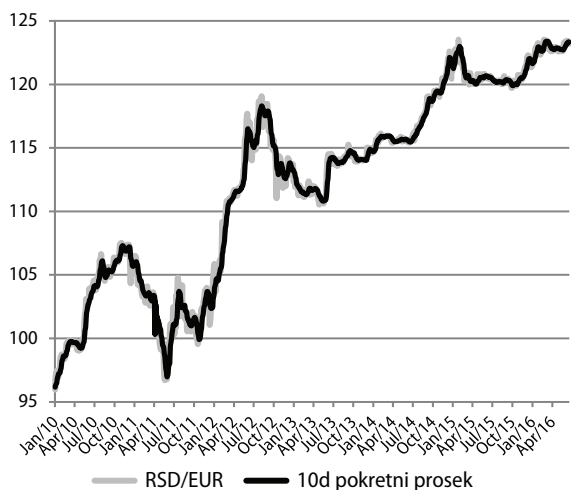
### Umerena deprecijacija tokom Q1, aprecijacija u aprilu i deprecijacija u maju

Deprecijacija dinara tokom Q1 rezultirala je slabljenjem dinara prema evru na kraju kvartala za 1,1% u odnosu na kraj 2015. godine, odnosno za 1,7% na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). U odnosu na američki dolar, dinar je na kraju Q1 ojačao za 2,4%, odnosno oslabio za 1,0% na nivou proseka perioda. U aprilu je usledila aprecijacija dinara u odnosu na evro i na nivou kraja (aprecijacija od 0,25%) i na nivou proseka perioda (aprecijacija od 0,26%), da bi se u maju ponovo javio trend deprecijacije (0,39% na kraju meseca i 0,01% na nivou proseka). Trend deprecijacije je ublažen od strane NBS ali je cena toga bila snažno intervenisanje prodajom deviznih rezervi. Ukupna nominalna deprecijacija dinara tokom Q1 i aprila i maja meseca iznosi 1,2% u odnosu na evro, dok je u odnosu na dolar ostvarena nominalna aprecijacija od oko 0,6%.

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

Tokom prvog kvartala i u aprilu i maju 2016. godine, dinar se u grupi valuta država sa sličnim

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



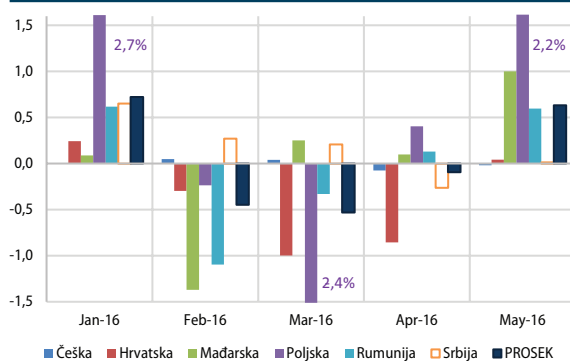
Izvor: NBS

režimom deviznog kursa nalazio među stabilnijima (Grafikon T5-7), velikim delom zahvaljujući trošenju deviznih rezervi NBS. Divergentno kretanje kursa dinara u odnosu na ostale valute sugerise da su pored globalnih postojali i značajni domaći faktori koji su uticali na kurs. Jedan od glavnih faktora koji su u Q1 delovali deprecijacijski jeste politička neizvesnost pred vanredne izbore u Srbiji. Narodna banka Srbije je ublažila ovaj trend (i u izbornom mesecu, aprilu, ga je preokrenula) snažnim intervencijama na strani prodaje deviza. U ostalim zemljama do ovakvih intervencija najverovatnije nije došlo, a kako je politička situacija bila stabilnija nego u Srbiji, nije postojao stalan trend deprecijacije u celom ovom posmatranom periodu, već su se smenjivali periodi umerene deprecijacije i aprecijacije.



Realna deprecijacija u Q1 i u maju, aprecijacija u aprilu

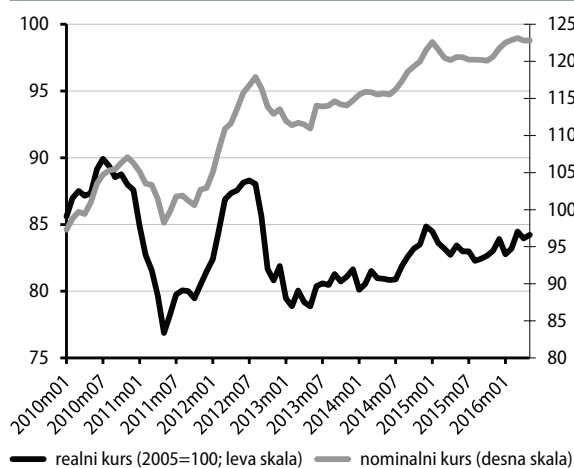
**Grafikon T5-7. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama**



Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a

Napomena: porast označava deprecijaciju.

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



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

Napomena: porast predstavlja deprecijaciju

Dinar je tokom Q1 realno deprecirao za oko 0,7%, dok je tokom aprila usledila realna aprecijacija od 0,6% u odnosu na evro, čime je gotovo u potpunosti poništen ovako stečeni blagi rast konkurentnosti privrede ali je u maju usledila umerena deprecijacija tako da je dinar realno oslabio za oko 0,3%. Nominalno slabljenje dinara u Q1 je rezultovalo znatno nižom realnom deprecijacijom usled deflacije u evrozoni i skromne ali ipak veće inflacije u Srbiji. U aprilu je nominalna aprecijacija dinara dodatno pojačana pozitivnom razlikom inflacija u Srbiji i evrozoni, što je rezultiralo relativno visokom mesečnom realnom aprecijacijom, dok je u maju relativno skromna nominalna deprecijacija bila znatno pojačana većom inflacijom u evrozoni nego u Srbiji. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara u aprilu nalazi se na približnoj vrednosti kao u februaru 2015. godine (Grafikon T5-8).

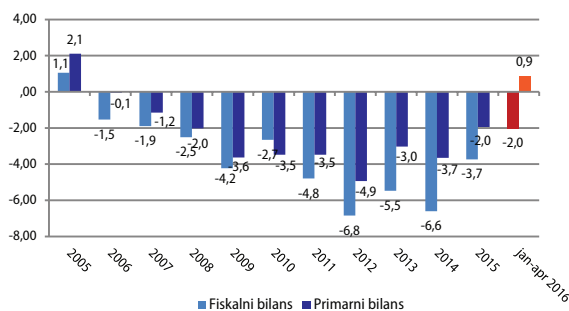
## 6. Fiskalni tokovi i politika

U periodu januar-april ostvaren je fiskalni deficit od 26,7 mlrd. dinara, tj. oko 2% (četvromesečnog) BDP-a, što je znatno manje od plana, usled snažnog rasta poreskih prihoda, jednokratne naplate neporeskih prihoda (od licenci) i odlaganja realizacije nekih rashoda (otpremnine). Realan rast poreskih prihoda za 8,1% u odnosu na isti period prethodne godine je široko rasprostranjen, budući da je povećanje zabeleženo kod svih vrsta poreza, i posledica je bržeg rasta privredne aktivnosti, a verovatno i daljeg suzbijanja sive ekonomije. Javni rashodi su u periodu januar-april zabeležili realan rast, za 7,1%, što je posledica ubrzanja realizacije nekih isplata (subvencije, roba i usluge), potencijalno motivisanih izbornim ciklusom, ali se i pored toga ocenjuje da su rashodi pod kontrolom, te da se ne očekuju veća odstupanja u odnosu na godišnji plan. Pozitivna fiskalna kretanja su nastavljena i u maju, budući da su poreski prihodi budžeta Republike nastavili dvocifreni međugodišnji rast, dok je rast rashoda nastavljen, ali nešto sporije, tako da je u tom mesecu ostvaren budžetski suficit, bez projektnih zajmova, od 1,8 mlrd. dinara. U slučaju nastavka postojećih makroekonomskih i fiskalnih trendova, konsolidovani fiskalni deficit u 2016. godini bi mogao iznositi oko 3% BDP-a, što bi predstavljalo zadovoljavajući rezultat (za 1% BDP-a manje od plana, a za 0,6% BDP-a manje od deficita u 2015.). Ukoliko fiskalni deficit bude manji od 3% BDP-a, bilo bi ekonomski opravdano razliku iskoristiti za povećanje javnih investicija. Za potpunu stabilizaciju javnih finansija neophodno je nastaviti sa smanjenjem deficita za 0,5-0,8% BDP-a godišnje, pre svega kroz smanjenje tekućih rashoda i suzbijanje sive ekonomije, dok se ne dostigne održiv nivo deficita od 0,5-1% BDP-a. Za uspeh konsolidacije ključno je u prvoj godini mandata nove Vlade završiti postupak restrukturiranja i/ili privatizacije javnih i državnih preduzeća, jer bi u suprotnom njihovi gubici u narednim godinama mogli da neutrališu pozitivne efekte fiskalne konsolidacije. Javni dug je na kraju aprila iznosio oko 75% BDP-a, a procenjuje se da će na kraju godine biti nešto iznad tog nivoa.

### Fiskalne tendencije i makroekonomske implikacije

U periodu januar-april ostvaren je fiskalni deficit od 26,7 mlrd. dinar (2% BDP-a)

**Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans i primarni bilans (% BDP)<sup>1</sup>**



Izvor: Obračun QM-a<sup>2)</sup>

U periodu januar-april 2016. ostvaren je osetan rast javnih prihoda, a rast je zabeležen i na strani rashoda, tako da je konsolidovani fiskalni deficit u ovom periodu iznosio 26,7 mlrd. dinara, što je približno 2% (četvromesečnog) BDP-a. Deficit ostvaren u prvom četvromesečju je znatno manji od planiranog, pre svega zbog osetnog realnog povećanja poreskih prihoda (za 8,1%), usled rasta privredne aktivnosti, a moguće i usled suzbijanja sive ekonomije, kao i usled jednokratne naplate naknade za telekomunikacione licence. Realan rast javnih rashoda u prvom četvromesečju je od 7%, posledica je

znatnog povećanja rashoda na robu i usluge, subvencije i kamate, kao i snažnog rasta kapitalnih rashoda. Ipak, procenjuje se da je u ovom slučaju uglavnom reč o promeni unutargodišnje dinamike, te da za sada ne postoje indicije da će godišnji rashodi biti znatno veći od plana.

**Poreski prihodi u prva četiri meseca 2016. su znatno porasli**

Poreski prihodi ostvareni u periodu januar-april realno su veći za 8,1% u odnosu na isti period prošle godine, a visok sezonski rast (za 5,6%) je ostvaren i u poređenju sa poslednjim četvromesečjem 2015. godine. Rast poreskih prihoda je široko rasprostranjen, budući da je povećanje

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

<sup>2</sup> Podaci za 2016. godinu predstavljaju zvaničnu projekciju Ministarstva finansija.

zabeleženo kod svih vrsta poreskih prihoda, pri čemu je najveći doprinos rastu ukupnih poreskih prihoda ostvaren po osnovu realnog rasta prihoda od PDV, akciza<sup>3</sup> i doprinosa za socijalnog osiguranje. Podaci o kretanju prihoda od PDV i akciza u maju ukazuju na nastavak pozitivnih trendova. Polazeći od unutargodišnje dinamike poreskih prihoda u prethodnim godinama, te planova i rezultata ostvarenih u 2016. godini, procenjuje se da će u slučaju nastavka postojećih trendova, poreski prihodi u 2016. biti za oko 1% BDP-a veći od plana, što se ocenjuje kao pozitivno.

**...po osnovu brzog rasta  
privredne aktivnosti  
i suzbijanja sive  
ekonomije**

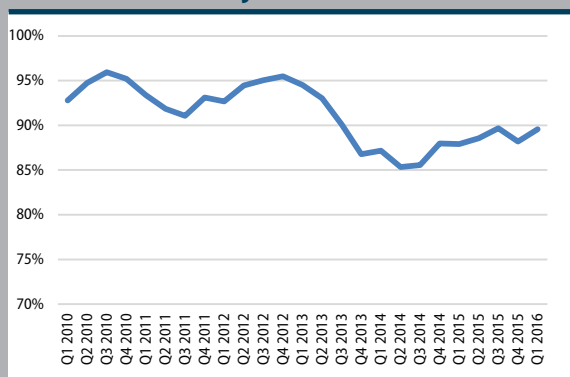
Rast prihoda od PDV i akciza u velikoj meri koincidira sa podacima o rastu prometa, dok rast je prihoda od poreza na dohodak i doprinosa delom posledica blagog poboljšanja na tržištu rada. Stoga se ocenjuje da je rast poreskih prihoda, i u odnosu na prošlu godinu, kao i u odnosu na plan za 2016. posledica brzog rasta privredne aktivnosti i odgovarajućih makroekonomskih poreskih osnovica (potrošnje, dohodaka), ali verovatno i suzbijanja sive ekonomije, budući da se povećanjem stope rasta BDP-a u 2016. sa 1,7% na 2,5% ne objasniti celokupan rast poreskih prihoda (povećanje stope rasta BDP-a za 0,8 pp implicira rast poreskih prihoda za oko 0,3% BDP).

### Okvir 1. Efikasnost naplate PDV-a

Od sredine 2014. godine uočava se brži rast poreskih prihoda nego što bi se moglo očekivati, shodno dinamici drugih makroekonomskih i fiskalnih pokazatelja, te se razlika objašnjava efektima suzbijanja sive ekonomije. To je predstavljalo posledicu primene nekih *ad hoc* mera (češća kontrola izdavanja fiskalnih računa i sl), kao i nekih sistemskih mera, koje su dovele do smanjenja koristi i povećanja troškova poslovanja u sivoj zoni (fleksibilizacija tržišta rada, reforma i pooštavanje kaznene politike za neplaćanje poreza i dr.). Shodno tome, procenjeno je da je u 2015. godini ostvaren rast poreskih prihoda od preko 1% BDP-a po osnovu suzbijanja sive ekonomije, dok ranije studije pokazuju da je potencijal u tom pogledu veći, te da se sistemskim merama na suzbijanju sive ekonomije u srednjem roku mogu ostvariti dodatni poreski prihod od još oko 1% BDP-a godišnje.

U tom pogledu, posebno je bitan trend naplate PDV-a, budući da je reč o pojedinačno najznačajnijem izvoru javnih prihoda (gotovo četvrtina ukupnih prihoda se ostvaruje po ovom osnovu). Osim toga, suzbijanjem sive ekonomije u domenu prometa dobara i usluga, smanjuje se mogućnost finansiranja drugih pojava oblika sive ekonomije, kao što je rad na crno. Jedan od načina za praćenje trendova u efikasnosti naplate PDV-a odnosi se na računanje koeficijenta C-efikasnosti, kojim se *de facto* vrši poređenje (računa količnik) stvarno naplaćenog PDV-a i PDV koji bi trebalo da bude naplaćen, polazeći od pretpostavke da je celokupna lična potrošnja domaćinstava (komponenta C, u rashodnoj strukturi BDP-a) oporeziva PDV-om, po prosečnoj stopi, koja se pak računa na osnovu zakonskih PDV stopa i strukture potrošnje domaćinstava.

### Grafikon T6-2: Anualizovani koeficijent C-efikasnosti u Srbiji



Izvor: Obračun QM-a

Rezultati prikazani na Grafikonu T6-2 ukazuju da je od sredine 2014. godine došlo do rasta efikasnosti naplate PDV, ali da je u poslednja dva kvartala rast efikasnosti naplate PDV-a usporen, iako je efikasnost i dalje znatno ispod nivoa na kojem je bila 2012. godine, pre nego što je došlo do znatnijeg pada finansijske discipline. To može predstavljati posledicu ponovnog otpisa starih poreskih dugova i ublažavanja kaznene politike za neplaćanje poreza, krajem 2015. godine, kao i delovanja drugih faktora. Tako ovi rezultati takođe mogu ukazivati i na to da su dometi do sada primenjenih mera u dobroj meri iscrpljeni, te da je za oset-

<sup>3</sup> Međugodišnji rast prihoda od akciza je ostvaren i kada se isključi efekat uvođenja akciza na električnu energiju, pri čemu je to posledica znatnog rasta prihoda od akciza na naftne derivate, dok je kod prihoda od akciza na duvanske prerađevine zabeležen umeren realan pad.

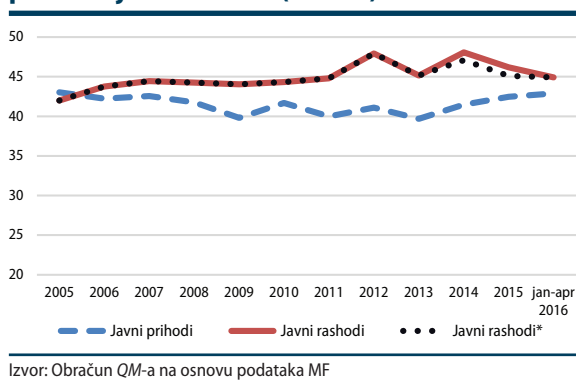
niji dalji napredak u suzbijanju sive ekonomije i neplaćanja poreza, pored neutralisanja poslednjih mera kojima je kaznena politika ublažena, potrebno intenzivirati aktivnosti na temeljnoj reformi Poreske uprave, od čije efikasnosti direktno zavisi stopa naplate PDV-a.

### Neporeski prihodi su visoki, usled jednokratnih prihoda od prodaje licenci

Neporeski prihodi su u prva četiri meseca 2016. godine takođe zabeležili snažan, realan sezonski rast u odnosu na prethodno četvromesečje (za 18%), što je pre svega posledica naplate 12,8 mlrd. dinara prihoda od prodaje licence za telekomunikacione frekvencije, ali i niske osnove za poređenje, budući da je najveći deo neporeskih prihoda u 2015. naplaćen već početkom te godine. U odnosu na isti period prethodne godine zabeležen je njihov blagi realan pad, takođe zbog pomenute dinamike naplate neporeskih prihoda u prošloj godini. Iako su neporeski prihodi u periodu januar-april veći od očekivanih, polazeći od unutargodišnje dinamike u prethodnim godinama, procenjuje se da će na nivou cele godine oni biti na planiranom nivou.

### Javni rashodi su u prva četiri meseca ostvarili osetan rast

**Grafikon T6-3. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)<sup>4</sup>**



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

s obzirom da je prvi kvartal 2015. bio predizborni, kao pozitivno se ocenjuje to što nije došlo do trajnog povećanja rashoda (npr. povećanje plata, penzija, subvencija i dr.). Budući da proces racionalizacije broja zaposlenih ne ide u skladu sa planiranom dinamikom, rashodi na otpremnine su ovom periodu su bili manji od planiranih (za oko 5 mlrd. dinara), što je uticalo da rast rashoda bude manji nego što bi bio da su rashodi na otpremnine realizovani u skladu sa planom. Kapitalni rashodi su u prva četiri meseca 2016. bili realno veći za 31% u odnosu na isti period prethodne godine, a visok realan (sezonski) rast, za 12,9%, ostvaren je i u odnosu na prethodno četvromesečje, što ukazuje na nastavak trenda efikasnije realizacije infrastrukturnih projekata, započetog sredinom prošle godine. Ipak, i ako budu realizovani u skladu sa planom, kapitalni rashodi će u 2016. godini iznositi oko 2,9% BDP-a, što je za oko 1,5% BDP-a manje od proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope i nivoa koji je potreban za osetnije unapređenje kvaliteta infrastrukture. Ako se pozitivni trendovi nastave, i proceni se da bi fiskalni deficit u 2016. godini mogao biti manji od 3% BDP-a, razliku bi bilo opravdano iskoristiti za povećanje javnih investicija (npr. otpočinjanje realizacije nekog od infrastrukturnih projekata za koje je projektna dokumentacija spremna ili se može spremati u kratkom roku). Na taj način bi se dao dodatni podsticaj rastu privredne aktivnosti, budući da uticaj javnih investicija na BDP nije zanemarljiv, a da se time ne utiče na kredibilitet fiskalne konsolidacije, jer bi se fiskalni deficit od 3% BDP-a u ovoj godini mogao smatrati zadovoljavajućim rezultatom. Rashodi na zaposlene i na penzije su nastavili blagi realan pad (za 1% i 0,4% respektivno), usled nastavka politike zamrzavanja zapošljavanja u javnom sektoru, otpočinjanja procesa racionalizacije broja zaposlenih i postepenog delovanja efekata parametarske penzijske reforme iz sredine 2014. godine.

<sup>4</sup> Javni rashodi\* su korigovani za jednokratne izdatke na subvencije i penzije u decembru 2014. i 2015. godine

<sup>5</sup> Kao osnov za poređenje u odnosu na četvromesečje korišćen je iznos korigovanih javnih rashoda u periodu septembar-decembar 2015, što znači da su isključeni veliki jednokratni izdaci po osnovu preuzimanja duga prema penzionerima i duga Srbijagasa prema Gazpromu. U odnosu na nekorigovani iznos, javni rashodi su u prva četiri meseca 2016. ostvarili realan sezonski rast od 1% u odnosu na prethodni četvromesečni period.

**Pozitivna fiskalna kretanja su nastavljena i u maju**

Pozitivna fiskalna kretanja su nastavljena i u maju. Tako su u tom mesecu prihodi budžeta Republike bili za oko 12,3% realno veći nego u istom mesecu prethodne godine, pre svega po osnovu snažnog međugodišnjeg rasta prihoda od PDV i akciza, ali dok je na strani rashoda takođe zabeležen rast (2,3%), ali znatno sporiji nego u prethodnim mesecima. Posledično, u maju je ostvaren suficit u budžetu Republike od 1,8 mlrd. dinara, dok je na nivou prvih pet meseci ostvaren deficit budžeta Republike od 11,2 mlrd. dinara (bez projektnih zajmova), dok se sa rashodima realizovanim iz projektnih zajmova deficit budžeta Republike procenjuje na oko 22 mlrd. dinara, što je znatno manje u odnosu na plan.

Kao i u prethodnim godinama, u budžetima lokalnih samouprava je u prva četiri meseca 2016. ostvaren konsolidovani suficit, od 1,5 mlrd. dinara, što ukazuje na postojanje sistemskog odstupanja prihoda kojima lokalne samouprave raspolažu i funkcija koje obavljaju. Shodno tome, neophodno je već na početku mandata Vlade i Parlamenta, usvojiti predloženi nacrt Zakona o finansiranju lokalnih samouprava, kojim bi ova neravnoteža bila otklonjena, a lokalne samouprave bile sistemski podstaknute na efektivnije ubiranje izvornih prihoda i produktivnije trošnje sredstava, pre svega kroz povećanje javnih investicija.

**Ako se nastave postojeći trendovi fiskalni deficit bi u 2016. mogao iznositi oko 3% BDP-a**

Ako se makroekonomski i fiskalni trendovi ostvareni u prva četiri meseca 2016. godine nastave, te da ne dođe do vanrednih izdataka, procenjuje se da će konsolidovani fiskalni deficit u ovoj godini biti za oko 1% BDP-a manji od planiranog, tj. da će iznositi oko 3% BDP-a. To bi predstavljalo zadovoljavajući nastavak fiskalnog prilagođavanja, budući da bi u tom slučaju deficit u 2016. bio za oko 0,7% BDP-a manji nego u 2015. godini. Kao pozitivno se ocenjuje i to što bi se dalje fiskalno prilagođavanje ostvarivalo kroz rast poreskih prihoda, bez povećanja poreskih stopa.

**Za trajnu stabilizaciju neophodno je deficit spustiti na 0,5-1% BDP-a u naredne tri godine**

Ipak, fiskalni deficit od 3% BDP-a i dalje ne obezbeđuje dugoročnu stabilizaciju i obaranje nivoa javnog duga. Za trajnu stabilizaciju javnih finansija neophodno je u naredne tri godine fiskalni deficit spustiti na oko 0,5-1% BDP-a, i to pre svega kroz smanjenje tekuće potrošnje, smanjenjem rashoda na penzije i plate, kroz njihovo nominalno zamrzavanje i dovršetak racionalizacije broja zaposlenih, kao i kroz smanjenje rashoda na subvencije, kao i putem daljeg povećanja poreskih prihoda, kroz efikasniju naplatu poreza (suzbijanje sive ekonomije) i jačanje finansijske discipline. Istovremeno je potrebno povećavati kapitalne rashode za oko 0,5% BDP-a godišnje, dok ne dostignu nivo od 4,5% BDP-a, pri tome vodeći računa dinamici približavanja ciljanom fiskalnom deficitu. Pored toga, uspeh u konsolidaciji javnih finansija suštinski zavisi od toga koliko će se brzo i temeljno sprovesti restrukturiranje i/ili privatizacija javnih, društvenih i državnih preduzeća. S obzirom da je reč o potencijalno velikim generatorima kvazifiskalnog deficita, koji bi se nakon toga prelio i na državni budžet, a imajući u vidu da je u prethodnom periodu u ovom pogledu nedovoljno urađeno, neophodno je da ovaj segment reformi bude postavljen kao ključni prioritet u prvoj godini mandata Vlade. Takođe bi bilo adekvatno da nova Vlada već na početku definiše kvantitativne fiskalne ciljeve koje želi da ostvari do kraja mandata, kao i mere kojima namerava da te ciljeve ostvari, te vremensku dinamiku njihove realizacije. To bi, uz obavezivanje na nastavak aktivnosti na realizaciji programa sa MMF-om, imalo pozitivan efekat na kredibilitet procesa fiskalne konsolidacije, a zatim i na kreditni rejting zemlje i uslove zaduživanja.

**Analiza kretanja javnog duga****Javni dug Srbije na aprila 2016. iznosio je 24,3 mlrd. evra (73,7% BDP-a)...**

Na kraju aprila 2016. godine javni dug Srbije iznosio je 24,3 mlrd. evra (73,7% BDP), a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica oko 75% BDP-a.

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

Javni dug je na kraju aprila 2016. bio za oko 540 miliona evra niži nego na kraju 2015. godine, što je posledica niskog deficita u navedenom periodu (koji je iznosio oko 200 miliona evra), koji je (kao i dospele glavnice dugova) finansiran iz prethodno formiranih depozita države, kao i usporavanja zaduživanja države pred izbore, usled rasta rizika. Na pad javnog duga uticala je i osetna apresijacija dinara prema dolaru, za preko 3% od početka godine (usled čega je dug nominalno smanjen za oko 200 miliona evra), kao i smanjenje indirektnih obaveza države (za oko 100 miliona evra). Iako indirektni dug nastavlja da pada, fundamentalni uzroci njegovog prethodnog rasta još uvek nisu otklonjeni, budući da poslovno-finansijsko restrukturiranje preduzeća koja su bila

najveći uzroci rasta indirektnog duga (Srbijagas, petrohemijski kompleks, EPS, RTB Bor i dr.) nije izvršeno, a u nekim slučajevima ni započeto. Na relativni pad javnog duga, pored navedenih faktora uticao je i rast BDP-a ostvaren u prva četiri meseca 2016. godine.

Stabilizacija poslovanja nekih od navedenih preduzeća je u bitnoj meri posledica niske cene energenata (Srbijagas, petrohemijski kompleks). S obzirom da je svetska cena gasa relativno volatilna, a da je znatan deo indirektnog javnog duga nastao usled finansiranja prodaje gasa krajnjim korisnicima u prethodnim godinama po ceni ispod tržišne, iz perspektive efikasnosti, ali i pravičnosti bi bilo opravdano uštede koje se sada ostvaruju po osnovu niske cene gasa delom iskoristiti za prebacivanje dela tereta finansiranja starih dugova sa budžeta Republike na Srbijagas, umesto za dalje smanjenje cene. Na ovaj način bi se teret finansiranja starih dugova delimično prebacio sa svih poreskih obveznika, na tekuće potrošače gasa, od kojih je najveći deo njih u prethodnim godinama i ostvarivao koristi po osnovu potrošnje gasa po ceni ispod tržišne.

**Preporučuje se olakšavanje kupovine državnih obveznica od strane građana**

S obzirom na relativni višak likvidnosti u finansijskom sektoru, usled čega su kamatne stope na depozite u bankama niske, bilo bi opravdano olakšati kupovinu državnih obveznica od strane građana (npr. preko komercijalnih banaka). Time bi se dodatno povećala tražnja za državnim obveznicama, što bi se pozitivno odrazilo na troškove finansiranja države, a građanima bi se učinila dostupnija mogućnost plasiranja štednje u isplativije finansijske instrumente od bankarskih depozita.

**Tabela T6-4. Srbija: Javni dug<sup>1</sup> 2000-2016.**

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra												
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	april 2016
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	22,0
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	8,9
Spoljni dug	10,1	5,4	4,7	4,6	4,7	4,4	5,9	7,2	8,6	10,2	12,0	13,4	13,1
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	2,3
<b>III. Javni dug (I+II+III)</b>	<b>14,2</b>	<b>10,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,2</b>	<b>14,5</b>	<b>17,7</b>	<b>20,1</b>	<b>22,8</b>	<b>24,8</b>	<b>24,3</b>
<b>Javni dug/BDP (MF)</b>	<b>201,2%</b>	<b>50,2%</b>	<b>35,9%</b>	<b>29,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>32,8%</b>	<b>41,8%</b>	<b>45,4%</b>	<b>56,2%</b>	<b>59,6%</b>	<b>70,4%</b>	<b>75,5%</b>	<b>71,3%</b>
<b>Javni dug/BDP (OM)<sup>3</sup></b>	<b>169,3%</b>	<b>52,1%</b>	<b>36,1%</b>	<b>29,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>32,8%</b>	<b>41,9%</b>	<b>44,4%</b>	<b>56,1%</b>	<b>59,4%</b>	<b>70,4%</b>	<b>75,6%</b>	<b>73,7%</b>

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

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije

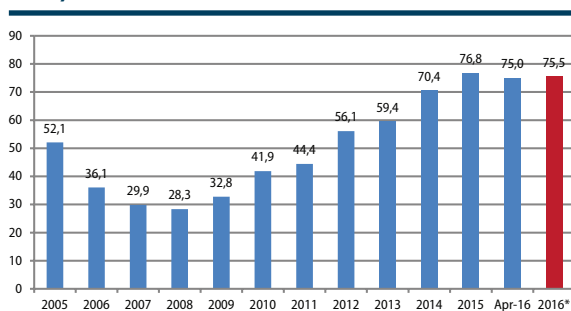
3) Procena QM (Kao osnov za poređenje koristi se suma nominalnog BDP u tekućem i u prethodna tri kvartala)

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

**Javni dug na kraju 2016. mogao bi da iznosi oko 75,5% BDP-a**

Smanjenje javnog duga ostvareno u prva četiri meseca 2016. godine većim delom je posledica delovanja privremenih i egzogenih faktora (finansiranje obaveza iz formiranih depozita, apresijacija kursa dinara prema dolaru i dr.). Stoga ukoliko fiskalni deficit u 2016. godini bude iznosio oko 3% BDP-a i bude finansiran novim zaduživanjem, a revidirane procene privrednog rasta budu ostvarene, te se nastavi blaga depresijacija dinara prema evru (za 1% do kraja godine), i ne bude većih oscilacija kursa prema dolaru, kao ni ponovnog rasta garantovanog duga, javni dug Srbije na kraju godine bi mogao iznositi oko 74% BDP-a, a sa dugom lokalnih zajednica preko 75,5% BDP-a. Eventualno preuzimanje dugova nekih državnih ili društvenih preduzeća ili izdavanje novih garancija za njihovo zaduživanje, učinilo bi da javni dug na kraju godine bude srazmerno veći od navedene procene.

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



Izvor: Obračun QM-a

## Prilozi

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

	2010	2011	2012	2013	2014					2015				2016	
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	jan-apr
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>1.278,4</b>	<b>1.362,6</b>	<b>1.472,1</b>	<b>1.538,1</b>	<b>352,9</b>	<b>403,3</b>	<b>407,6</b>	<b>457,0</b>	<b>1.620,8</b>	<b>380,5</b>	<b>424,7</b>	<b>432,5</b>	<b>457,1</b>	<b>1.694,8</b>	<b>565,6</b>
1. Tekući prihodi	1.215,7	1.297,9	1.393,8	1.461,3	334,9	383,7	385,4	436,8	1.540,8	379,5	422,7	430,6	454,8	1.687,6	563,6
Poreski prihodi	1.056,5	1.131,0	1.225,9	1.296,4	301,3	348,7	344,8	375,1	1.369,9	324,9	368,7	373,3	396,7	1.463,6	487,6
Porez na dohodak	139,1	150,8	35,3	156,1	32,2	35,1	36,9	42,2	146,5	32,5	35,6	37,6	41,1	146,8	47,6
Porez na dobit	32,6	37,8	54,8	60,7	15,5	29,8	14,2	13,2	72,7	13,0	25,9	11,5	12,2	62,7	19,1
PDV	319,4	342,4	367,5	380,6	93,6	97,0	101,7	117,3	409,6	96,2	100,1	108,2	111,6	416,1	147,3
Akcize	152,4	170,9	181,1	204,8	42,9	55,2	58,4	56,0	212,5	46,3	57,2	63,8	68,5	235,8	77,3
Carine	44,3	38,8	35,8	32,5	7,3	7,5	7,8	8,6	31,2	7,9	7,9	8,3	9,2	33,3	11,4
Doprinosi	323,0	346,6	378,9	418,3	99,3	109,8	110,7	120,6	440,3	115,6	125,9	126,7	137,5	505,7	18,6
Ostali poreski prihodi	46,0	43,5	42,6	43,5	10,7	14,3	15,1	17,2	57,3	13,4	16,0	17,2	16,6	63,3	166,3
Neporeski prihodi	159,2	36,9	37,9	34,9	33,7	35,0	40,5	61,7	170,9	54,6	54,1	57,3	58,1	224,0	76,1
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>-1.419,5</b>	<b>-1.526,1</b>	<b>-1.717,3</b>	<b>-1.750,2</b>	<b>-421,0</b>	<b>-448,3</b>	<b>-447,4</b>	<b>-562,2</b>	<b>-1.878,9</b>	<b>-401,7</b>	<b>-438,9</b>	<b>-448,3</b>	<b>-555,1</b>	<b>-1.844,0</b>	<b>592,3</b>
1. Tekući rashodi	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-1.549,8	-381,7	-393,6	-398,0	-454,7	-1.628,0	-383,8	-406,0	-410,4	-496,3	-1.696,6	549,6
Rashodi za zaposlene	-308,1	-342,5	-374,7	-392,7	-95,7	-97,9	-96,4	-98,6	-388,6	-98,8	-104,3	-103,1	-112,9	-419,2	134,0
Kupovina roba i usluga	-202,5	-23,3	-235,7	-236,9	-50,9	-58,3	-60,2	-87,4	-256,8	-50,9	-58,8	-65,0	-82,8	-257,6	80,2
Otplata kamata	-34,2	-44,8	-68,2	-94,5	-35,5	-28,6	-26,8	-24,2	-115,2	-40,6	-32,7	-32,4	-24,2	-129,9	58,9
Subvencije	-77,9	-80,5	-111,5	-101,2	-19,4	-23,7	-27,9	-46,1	-117,0	-18,7	-23,8	-25,3	-66,9	-134,7	28,5
Socijalni transferi	-579,2	-609,0	-652,5	-687,6	-170,7	-172,4	-172,8	-181,0	-696,8	-166,7	-173,8	-174,8	-194,6	-710,0	230,9
od čega: penzije <sup>5)</sup>	-394,0	-422,8	-473,7	-498,0	-125,0	-126,9	-128,0	-128,1	-508,1	-121,0	-122,8	-122,1	-124,3	-490,2	163,4
Ostali tekuci rashodi	-22,9	-31,7	-37,4	-36,9	-9,6	-12,6	-14,0	-17,5	-53,7	-8,1	-12,5	-9,9	-14,8	-45,3	17,2
2. Kapitalni rashodi <sup>6)</sup>	-105,1	-111,1	-126,3	-84,0	-13,9	-25,3	-23,7	-33,7	-96,7	-10,5	-23,8	-29,7	-50,5	-114,5	31,0
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	-7,9	-3,4	-5,9	-8,2	-12,1	-29,7	-6,9	-8,2	-7,5	-7,5	-30,1	10,8
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	-35,6	-5,2	-5,8	-0,3	-44,1	-55,4	-0,5	-0,9	-0,7	-0,7	-2,7	0,9
<b>III KONSOLIDOVANI BILANS</b>	<b>-141,0</b>	<b>-163,5</b>	<b>-245,2</b>	<b>-212,1</b>	<b>-68,1</b>	<b>-45,0</b>	<b>-39,8</b>	<b>-105,2</b>	<b>-258,1</b>	<b>-21,2</b>	<b>-14,2</b>	<b>-15,8</b>	<b>-98,0</b>	<b>-149,1</b>	<b>-26,7</b>

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

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

	2010	2011	2012	2013	2014					2015				2016	
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	jan-apr
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>6,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,4</b>
1. Tekući prihodi	-1,5	-4,4	0,1	-2,6	-0,3	4,3	2,8	5,7	3,3	6,8	3,3	5,3	-1,4	3,3	6,4
Poreski prihodi	-2,5	-4,1	1,0	-1,7	-1,0	6,4	3,8	4,3	3,5	1,3	-1,1	1,6	-0,4	0,3	8,1
Porez na dohodak	-3,9	-2,9	2,1	-12,2	-17,8	-13,5	0,8	-1,7	-8,1	0,1	-0,3	0,2	-4,1	-1,2	5,2
Porez na dobit	-3,6	3,9	35,1	2,9	-18,0	165,3	-9,5	-18,1	17,4	-17,1	-14,5	-20,1	-8,7	-15,0	1,4
PDV	-0,7	-4,0	0,0	-3,8	4,3	-3,6	5,4	15,1	5,4	1,9	1,5	4,7	-6,2	0,2	11,1
Akcize	4,2	0,6	-1,2	5,1	-1,7	0,8	9,5	-2,4	1,6	7,1	1,9	7,6	20,5	9,4	17,0
Carine	-14,9	-21,5	-14,0	-15,6	-4,4	-7,0	-6,9	-7,3	-6,5	9,1	4,0	4,9	5,9	5,9	6,2
Doprinosi	-6,5	-3,9	1,9	2,6	3,6	29,1	28,1	0,5	3,1	-1,2	-3,0	-2,4	-1,8	-2,1	10,0
Ostali poreski prihodi	14,5	-15,2	-8,8	-5,2	12,1	8,2	0,8	44,1	29,2	24,1	9,9	12,4	-4,5	8,9	3,4
Neporeski prihodi	5,8	-6,1	-6,2	-8,7	6,0	-13,1	-5,1	15,1	1,5	58,8	49,0	37,9	-7,8	27,9	-3,2
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>14,8</b>	<b>5,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>7,0</b>
1. Tekući rashodi	-2,2	3,1	4,1	-2,7	6,0	0,4	-1,2	6,5	2,9	-4,5	-3,0	-2,6	3,6	-1,4	4,8
Rashodi za zaposlene	-5,9	0,4	2,0	-2,6	-0,6	-2,0	-3,0	-6,5	-3,1	-12,9	-11,3	-10,6	-4,1	-9,7	-1,0
Kupovina roba i usluga	-0,3	4,3	1,5	-6,6	-0,1	3,4	-1,6	19,1	6,2	-1,0	-0,8	6,3	-6,5	-1,1	12,4
Otplata kamata	-0,3	17,4	41,9	28,8	82,9	2,2	-3,4	13,6	19,3	13,2	12,2	19,2	-1,5	11,2	11,0
Subvencije	40,6	7,4	29,1	-15,6	-0,8	6,0	-3,8	41,9	13,2	-4,1	-1,4	-10,6	43,3	13,6	13,9
Socijalni transferi	13,9	5,8	-0,1	-2,1	2,4	-2,2	-1,8	-1,2	-0,7	-3,2	-0,9	-0,4	6,0	0,5	1,3
od čega: penzije <sup>5)</sup>	-3,9	3,9	4,4	-2,3	1,5	0,0	0,2	-2,0	-0,1	-4,1	-4,9	-6,0	-4,3	-4,8	-0,4
Ostali tekuci rashodi	-6,1	23,9	9,9	-8,4	31,1	36,2	43,1	55,0	42,6	-15,8	-2,4	-30,5	-16,6	-16,7	46,4
2. Kapitalni rashodi <sup>6)</sup>	-11,8	5,3	6,0	-38,2	1,4	41,5	-12,8	25,2	12,7	-25,4	-7,4	23,2	47,8	16,8	64,1
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	248,7	40,7	439,8	417,0	310,5	267,8	98,8	34,8	-9,7	-38,3	0,1	14,4
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	44,2	-36,1	45,5	-97,4	237,4	52,2	-90,9	-85,2	126,3	-98,4	-95,1	24,2

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

## 7. Monetarni tokovi i politika

Inflatorni pritisci su nastavili da slabe u Q1 usled čega je zabeležena deflacija na mesečnom nivou u februaru i martu. Monetarna politika je delimično relaksirana u februaru, kada je NBS smanjila referentnu kamatnu stopu za 25 baznih poena što je ujedno i jedina korekcija u prvih šest meseci ove godine. Usled nestabilnosti na deviznom tržištu i jačanja deprecijacijskih pritisaka, NBS je neto prodajom deviza od 705 miliona u periodu januar-april de facto sprovedila restriktivnu politiku na tržištu novca što se nastavilo zaključno sa majom mesecom. Usled toga je u Q1 zabeleženo značajno smanjenje neto sopstvenih rezervi NBS koje su uzrokovale pad primarnog novca od 13,4% vrednosti sa početka godine. Posmatrano od početka godine smanjenje je zabeležila i M2 dok su međugodišnje realne stope rasta kredita privredi ponovo negativne. U bankarskom sektoru je u Q1 zabeležen rast plasmana ali samo zahvaljujući rastu zaduženosti države i blagom povećanju neto plasmana stanovništvu. Za to vreme privreda se razduživala prema domaćim bankama ali i po osnovu prekograničnih kredita, usled čega je nivo plasmana privredi u Q1 iz domaćih i stranih izvora zabeležio pad od 500 miliona evra. Kreditni potencijal bankarskog sektora je takođe smanjen po osnovu razduživanja domaćih banaka prema inostranstvu u kombinaciji sa padom depozita privrede. Podaci o učešću loših kredita pokazuju povećanje u odnosu na kraj prethodne godine, koje je delimično posledica pada kreditne aktivnosti ali se jedan deo duguje i apsolutnom povećanju iznosa loših kredita.

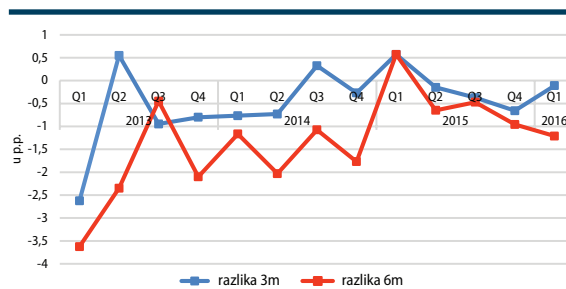
### Centralna banka: bilans i monetarna politika

*Referentna kamatna stopa korigovana u februaru...*

*... ali se inflacija i dalje udaljava od ciljanog okvira*

Smanjenje inflatornih pritisaka nastavljeno je i u Q1, usled čega se stopa inflacije sa 0,6% međugodišnje dodatno udaljila od donje granice ciljanog okvira NBS za ovu godinu. Nakon ponovnog pada u aprilu na 0,4% međugodišnje, u maju je zabeleženo povećanje inflacije na 0,7% međugodišnje. I pored toga NBS nije značajnije menjala svoju monetarnu politiku ograničavajući se samo na smanjenje referentne kamatne stope u februaru za 0,25 procentnih poena (p.p.). Nakon te promene referentna kamatna stopa trenutno iznosi 4,25% (Tabela T7-2) i prema poslednjem izveštaju o inflaciji NBS ne planira dalja smanjenja. Fokus politike NBS je u prethodnom periodu očigledno bio pomeren ka stabilizaciji deviznog kursa ako se uzme u obzir da se inflacija praktično već dve godine nalazi izvan ciljanog okvira. To potvrđuju i podaci o intenzitetu intervencija na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) ali i konstanto precenjivanje očekivanog kretanja inflacije u relativnom kratkom roku od 3 do 6 meseci (Grafikon T7-1). Dodatni problem koji se javlja je očigledna suprotstavljenost međusobnih ciljeva – stabilnost kursa i vraćanje inflacije

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



Izvor: NBS

na nivo od 4% sa dozvoljenim odstupanjem  $\pm 1,5$  p.p. do kraja godine. Usled deprecijacijskih pritisaka koji su počeli krajem 2015. godine, NBS je bila neto prodavac deviza na MDT u iznosu od 980 miliona evra u periodu u prethodnih osam meseci. Posledica ovih intervencija je sterilizacija novčane mase koja u kombinaciji niske domaće tražnje dodatno usporava vraćanje inflacije u ciljani okvir. Eventualna dalja relaksacija monetarne politike bi usled odsustva oporavka kreditne tražnje vodila seljenju kapitala u inostranstvo čime bi se ponovo pokrenula spirala intervencija NBS na MDT.



Trenutno situacija pokazuje nemogućnost NBS da instrumente monetarne politike koristi u cilju vraćanja inflacije u propisani interval bez negativnih posledica po kurs dinara a time i nivo javnog duga ali i učešća loših kredita u bankarskom sektoru. Devizni kurs i loši krediti već duži niz godina značajno smanjuju efikasnost monetarne politike NBS usled čega se postavlja pitanje zašto se ne ubrza rešavanja ovih problema barem u meri koja je moguća uzimajući u obzir i veliki stepen evroizovanosti privrede Srbije.

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

	2014				2015				2016
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
Repo stok (u milionima evra)	783,96	824,19	387,39	69,48	2,85	168,72	508,19	253,24	246,50
Repo stopa NBS	9,50	8,50	8,50	8,00	7,50	6,00	5,00	4,50	4,25
repo stopa korigovana za inflaciju	4,38	5,09	6,78	10,63	-1,13	3,08	5,00	6,66	2,60
repo stopa korigovana za promene kursa	5,28	7,08	0,03	-1,94	11,33	5,70	6,29	-0,76	-0,34
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-800,00	-630,00	-855,00	-1620,00	170,00	290,00	730,00	520,00	-555,00
	<b>kumulativni, u % od stanja početnog M2<sup>1)</sup></b>								
Neto sopstvene rezerve <sup>2)</sup>	-31,2	-4,9	2,0	-4,5	21,4	22,5	35,9	41,4	-14,89
Neto Domaća aktiva (NDA)	12,2	-11,4	-7,6	10,6	-18,2	-16,2	-33,6	-27,9	1,45
Dinarski depoziti države <sup>3)</sup>	3,3	-14,6	-24,3	-6,4	-5,3	-0,5	-10,8	-7,7	1,32
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>4)</sup>	9,2	6,5	28,9	31,2	2,4	-3,4	-14,5	-5,9	0,16
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>5)</sup>	-0,3	-3,4	-12,2	-14,2	-15,2	-12,3	-8,2	-14,2	-0,03
Primarni novac	-19,0	-16,3	-5,6	6,1	3,2	6,3	2,3	13,5	-13,44
od čega: gotovina u opticaju	-5,2	-3,5	0,5	2,5	-4,7	-3,4	-1,4	2,7	-2,16
od čega: slobodne rezerve	-12,1	-11,6	-7,3	-0,4	7,4	8,1	3,7	14,5	-9,03
	<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>								
Narodna banka Srbije, neto	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	676,36	561,44	762,45	667,97	-865,84
Bruto rezerve	-793,11	-1.090,74	-276,23	-1.309,69	638,67	440,86	613,29	508,46	-880,04
Obaveze	184,49	365,52	446,02	531,66	37,69	120,58	149,16	159,52	14,21
MMF	182,35	364,90	446,72	539,97	39,37	106,55	129,87	141,97	8,10
Ostale obaveze	2,14	0,61	-0,70	-8,31	-1,67	14,04	19,29	17,54	6,10
<b>STRUKTURA NETO REZERV NBS</b>									
1. Narodna banka Srbije, neto	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	676,36	561,44	762,45	667,97	-865,84
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-125,77	91,72	28,90	610,69	-20,68	-29,93	65,59	100,98	331,11
1.2 Depoziti države	144,17	541,44	-162,64	48,59	-47,99	107,13	194,81	393,89	65,30
1.3 NBS sopstvene rezerve	-590,22	-92,05	36,05	-118,75	607,70	638,64	1.022,85	1.162,84	-469,43
(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.

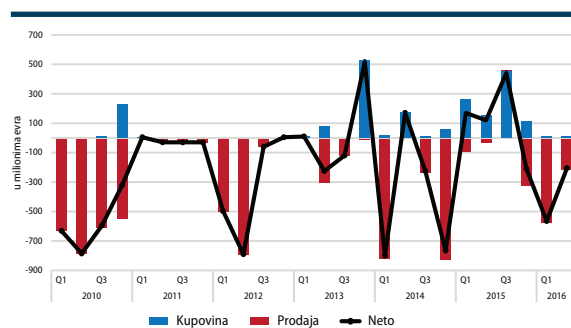
3) U „država“ uključeni su svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

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.

Pojačane intervencije  
NBS u Q1 na MDT...

... usled nastavljanja  
deprecijacijskih  
pritisaka

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


Izvor: NBS

Rast deprecijacijskih pritisaka sa kraja 2015. godine nastavljen je i u Q1 usled čega je NBS ponovo bila neto prodavac deviza na MDT. Za ublažavanja preteranih dnevnih oscilacija kursa NBS je u Q1 neto prodala 565 miliona evra dok je zaključno sa aprilom taj iznos narastao na 705 miliona evra (u Q4 2015. godine NBS je bila neto prodavac u iznosu od 210 miliona evra, Grafikon T7-3). Iznos intervencija već sada je na nivou neto iznosa sredstava koja su korišćena za stabilizaciju kursa tokom 2015. godine, čemu je najviše doprineo izborni period ali i dešavanja na međunarodnom tržištu kapitala. Kao posledica prodaje deviza na MDT neto sopstvene

rezerve NBS su u Q1 opale za 14,9% od vrednosti primarnog novca sa početka godine, odnosno 469 miliona evra čime je značajno sterilisana novčana masa. To je u najvećoj meri i uticalo na pad primarnog novca u Q1 od 424 miliona evra što predstavlja 13,4% od vrednosti sa početka godine.

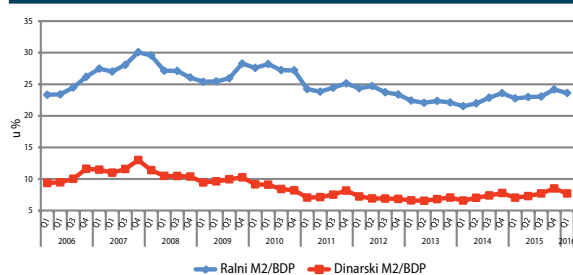
## Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

**U Q1 ostvaren je rast M2 na međugodišnjem nivou...**

**... ali se od početka godine javlja pad usled smanjenja NSA**

Na tržištu novca od početka godine zabeleženo je blago povećanje nominalne stope rasta M2<sup>1</sup> koja iznosi 7,9% međugodišnje (u Q4 stopa rasta iznosila je 7,2% međugodišnje, Tabela T7-5). Deo zabeleženog povećanja duguje se nešto višem nivou kreditne aktivnosti u odnosu na isti period prošle godine, usled čega nominalni rast kredita nedržavnom sektoru iznosi 2,2% međugodišnje. Kada se isključe kursne promene, rast je ipak dosta niži i iznosi 0,6% međugodišnje što je i najniža vrednost u poređenju sa prethodna četiri kvartala. Realne stope rasta usled izrazito niske inflacije u Q1 nisu bitnije uticale na prethodne vrednosti osim u slučaju kredita nedržavnom sektoru kod kojeg se beleži praktično nepromenjeno stanje na međugodišnjem nivou. U okviru kredita nedržavnom sektoru realna stopa rasta kredita stanovništvu iznosi 3,2% međugodišnje ali se kod kredita privredi ponovo beleži negativna stopa od -2% međugodišnje. U Q1 novčana masa M2 je zabeležila pad od -1% od svoje vrednosti sa početka godine čemu je najviše doprineo pad neto strane aktive (NSA) od -2,3% od vrednosti početnog M2 usled zabeleženog odliva deviza po osnovu razduživanja banaka i privrede prema inostranstvu ali i po osnovu portfolija investicija.

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



Izvor: Proračun QM-a

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

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

Izvor: NBS

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

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

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

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

Među elementima koji su u Q1 uticali na nominalni rast M2 od 7,9% međugodišnje, izdvaja se M1 koji je doprinio ukupnom rastu sa 5,1 p.p. i time ponovo predstavljao najznačajniji element u ukupnom rastu. Devizni depoziti su takođe pozitivno uticali sa 3,6% p.p. u ukupnom rastu, dok je stanje štednih i oročenih depozita smanjeno u odnosu na prošlu godinu usled čega su negativno doprinosili ukupnom rastu M2 sa -0,9 p.p.

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

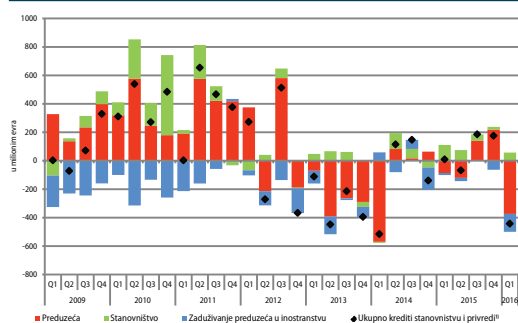
## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

**U Q1 se beleži značajno razduživanje privrede prema domaćim i ino bankama ...**

**... usled čega su neto kreditni plasmani nedržavnom sektoru negativni**

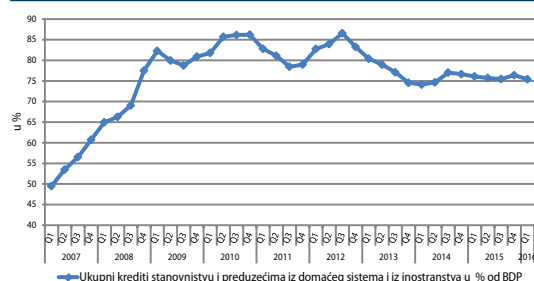
Od početka godine poslovne banke su plasirale 128 miliona evra što predstavlja usporavanje rasta u odnosu na prethodne kvartale (u Q4 2015. godine plasirano 324 miliona evra, Tabela T7-8). I pored povećanja ukupnih plasmana, pozitivan trend rasta plasmana nedržavnom sektoru je prekinut pa je u Q1 kod ovog segmenta zabeleženo razduživanje u iznosu od 316 miliona evra. Početak godine pokazuje sezonski trend pada plasmana preduzećima koji je u ovoj godini dodatno izražen usled izbornog ciklusa, što je i uticalo da ukupni neto plasmani budu negativni. U segmentu stanovništva u Q1 zabeleženo je povećanje neto plasmana od 57 miliona evra što je nastavljeno i u aprilu u kojem se stanovništvo dodatno zadužilo za novih 53 miliona evra. Ukoliko se uzme u obzir i razduživanje preduzeća po osnovu prekograničnih kredita od 126 miliona evra, ukupan pad neto plasmana u Q1 iz domaćih i inostranih izvora je izuzetno visok i iznosi 443 miliona evra (Grafikon T7-6). Prema mesečnim podacima bankarskog sektora pad neto plasmana privredi je najviše generisan u januaru i februaru da bi se zatim usporio ali zabrinjava činjenica da se on nije zaustavio ni u aprilu kada je dostigao nivo od 395 miliona evra. Problemi pronalazjenja izvora finansiranja su očigledno i dalje prisutni u realnom sektoru što negativno utiče na brzinu oporavka privrede i održivost rasta koji se očekuje u ovoj i narednoj godini. Kada su u pitanju ostali plasmana poslovnih banaka u Q1 je zabeležen blagi pad plasmana u REPO zapise od 7 miliona evra (u Q4 2016. godine banke su povukle iz REPO zapisa 247 miliona evra, Tabela T7-8) ali su zatim banke u aprilu ponovo povećale plasmane u REPO za 122 miliona evra i time neutralisale pad od početka godine. Jedini uzrok rasta ukupnih plasmana bankarskog sektora u Q1 je država, koja je povećala nivo zaduženosti kod poslovnih banaka za 452 milion evra i time uticala da ukupni plasmani budu pozitivni uprkos padu zaduženosti kod nedržavnog sektora. Od početka godine beleži se i pad plasmana banaka u državne hartije od vrednosti koje su u prethodnom periodu predstavljale često isplativiju alternativu plasmanima u REPO zapise.

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



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

**Grafikon T7-7. Ukupna kreditna zaduženost nedržavnog sektora, 2007-2016**



Izvor: Proračun QM-a

Tabela T7-8. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2014-2016

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

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.

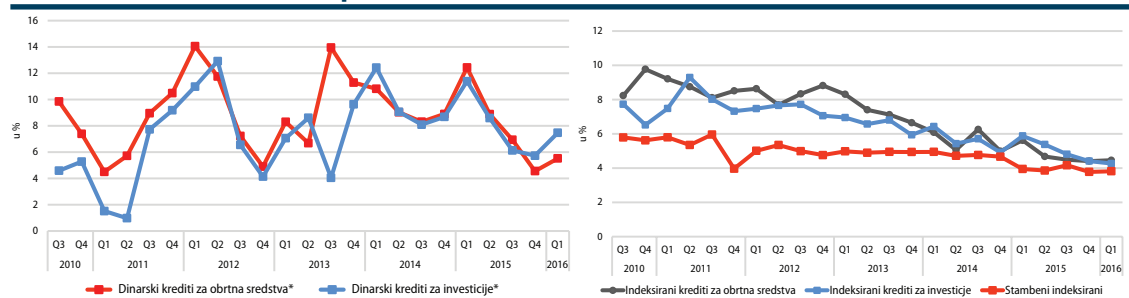
6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

**Usporen pad kamatnih stopa na indeksirane kredite ...**

**... dok su realne kamatne stope na dinarske kredite blago uvećane**

Kamatne stope za indeksirane kredite u Q1 su se zadržale na nivo sa kraja 2015. godine osim kod investicionih kredita gde je zabeleženo smanjenje na 4,27%. Realne kamatne stope na dinarske kredite u Q1 su zabeležile povećanje od 1-1,5 p.p. pri čemu u slučaju kredita za obrtna sredstva rast je posledica pada inflacije u odnosu na prethodni kvartal dok je kod kredita za investicije zabeležen i nominalni rast kamatnih stopa (Grafikon T7-9).

Grafikon T7-9. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010-2016



Izvor: Proračun QM-a

\* realne kamatne stope

**Pogoršanje se beleži i na strani izvora za nove plasmane...**

**... koji se u Q1 smanjuju najviše usled povlačenja depozita privrede**

Na strani izvora za nove plasmane bankarskog sektora u Q1 se beleži pad od 377 miliona evra pri čemu je ovo rezultat smanjenja na strani domaćih depozita ali i razduživanja bankarskog sektora prema inostranstvu (Tabela T7-8). Najveće pojedinačni efekat na smanjenje kreditnog potencijala u Q1 duguje se padu domaćih depozita, pri čemu su se beleži dijametralno kretanje između depozita stanovništva i privrede. Kod sektora stanovništva u Q1 su depoziti povećani za 16 miliona evra među kojima je celokupan rast bio na strani deviznih depozita dok su depoziti privrede smanjeni za 239 miliona evra. Poslednji podaci iz aprila pokazuju da se nastavlja rast

depozita stanovništva za dodatnih 71 milion evra dok je u sektoru privrede ponovo zabeleženo smanjenje za 27 miliona evra. Smanjenje kreditnog potencijala domaćeg bankarskog sistema se u Q1 duguje i vraćanju kredita inostranim centralama u iznosu od 181 milion evra. Od početka godine je jedino povećanje od 27 miliona evra na računu kapitala i rezervi pozitivno uticalo na rast izvora za nove plasmane ali je bilo nedovoljno da bi neutralisalo ostale elemente koji su negativno delovali.

**Od početka godine povećano učešće loših kredita ...**

**... delom zbog pada ukupnog nivoa kredita**

Prema podacima Kreditnog biroa i metodologiji<sup>2</sup> QM-a ukupno učešće loših kredita na kraju Q1 je povećano na 21,5% nakon pada koji su zabeleženi u prethodna dva kvartala (u Q3 2015. godine učešće loših kredita 20,1%, dok je u Q4 2015. godine iznosilo 19,9%, Grafikon T7-12). U okviru rasta učešća loših kredita najveća promena je zabeležena u segmentu preduzetnika gde je zabeleženo povećanje od 3,1 p.p. ali je mnogo veći efekat na rast loših kredita imalo povećanje učešća kod pravnih lica od 2,5 p.p. ukoliko se uzme u obzir da oni čine oko 80% ukupnog nivoa problematičnih potraživanja.

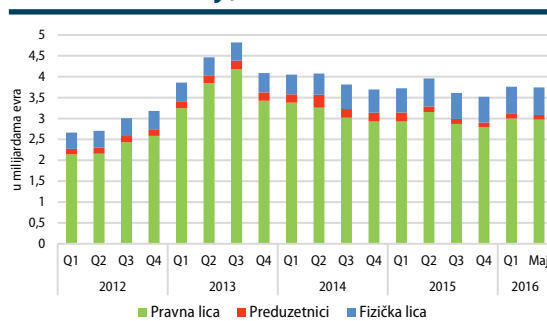
**Tabela T7-10. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2016**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014				2015				2015	
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Maj
	<b>stanje na kraju perioda</b>														
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	28,67	28,12	26,76	25,5	25,85	28,63	25,52	24,4	26,89	26,65
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	21,11	29,77	43,61	43,29	45,19	34,91	32,03	29,92	33,03	30,39
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	8,7	9,22	11,41	9,97	10,16	11,6	10,68	10,53	10,95	10,93
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	4,05	4,07	3,81	3,70	3,72	3,96	3,61	3,52	3,76	3,75

Izvor: Proračun QM-a

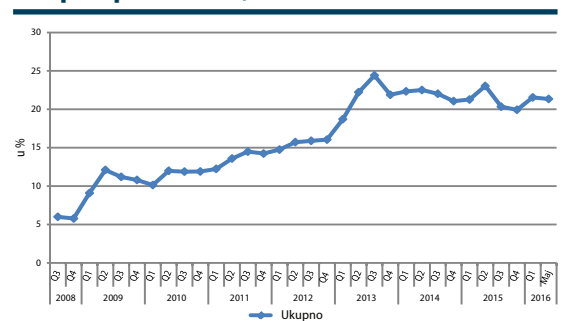
Rast učešća se delimično duguje padu ukupnog nivoa kredita ali se pogoršanje javlja i kroz rast stoka loših kredita (Grafikon T7-11). Prema poslednjim podacima u aprilu i maju je zabeleženo blago smanjenje stoka loših kredita od 0,2 p.p. što je u apsolutnom iznosu oko 14 miliona evra. Ukupan iznos duga po lošim kreditima na kraju maja iznosi 3,75 milijardi evra od čega 2,97 milijardi odlazi na loše kredite u segmentu pravnih lica. Strategija rešavanja loših kredita koju je NBS usvojila prošle godine nakon konsultacija sa MMF ima za cilj efikasnije rešavanje problema loših kredita u bankarskom sistemu Srbije ali još uvek izostaju značajniji efekti prema trenutnim pokazateljima.

**Grafikon T7-11. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2016**



Izvor: Proračun QM-a

**Grafikon T7-12. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2016**



Izvor: Proračun QM-a

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

# POD LUPOM

## Dugoročne posledice ekonomskog sloma privrede Srbije tokom 90-tih godina: dinamika potencijalnog BDP u periodu 1989-2015. godina

Milojko Arsić<sup>1</sup>

### 1. Uvod

Nakon više od dve i po decenije tranzicije Srbija se nalazi u maloj grupi zemalja iz Centralne i Istočne Evrope (CIE) koje još uvek nisu dostigle nivo razvijenosti iz pred-tranzicionog perioda. BDP Srbije u 2015. godini je za 25% niži nego u 1989. godini, dok su zemlje CIE u istom periodu u proseku povećale BDP za blizu 60%. Kao rezultat divergentnog razvoja u navedenom periodu zemlje CIE su u 2015. godini u proseku razvijenije od Srbije za 85%<sup>2</sup> dok je u 1989. godini Srbija bila na nivou proseka ove grupe zemalja<sup>3</sup>. Niži nivo razvijenosti implicira niži standard građana, dok je pad BDP direktno uticao na povećanje nezaposlenosti.

Stoga se kao relevantna nameću sledeće pitanja: zbog čega Srbija još uvek nije dostigla pred-tranzicioni nivo razvijenosti, koji su faktori presudno uticali na apsolutni i relativni pad nivoa razvijenosti Srbije, kojim politikama je moguće pokrenuti rast privrede Srbije kako bi se dostigle zemlje CIE, a potom i razvijene zemlje Zapadne Evrope?

U ovom radu pokušaćemo da dokažemo da je osnovni razlog za nizak nivo razvijenosti Srbije slom njene privrede tokom 90-tih godina prošlog veka kada je BDP smanjen za preko 50%. Pad BDP Srbije tokom 90-tih godina daleko prevazilazi tranzicionu recesiju u drugim evropskim zemljama tokom koje je BDP tipično opao za oko 20%. Tranziciona recesija je najčešće trajala 3-4 godine, nakon čega su privrede zemalja CEI počele da rastu, pa je većina zemalja CIE 2000. godine imala BDP veći nego 1989. godine. Na drugoj strani urušavanje privrede Srbije je trajalo od 1989. do 2000., odnosno 12 godina, nakon čega je BDP Srbije u 2000. godini bio niži za preko 50% nego u 1989. godini. Pad BDP u Srbije u odnosu na druge zemlje posledica je činjenice da je ona tokom 90-tih godina bila izložena skoro decenijskim sankcijama, hiperinflaciji i NATO bombardovanju, dok su druge zemlje već od sredine 90-tih godina išle putanjom brzog rasta.

Dugotrajan uticaj sloma privrede tokom 90-tih na nivo razvijenosti Srbije posledica je toga što u navedenom periodu nije samo opao BDP za 50%, nego je smanjen privredni potencijal zemlje za oko 40%. Dinamika smanjenja privrednog potencijala Srbije procenjena je na osnovu kretanje potencijalnog BDP u periodu 1989-2015. godina, koji predstavlja meru maksimalno održivog BDP. Smanjenje privrednog potencijala zemlje za oko 40 % tokom 90-tih godina posledica je dugotrajnih sankcija u toku kojih je visok procenat kapitala u privredi Srbije obezvređen, odnosno postao neproduktivan u uslovima otvorene tržišne privrede. Kapital i kapaciteti su uglavnom fizički sačuvani, ali su ekonomski obezvređeni. Na osnovu kretanja potencijalnog BDP sledi da je slom privrede tokom 90-tih godina najvažniji razlog zašto Srbija još uvek nije dostigla pred-tranzicioni BDP i zbog čega ona zaostaje za zemljama sa kojima je nekada bila na sličnom nivou razvijenosti.

Dakle sadašnji nizak nivo razvijenosti i nizak nivo standarda građana nisu dominantno posledica ekonomske politike i reformi (privatizacija, liberalizacija i dr.) koje su sprovedene u Srbiji nakon 2000. Godine, nego kraha privrede Srbije tokom 90 tih godina. Indirektan dokaz da navedeni faktori nisu presudno uticali sa sadašnji nivo razvijenosti i standard u Srbiji je u tome što su slične politike i reforme (privatizacija, liberalizacija i dr.) sprovele sve zemlje CEI, a one su sada na znatno višem nivou razvijenosti nego što su bile pre početka tranzicije i znatno su razvijenije od Srbije.

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet u Beogradu i FREN

<sup>2</sup> Podaci o nivou razvijenosti se odnose na BDP po stanovniku, iskazani su u dolarima jednake kupovne snage, a preuzeti su iz WEO baze MMF.

<sup>3</sup> Zbog uporedivosti Srbiju u celom periodu poredimo sa pet zemalja (Poljska, Čehoslovačka, Mađarska, Rumunija i Bugarska), pri čemu se nakon raspada Čehoslovačke koriste podaci za Češku i Slovačku. Prema Broadberry, S. i A. Klein (2011), prosečan BDP po stanovniku u dolarima jednake kupovne snaga u pet zemalja CIE u 1990. godini bio je za 5% veći nego u SFRJ. Sa obzirom na to da je Srbija po razvijenosti bila na nivou proseka SFRJ može se oceniti da je Srbija 1990. godina po razvijenosti bila približno na nivou pet posmatranih zemalja CIE.

Naravno ovo ne znači da nije bilo grešaka u ekonomskoj politici i reformama nakon 2000. godine, nego da je uticaj tih grešaka na stanje privrede znatno manji od uticaja kraha privrede 90-tih godina. Generalno, ekonomska politika i reforme nakon 2000. godine su odgovorni za rast privrede u tom periodu i njima bi se moglo pripisati odgovornost za neuravnotežen rast u periodu 2005–2008. i stagnaciju privrede u periodu 2009–2015.

U analizi koja sledi dobijeno je da su stvarni i potencijalni BDP približno izjednačeni već od sredine prethodne decenije iz čega proizilazi da rast privrede Srbije nakon tog perioda nije bilo moguće ostvariti povećanjem tekuće potrošnje građana i države, odnosno ekspanzivnom fiskalnom i monetarnom politikom. Indirektan dokaz za prethodni stav je enorman rast spoljnog deficita u periodu 2005–2008, što se može direktno povezati sa ekspanzivnom fiskalnom politikom u tom periodu<sup>4</sup>. Kada su stvarni i potencijalni BDP približno izjednačeni tada se rast privrede može ostvariti samo novim investicijama kojima se povećava proizvodni potencijal zemlje.

## 2. Metodi procene potencijalnog BDP

Dugoročni nivo BDP neposredno<sup>5</sup> zavisi od raspoloživih faktora proizvodnje (ljudskog i fizičkog kapitala) i tehnologije i on se konvencionalno naziva potencijalni ili “prirodni” nivo BDP, a stopa rasta koja njemu odgovara potencijalna ili “prirodna” stopa rasta. Potencijalni BDP predstavlja neku vrstu dugoročne putanje oko koje stvarni BDP fluktuiira pod uticajem drugih faktora kao što su promene domaće i inostrane tražnje, promena odnosa razmene i dr. Potencijalni BDP pokazuje koliki je maksimalni dugoročno održivi nivo privredne aktivnosti u nekoj zemlji, a da pri tome ne dođe do povećanja inflacije, spoljnog deficita ili drugih makroekonomskih neravnoteža. Potencijalni BDP se povećava kada raste nivo faktora proizvodnje i kada se uvodi nova tehnologija, a smanjuje sa smanjenjem faktora proizvodnje ili usled tehnološkog nazadovanja.

### Okvir 1. Potencijalni i istorijski maksimalni BDP

U Srbiji se povremeno mešaju potencijalni BDP i istorijski maksimalni BDP, zbog čega nastaju procene da je potencijalni BDP Srbije u 2015. godini za 30 ili 40 % veći od stvarnog BDP. Na osnovu toga se zaključuje da je moguće stvarni BDP značajno povećati ekspanzivnom fiskalnom i monetarnom politikom, kojima bi se povećala tekuća privatna i državna potrošnja.

Međutim, istorijski maksimalni BDP, koji se često aproksimira BDP-om iz 1989. godine, se ne može tumačiti kao pokazatelj potencijalnog BDP-a. Razlozi za to su što je ekonomska vrednost faktora proizvodnje (prvenstveno kapitala), zbog njihovog obezvređivanja tokom 90 –tih godina sada znatno manja od vrednosti kojom smo raspolagali 1989. godine. Potencijalni BDP Srbije će dostići vrednost iz 1989. godine tek kada se kroz investicije nadoknadi izgubljeni kapital tokom 90- tih godina, uvećan za rast kapitala po zaposlenom u svetskoj privredi tokom poslednje dve i po decenije.

Drugi empirijski ubedljiv dokaz da potencijalni BDP nije veći od stvarnog BDP predstavlja reakcija privrede na rast tekuće potrošnje građana i države u periodu 2004– 2015. godina. U pred-kriznom period visok rast tekuće potrošnje generisao je rast privrede od oko 5% godišnje, ali uz istovremeni enorman rast spoljnotrgovinskog deficita koji je povremeno prevazilazio 20% BDP i relativno visoku inflaciju od oko 10% godišnje. Da je potencijalni BDP bio veći od stvarnog, privreda bi na rast domaće tražnje reagovala još većim rastom BDP, a pri tome ne bi znatnije rasli spoljni deficit i inflacija. Štaviše, visok rast spoljnog deficita i inflacije u periodu 2005–2008 godina upućuju na zaključak da je privreda Srbije u navedenom periodu bila “pregrejana”, odnosno da je u tom periodu stvarni BDP bio veći od potencijalnog (videti Grafikon 4). Privreda Srbije u periodu 2009–2015. godina stagnira, uprkos visokim fiskalnim deficitima koji su ostvarivali u tom periodu što indirektno pokazuje da se potencijalni BDP Srbije ne razlikuje značajno od stvarnog BDP.

Kretanje stvarnog BDP zavisi ne samo od dugoročnih faktora nego i od privremenih, cikličnih, sezonskih i slučajnih faktora. U kretanju stvarnog BDP Srbije tokom prethodne dve i po decenije uočava se nekoliko izrazito različitih

4 Osim ekspanzivne fiskalne politike na rast deficita tekućeg bilansa je uticao i visok priliv stranog kapitala, koji je u tom periodu bio prisutan u svim zemljama CIE.

5 Nivo zaposlenosti, kapitala i tehnologije koji predstavljaju neposredne determinante rasta privrede zavisi od brojnih faktora kao što su kvalitet institucija, fiskalna i monetarna politika, razvijenost finansijskih tržišta, politika kursa, kvalitet obrazovanja i dr.

faza. Prva faza predstavlja krah privrede u periodu 1989-1993. godina kada je je BDP opao za oko<sup>6</sup> 60%. Najveći uticaj na pad BDP u ovom periodu imale su sankcije koje su uvedene u maju 1992. godine u koje su prepolovile BDP Srbije u periodu od samo nekoliko meseci, ali su određeni uticaj na pad imali i drugi faktori kao što su tranziciona recesija, raspad Jugoslavije i hiperinflacija. Druga faza obuhvata period 1994-2000. godina u toku koje je BDP porastao za 12,5%. Ova faza je počela Avramovićevim programom stabilizacije, nastavila se delimičnim ukidanjem sankcija krajem 1995. godine, da bi se završila sukobima na Kosovu i Metohiji, NATO bombardovanjem i obnovom zemlje tokom 2000. godine. Na kraju ove faze u 2000. godini BDP Srbije je bio za 53% niži nego u 1989. godini. Treća faza je počela 2001. godine ukidanjem sankcija i pokretanjem ekonomskih reformi, a okončana je svetskom ekonomskom krizom koja je pogodila Srbiju krajem 2008. godine. Ova faza, koja je trajala osam godina, predstavlja jedini period znatnijeg rasta privrede Srbije tokom poslednje dve i po decenije, tokom kojeg je BDP porastao za 58%. Četvrta faza, počela je krajem 2008. godine i traje do kraja 2015. godine, i ona obuhvata sedmogodišnji period u toku koga privreda Srbije nije ostvarila rast.

Odnos stvarnog i potencijalnog BDP važan je sa stanovišta mogućnosti uticaja fiskalne i monetarne politike na stvarni BDP. Kada je stvarni BDP niži od potencijalnog to znači da postoje neiskorišćeni produktivni kapaciteti, pa je tada moguće merama ekonomske politike fiskalnom i/ili monetarnom uticati na povećanje stvarnog BDP. Međutim, kada je stvarni BDP na nivou potencijalnog tada su raspoloživi faktori proizvodnje u potpunosti iskorišćeni, pa je za rast privrede neophodno da se poveća količina kapitala, broj zaposlenih ili uvede nova tehnologija. U tom slučaju merama ekonomske politike nije moguće direktno uticati na rast, a ako se to pokuša rezultat će biti rast inflacije, spoljnog deficita i drugih neravnoteža. Kada su stvarni i potencijalni BDP približno jednaki ekonomska politika i reforme mogu da utiču na rast samo indirektno time što će stvoriti podsticajne uslove za investicije i zapošljavanje, odnosno za povećanje potencijalnog BDP.

Potencijalni BDP se ocenjuje primenom različitih metoda koje se mogu svrstati u dve osnovne grupe. Prvu grupu čine statistički metodi čijom primenom se potencijalni BDP dobija tako što se iz stvarne vremenske serije BDP isključuje ciklična, sezonska i slučajna komponenta. Ovako ocenjeni potencijalni BDP može se poistovetiti sa dugoročnom odnosno trend komponentom BDP. U okviru statističkih metoda za ocenu potencijalnog BDP najčešće se primenjuju: ocene determinističkih trendova, Hodrik- Preskotov filter, Kalmanov filter i dr. Mada se statističke tehnike često koriste za ocenu potencijalnog GDP postoje argumenti<sup>7</sup> kojima ovako ocenjeni potencijalni BDP predstavlja samo trend u kretanju stvarnog BDP, a ne dugoročno održivi nivo proizvodnje. U uobičajenim okolnostima potencijalni BDP ocenjen pomoću statističkih metoda ne razlikuje se značajno od potencijalnog BDP ocenjenog korišćenjem dodatnih informacija o faktorima proizvodnje, korišćenju kapaciteta i dr. što je jedan od razloga za čestu primenu ovih metoda. Međutim, metodi koji se oslanjaju samo na vremensku seriju stvarnog BDP ne daju ekonomski smislenu procenu potencijalnog BDP u vanrednim okolnostima, kao što su sankcije prema Srbiji tokom 90-tih godina prošlog veka. U tom periodu stvarni BDP je naglo opao nakon uvođenja sankcije dok je potencijalni BDP postepeno opadao tokom čitave decenije, usled ekonomskog obezvređivanja faktora proizvodnje i tehnologije.

Druga grupa metoda kojima se procenjuje potencijalni BDP koristi dodatne informacije za procenu potencijalnog BDP kao što su kretanje faktora proizvodnje, tehnologije, stepena iskorišćenosti kapaciteta, stopa inflacije i dr. Ovi metodi često se zasnivaju na Kob - Daglasovoj proizvodnoj funkciji prema kojoj je potencijalni BDP funkcija stvarnog kapitala, prirodnog nivoa zaposlenosti i tehničkog progressa. Potencijalni BDP u ovom radu je procenjen primenom pojednostavljene verzije proizvodne funkcije, u okviru koje je potencijalni BDP procenjen na osnovu kretanja kapitala i formalne ili produktivne zaposlenosti. Primena pojednostavljenog metoda ima za cilj da se obuhvate ključne determinanta potencijalnog BDP Srbije u navedenom periodu, a to su promene kapitala i zaposlenosti.

Prva modifikacija u odnosu na standardni pristup sastoji se u tretmanu tehničkog progressa. Tehnički progres kao faktor rasta privrede uvodi se u ekonomske modele sa ciljem da obuhvati brži rast privredne aktivnosti od rasta faktora proizvodnje – zaposlenosti i kapitala. Brži rast proizvodnje od rasta faktora proizvodnje posledica je uvođenja novih tehnologija, novih oblika organizacije i dr. Sa obzirom na to da se uvođenje novih tehnologija, ostvaruje kroz nove investicije, teško je zamisliti postojanje tehničkog progressa, u periodima kad je stopa investicija znatno manja od nivoa koji je potreban da se zameni amortizovani kapital. Pri zameni amortizovanog kapitala, u modernim privredama, obično se uvodi produktivniji kapital, pa je tehnički progres, a time i određeni rast privrede, moguć i kada

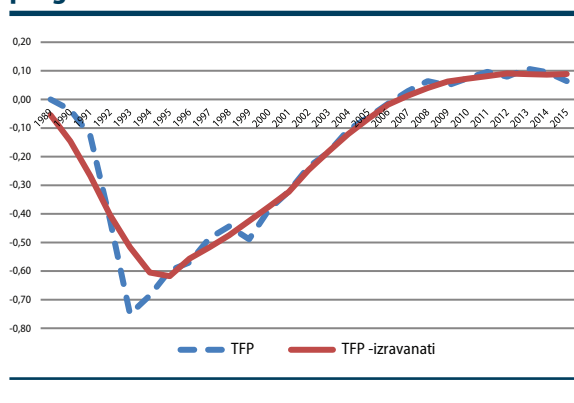
<sup>6</sup> Podsećamo da je nakon pada BDP za 60% u periodu 1989-93. za vraćanje na nivo iz 1989. godine bio potreban rast BDP od čak 150%. Analogno, BDP je u 2000. godini bio za 53% niži nego u 1989. godini, što znači da je za dostizanje BDP iz 1989. godine bilo neophodno da se BDP iz 2000. godine poveća za 113%.

<sup>7</sup> Congressional Budget Office (2004)



se investira na nivou amortizacije<sup>8</sup>. Međutim, ovaj efekat nije značajan, ako uopšte postoji, kada je stopa investicija za 1/3 niža od stope amortizacije, što je bio slučaj sa Srbijom tokom 90-tih godina. Stoga smo pri proceni potencijalnog BDP Srbije, tehnički progres uključili samo u periodima kada je stopa investicija bila viša ili približno jednaka stopi zamene amortizovanog kapitala, a to je u slučaju Srbije period 2007–2015. godina. Inače standardna ocena tehničkog progressa preko Solovljevihih reziduala implicira da je tehnički progres u Srbiji tokom 90-tih i u prvim godina ovog veka bio kontinuirano negativan (videti Grafikon 1). Negativan tehnički progres u navedenom periodu, posledica je bržeg pada obima BDP nego što je opala ekonomska vrednost faktora proizvodnje. Brže smanjenje obima proizvodnje od smanjenja faktora proizvodnje, posledica je uvođenja sankcija, hiperinflacije, NATO bombardovanja i drugih faktora, a ne prelaska na inferiornu tehnologiju tj. negativnog tehničkog progressa<sup>9</sup>.

**Grafikon 1. Totalna faktorska produktivnost (Solovljevihi reziduali) kao mera tehničkog progressa**



Druga modifikacija pri oceni potencijalnog BDP je u tome što se umesto prirodne stope zaposlenosti u modelu koristi formalna ili stvarna (produktivna) zaposlenost. Formalna zaposlenost obuhvata radnike koji su u određenom trenutku bili zaposleni, bez obzira da li su stvarno bili angažovani u preduzećima ili nisu. Stvarna (produktivna) zaposlenost predstavlja procenu potrebnog broja radnika za ostvarenje određenog nivoa proizvodnje, a dobija se na osnovu pretpostavke o konstantnoj produktivnosti ili konstantnom odnosu kapitala po radniku. Ocenjuje se da u slučaju Srbije, tokom prethodne dve i po decenije adekvatnija determinanta potencijalnog BDP, formalni ili stvarni nivo zaposlenosti, a ne prirodna stopa zaposlenosti. Koncept prirodne stope (ne) zaposlenosti je generalno sporan<sup>10</sup>, a naročito je neadekvatan u slučaju zemalja koje u dugom periodu imaju visoke stope nezaposlenosti kao što je to slučaj sa Srbijom. Inače, korišćenje prirodne stope (ne)zaposlenosti ne bi značajno promenilo rezultate analize

jer je se ona računa kao izravnata vremenska serija formalne ili stvarne zaposlenosti.

Sa obzirom da su na kretanje BDP tokom prethodne dve i po decenije snažno uticali faktori kao što su sankcije, raspad Jugoslavije, NATO bombardovanje i dr. postavlja se pitanje da li je neophodno da se pri proceni potencijalnog<sup>11</sup> BDP uključe varijable kojima bi se obuhvatio njihov uticaj. Generalni odgovor je da to nije neophodno jer je uticaj drugih faktora na potencijalni BDP obuhvaćen indirektno preko njihovog uticaja na kretanje kapitala i zaposlenosti. Naime, navedeni faktori su delovali na kretanje stvarnog BDP snažno i gotovo trenutno, dok je njihov uticaj na kretanje potencijalnog BDP bio postepen i ostvarivao se preko smanjenja faktora proizvodnje i tehnološkog zaostajanja privrede.

Podaci o kapitalu po godinama su procenjeni primenom perpetualnog metoda na osnovu početnog nivoa kapitala, stope investicija po godinama i prosečne stope amortizacije. Početni nivo kapitala u 1989 godini je procenjen množenjem tadašnjeg BDP sa kapitalnim koeficijentom<sup>12</sup>  $k=2$ . Računovodstveno, kapitalni koeficijent u 1989. godini iznosio je verovatno 2,5–3, ali se na osnovu istraživanja za druge zemlje može proceniti da je između  $\frac{1}{4}$  i  $\frac{1}{3}$  tadašnjeg kapitala bilo bezvredno u uslovima otvorene tržišne privrede<sup>13</sup>. Veliki procenat preduzeća u Srbiji pre 1990. godine prodavao je proizvode na tržištima koja su, visokim carinskim i necarinskim barijerama, bila zaštićena od konkurencije iz razvijenih zemalja kao što je tržište bivše SFRJ, tržište zemalja Centralne i Istočne Evrope (zemlje tadašnjeg SEV-a), zemlje Bliskog Istoka i Severne Afrike. Visoke carinske i necarinske barijere su omogućavale preduzećima

8 Horvat, B (1987)

9 U istoriji su poznati brojni periodi u kojim je dolazilo do tehnološkog nazadovanja, najčešće nakon urušavanja država, prirodnih katastrofa i dr. Jedan od takvih primera je tehnološko nazadovanje Evrope i Sredozemlja nakon propasti Rimskog carstva. Međutim, u Srbiji tokom 90-tih godina to nije bio slučaj, mada se može govoriti o relativnom zaostajanju, do koga je došlo usled snažnog tehnološkog napretka sveta i stagnacije Srbije.

10 Videti npr. Akerlof, DŽ. i R. Šiler (2010)

11 Naravno kada bi cilj bio objašnjenja kretanja stvarnog BDP tada bi uključivanje navedenih faktora u model bilo neophodno.

12 Na osnovu zvaničnih podataka Zizmond, E. (1992) kapitalni koeficijent u 1988. godini u Jugoslaviji je iznosio  $k=3,23$ , dok je deceniju ranije iznosio  $k=2,5$ . Prilično je neverovano da je kapitalni koeficijent porastao tokom 80-tih godina prošlog veka, u deceniji koja se karakteriše niskim investicijama. Moguće je da je rast kapitalnog koeficijenta posledica potcenjene amortizacije ili neadekvatnog vrednovanja fiksnog kapitala u uslovima visoke inflacije. U radu Weyerstrass, K., i D. Grozea-Helmenstein koristi sa kapitalni koeficijent od  $k=1,6$ , dok se u procenama od strane EU za zemlje Centralne i Istočne Evrope najčešće pretpostavlja da kapitalni koeficijent u početnoj godini tranzicije iznosi  $k=2$ . Stoga u ovom radu pretpostavljamo da je na početku tranzicije računovodstveni kapitalni koeficijent u Srbiji verovatno bio u intervalu od 2,5–3, ali da je značajan deo kapitala bio neefikasan u uslovima otvorene tržišne privrede. Stoga je procenjeno da je početni kapitalni koeficijent u 1989. godini iznosio  $k=2$ .

13 Za Mađarsku je procenjeno da je oko 35% kapitala koji je postojao na početku tranzicije nije imalo ekonomsku vrednost u otvorenoj tržišnoj privredi Foldvari, P. I B.V. Leeuwen (2013).

iz socijalističkih zemalja, uključujući i Srbiju, da na ovim tržištima prodaju proizvode slabijeg kvaliteta po relativno visokim cenama. Sa raspadom bivše Jugoslavije i SEV-a, navedena tržišta se otvaraju za konkurenciju iz razvijenih zemlja, što dovodi do potiskivanja nekonkurentnih preduzeća, uključujući i preduzeća iz Srbije. Kao rezultat toga veliki deo preduzeća i njihovog kapitala u svim zemljama Centralne i Istočne Evrope na samom početku tranzicije je postao ekonomski neproduktivan što je u dovelo do tranzicione recesije u okviru koje je BDP u proseku opao za oko 20% u zemljama Centralne i Istočne Evrope.

Podaci o investicijama, iskazani u % BDP za period 1995-2014 su preuzeti iz baze podataka Svetske banke, dok su za period 1990-1994. preuzeti podaci iz baze podataka Ujedinjenih nacija. Stopa investicija u 2015 godini procenjena je na osnovu preliminarne podataka RZS o rastu investicija i BDP u toj godini. Dinamika amortizacije kapitala je procenjena korišćenjem prosečne stope amortizacije za ukupan kapital od 7% godišnje<sup>14</sup>, kao i stope amortizacije od 10% za opremu i 2,5% za građevinske objekte.

Polazeći od početnog nivoa kapitala u 1989. godini procenjena je godišnja vremenska serija kapitala za period 1990-2015. godine primenom perpetualnog metoda<sup>15</sup>. U okviru perpetualnog metoda kapital u godini  $t$  se procenjuje tako što se nivo kapitala u godini  $t-1$  uveća za investicije u godini  $t$ , a potom umanjuje za amortizaciju u godini  $t$ :

$$K_t = K_{t-1} + I_t - \delta K_{t-1},$$

gde je sa  $K$  označen kapital, sa  $I$  investicije, a sa  $\delta$  stopa amortizacije kapitala. Zbog jednostavnijeg praćenja uporedne dinamike serije su na grafikonima iskazane u obliku indeksa sa bazom u 1989. godini.

### 3. Procena dinamike kapitala i zaposlenosti

Prvi korak u proceni potencijalnog BDP je formiranje vremenskih serija kapitala i zaposlenosti za period 1989-2015. godina. Primenom perpetualnog metoda dobija se da je ukupni kapital privrede Srbije u periodu 1989-2000 godina prošlog veka opao za oko 40%. Osnovni razlog za ovako drastičan pad vrednosti kapitala je to što su investicije u periodu dužem od jedne decenije bile znatno ispod nivoa amortizacije. U periodu od 1989-2000. investicije su u proseku iznosile samo 12,5% BDP, što je bilo daleko manje od nivoa koji je bio potreban za očuvanje realne vrednosti kapitala, usled čega su privredni kapaciteti u Srbiji velikim delom ekonomski obezvređeni. Prosečno godišnje obezvređivanje kapitala tokom 90-tih godina iznosilo je oko 4,5%. Kumulativan pad ekonomske vrednosti kapitala u periodu 1989-1993. iznosio je 15,8%, dok u periodu 1994-2005. godina vrednost kapitala smanjena za 29%. Iz prethodnog sledi da je ekonomska vrednost kapitala tokom 90-tih godina opadala relativno ravnomerno, odnosno da ne postoji značajna razlika između perioda u kome je BDP drastično opao (period 1989-1993), i perioda u kome je stvarni BDP rastao (period 1994-2000). Relativno ravnomerno opadanje vrednosti kapitala posledica je toga što je stopa investicija u celom periodu bila na niskom i relativno ujednačenom nivou od 12-14% BDP.

Stopa investicija koja je neophodna za očuvanje vrednosti kapitala na konstantnom nivou u uobičajenim okolnostima (agregatna stopa amortizacije od 7% i kapitalni koeficijent od 2) iznosi 17-18% BDP<sup>16</sup>. Međutim, u periodu 1989-93. godina stvarni BDP je opao za 60%, dok je vrednost kapitala u istom periodu smanjena za oko 20%. Stoga je za očuvanje tada još uvek visoke vrednosti kapitala bilo neophodno da se investira čak 30% smanjenog BDP<sup>17</sup>, dok su stvarne investicije iznosile 12-14% BDP. Sasvim je sigurno da u periodu, kada je BDP opao za 60%, nije bilo društveno i politički izvodljivo da se učešće investicija poveća na 30% BDP, jer bi to impliciralo da tekuća lična i državna potrošnja opadnu znatno više od 60%<sup>18</sup>. Toliko veliki rast investicija nije bio ni tehnički moguć jer je najveći deo opreme u privredi Srbije uvoznog porekla, a tokom većeg dela 90-tih godina uvoz je bio onemogućen sankcijama.

Zbog niskog nivoa investicija tokom 90-tih godina posebno su bile pogođene one komponente kapitala koje se relativno brzo amortizuju, kao što je to slučaj sa opremom. Pretpostavljajući da se oprema amortizuje po stopi od 10% godišnje, kao i da je oprema učestvuje sa 65% u ukupnom kapitalu<sup>19</sup>, kao i da se 65% od ukupnih investicija usmerava

14 Najčešća stopa amortizacije u zemljama u tranzicije se kreća u intervalu od 4-8%. U radu Weyerstrass, K., i D. Grozea-Helmenstein koristi se stopa amortizacije od 5%, dok se u istraživanjima u okviru EU za zemlje Centralne i Istočne Evrope najčešće koristi stopa amortizacije od 7%.

15 Ni za druge zemlje ne postoje podaci o kapitalu po godinama, pa se i za njih uglavnom koristi perpetualni metod za procenu vrednosti kapitala.

16 U starim članicama EU amortizacija osnovnih sredstava iznosi oko 18 % BDP, Görzig, B (2007)

17 Zbog znatno većeg pada BDP od pada kapitala, u prvoj polovini 90-tih kapitalni koeficijent je privremeno skočio na čak 5, da bi kasnije, sa obezvređivanjem kapitala, usled niskih investicija opao na tipičan nivo između 2 i 3.

18 Investicije su tokom 90-tih finansirane skoro isključivo iz domaće štednje jer zbog sankcija nije bilo stranih kredita ni direktnih investicija.

19 Moguće je da su investicije u opremu tokom 90-tih godina učestvovala znatno manje u ukupnim investicijama zbog toga što preduzeća nisu mogla da uvoze opremu, dok je domaća proizvodnja opreme drastično opala, zbog visoke uvozne zavisnosti. U tom slučaju pad ekonomske vrednosti opreme je bio veći od procenjenih 45%, ali ne postoje pouzdani podaci na osnovu kojih bi se procenilo koliko je tokom 90-tih investirano u opremu.

u opremu, dobija se da je realna ekonomska vrednost opreme tokom 90-tih godina smanjena za oko 45%. Posmatrano po delatnostima, niske investicije, naročito su teško pogodile industriju - delatnost u čijem kapitalu oprema ima visoko učešće, a gde je tehnološki napredak tokom 90-tih godina bio snažan. *Obezvredivanjem opreme za preko 45% tokom 90-tih godine izvršena je faktička deindustrijalizacija Srbije.*

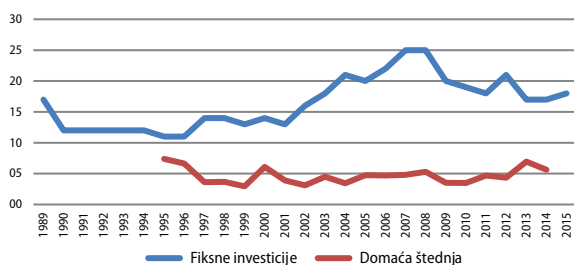
Smanjivanje ekonomske vrednosti kapitala i tehnološko zaostajanje privrede Srbije počelo je još tokom 80tih godina prošlog veka, mada je ono bilo znatno manje nego tokom 90-tih godina, zbog obaveze vraćanje starih kredita i nemogućnosti dobijanja novih, uz nisku domaću štednju, stopa investicije je već 80-tih godina opala ispod nivoa koji je potreban za amortizaciju. Dugotrajan i intenzivan proces dekapitalizacije privrede Srbije indirektno se otkriva na osnovu podataka o prosečnoj starosti opreme u privatizovanim preduzećima u Srbiji koja je iznosila blizu 30 godina. Prosečna starost opreme u razvijenim zemljama poput Nemačke i Danske iznosi 13 godina<sup>20</sup> što je više nego duplo manje od starosti opreme u preduzećima u Srbiji u trenutku njihove privatizacije.

Nizak nivo investicija u periodu od jedne decenije manje je uticao na ekonomsku vrednost građevinskih objekata, koji se amortizuju znatno sporije. Na osnovu pretpostavke da prosečna godišnja amortizacija građevinskih objekata iznosi 2,5%, kao i da je u njih ulagano 35% investicija, dobija se da je ekonomska vrednost građevinskih objekata u Srbiji tokom 90-tih godina čak povećana. Održanje vrednosti građevinskih objekata dodatno je olakšano time što se investicije u građevinarstvu dominantno realizuju korišćenjem domaćih inputa, pa stoga sankcije nisu značajno uticale na investicije u građevinske objekte.

Prethodne aproksimativne računice ukazuju na neravnotežu u strukturi kapitala koja je formirana tokom 90-tih godina - privreda je na kraju decenije raspolagala sa mnogo građevinskih objekata i ekonomski skoro u celini zastarelo opremom. Kako ekonomska aktivnost zahteva određenu srazmeru između opreme i građevinskih objekata, moglo bi se proceniti da je pad potencijalnog BDP približno jednak smanjenju ekonomske vrednosti onog faktora proizvodnje koji je ostvario snažniji pad<sup>21</sup>. S obzirom na to da je tokom 90-tih godina, ekonomska vrednost opreme je opala za oko 45%, pa bi se moglo tvrditi da je i potencijalni BDP privrede približno toliko opalo.

Ekonomska vrednost kapitala je nastavila da opada i u periodu 2001-2003 godina ali znatno usporenijim tempom. Ukupno smanjenje vrednosti kapitala u periodu 2001-2004.godina iznosilo je oko 4%, odnosno oko 1% godišnje, što je znatno manje od stope obezvredivanja od 4,5% godišnje tokom 90-tih godina. Smanjenje, a potom i zaustavljanje opadanja vrednosti kapitala rezultat je povećanja stope investicija, koja je u periodu 2001-2004. godina u proseku iznosila 17%, pri čemu je stopa investicija iz godine u godinu rasla tako da je u 2004. godini dostigla nivo od 21%. Procenjujemo da je u periodu 2004-2008. godina ukupni kapital u privredi Srbije povećan za oko 15% što je ujedno i jedini period tokom poslednjih 2,5 decenije u kome je vrednost kapitala u Srbiji rasla. Rast vrednosti kapitala rezultat je povećanih investicija u fiksne fondove, koje su u ovom periodu u proseku iznosila 23%, dostižući u pojedinim godinama i 25% BDP. Visoka stopa investicija u navedenom periodu velikim delom je finansirana stranim kapitalom, u obliku stranih direktnih investicija i stranih kredita, dok je domaća štednja bila niska. Ocenjuje se da je dominantno oslanjanje na strani kapital u prvim godinama tranzicije bilo opravdano, jer u kratkom periodu

## Grafikon 2. Investicije u fiksni kapital i domaća štednja, % BDP



Izvor: Svetska banka, a investicije u periodu 1989-1994. Ujedinjene nacije.

<sup>20</sup> Görzig, B (2007)

<sup>21</sup> Zbog postojanja srazmere između elemenata kapitala i ograničene mogućnosti supstitucije efektivno ograničenja za potencijalnu proizvodnju određeno je faktorom koji je ostvario snažniji pad.

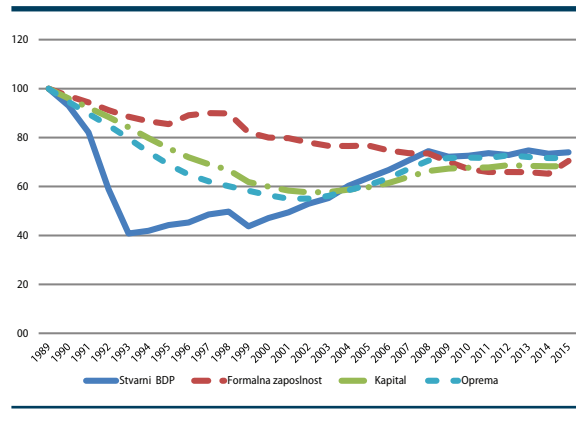
<sup>22</sup> Pod (bruto) domaćom štednjom podrazumevaju se sva domaća sredstva za finansiranje investicija, a koja obuhvataju sredstva preduzeća, građana i države. Domaća štednja obuhvata amortizaciju i profit preduzeća, štednju građana i štednju države. Drugačije rečeno domaća štednja obuhvata deo BDP koji se ne upotrebi za tekuću potrošnju građana i države.

nije bilo moguće znatnije povećati domaću štednju<sup>22</sup> kojom bi se finansirao rast investicija i privrede. Osim toga, strani kapital je omogućavao uvođenje novih tehnologija, organizacije rada kao i pristup stranim tržištima. Međutim, nakon 3-5 godina od početka tranzicije bilo je neophodno znatnije oslanjanje na domaća sredstva za finansiranje investicija tj. na domaću štednju. Znatniji rast domaćih sredstava za investicije bio je ekonomski opravdan, ali politički teško izvodljiv, jer takva politike zahteva sporiji rast domaće potrošnje. Značajno oslanjanje na strani kapital u dužem vremenskom periodu nije održivo, jer rast kredita i stranog vlasništva u Srbiji nakon određenog vremena generiše visok odliv kapitala iz Srbije u obliku kamata i dividendi. Osim toga priliv stranog kapitala zavisi od ćudljivosti svetskog tržišta,

pa je u slučaju većih poremećaja moguć nagli prekid priliva ili čak povlačenje kapitala, kao što se to i dogodilo nakon 2008. godine.

Od početka ekonomske krize 2009. godine pa do 2015. godine vrednost kapitala u privredi Srbije stagnira, što je posledica smanjenja stope investicija na nivo od oko 18%, što približno odgovara iznosu amortizacije. Pad stope investicija nakon 2009. godine posledica je naglog smanjenja priliva stranog kapitala, nakon početka krize, ali i problema u srpskim preduzećima koji su akumulirani u periodu visokog rasta, a koji se manifestuju u visokoj zaduženosti preduzeća i visokom procentu loših kredita. Za dugoročno održiv rast privrede neophodno je da se investicije, pretežno finansiraju domaćom štednjom, odnosno štednjom privrede, građana i države.

**Grafikon 3. Kretanje GDP i faktora proizvodnje (1989=100)**



Tokom 90-tih godina u Srbiji je došlo do opadanja ekonomske vrednosti i drugog faktora proizvodnje - ljudskog kapitala. Kretanje ljudskog kapitala se meri na osnovu podataka o ukupnom broju zaposlenih koji uključuje kako formalnu tako i neformalnu zaposlenost, ali i kretanja znanja i veština koje zaposleni poseduju. U slučaju Srbije kao indikator kretanja ljudskog kapitala korišćena je serija o kretanju formalno zaposlenih jer ne postoje godišnji podaci o kretanju neformalne zaposlenosti, za period pre uvođenja Ankete o radnoj snazi. Korišćenje podataka o formalnoj zaposlenosti konzistentno je sa podacima o BDP, koji u većem delu posmatranog perioda ne uključuju rezultate aktivnosti u svojoj ekonomiji. Osim toga podaci o kretanju neformalne zaposlenosti, koje sadrži Anketa o radnoj snazi nakon 2008. godine, izazivaju nedoumice u pogledu njihove pouzdanosti.<sup>23</sup> Izostavljanje podataka o neformalnoj zaposlenosti naročito tokom 90-tih godina, kada je veliki broj građana obezbeđivao egzistenciju radom u svojoj ekonomiji, potcenjuje se ukupna zaposlenost, ali i ukupni BDP.

Ljudski kapital zavisi i od znanja i veština zaposlenih, koja se najčešće aproksimiraju prosečnim brojem godina školovanja zaposlenih, a ponekad se u obračun uključuje i kvalitet obrazovanja. Tokom 90-tih je sasvim izvesno došlo do zastarevanja inženjerskih i menadžerskih znanja, majstorskih veština i dr. jer veći deo privrede nije radio, a kontakti sa svetom su usled sankcija bili onemogućeni. Inače, u svetu su 90-te godine bile period snažne ekspanzije privrede i brzog tehničkog progressa, zbog čega su brzo zastarevala znanja i veštine zaposlenih. Srbija je ostvarila dodatni gubitak ljudskog kapitala iseljavanjem iz zemlje velikog broja kvalifikovanih radnika, inženjera i menadžera. Sa obzirom na to da se rad u svojoj ekonomije delimično potire sa zastarevanjem znanja i veština, i odlaskom radne snage u inostranstvo ocenjujemo da kretanje formalne zaposlenosti predstavlja prihvatljivu aproksimaciju kretanja ljudskog kapitala.

Broj formalno zaposlenih tokom 90-tih godine opao je za preko 500 hiljada, odnosno sa 2,6 na 2,1 milion zaposlenih. Posmatrano po pot-periodima, najintenzivniji pad zaposlenosti dogodio se u periodu 1989-1993. godina kada je broj formalno zaposlenih opao za 300 hiljada<sup>24</sup>, da bi u periodu od 1994-2000. godina broj formalno zaposlenih opao za dodatnih 200 hiljada.

Sa obzirom na to da je pad broja formalno zaposlenih bio znatno manji od pada proizvodnje i pada vrednosti kapitala formirana je visoka neravnoteža u privredi - postojao je veliki broj radnika koji su bili formalno zaposleni, ali su njihova radna mesta bila neproductivna<sup>25</sup>. Zadržavanje radnika u preduzećima iako su njihova radna mesta postala neproductivna predstavlja deo tradicije društvenih preduzeća. Međutim još važniji razlog za zadržavanje velikog broja radnika u preduzećima bila je Uredba Vlade, kojom je zabranjeno otpuštanje u periodu sankcija<sup>26</sup>. Productivnost je tokom 90-tih godine opala za oko 40%, iz čega bi se moglo proceniti da je minimalni<sup>27</sup> višak zaposlenih iznosio oko 40% od ukupnog broja zaposlenih u 2000-toj godini, (2,1 milion), odnosno da je višak zaposlenih iznosio oko 830

<sup>23</sup> Videti prethodne brojeve Kvartalnog monitora.

<sup>24</sup> U ovom periodu je bila raširena praksa prevremenog penzionisanja kojom je smanjivan višak zaposlenih u preduzećima, ali su stvarani dugoročni problemi u penzijskom fondu.

<sup>25</sup> Arsić (2013)

<sup>26</sup> U velikom broju slučajeva radnici godinama nisu išli na posao, pri tome su dobijali minimalnu platu, često bez plaćanja doprinosa za socijalno osiguranje.

<sup>27</sup> Stvarni višak zaposlenih 2000. godine bio je verovatno veći jer je relativna productivnost privrede Srbije u odnosu na svet pogoršana za više od 40%, jer je productivnost u svetu tokom 90-tih godina značajno rasla.

hiljada. Znatno manji pad broja zaposlenih u odnosu na smanjenje vrednosti kapitala stvorio je neravnotežu između faktora proizvodnje, koja se ispoljavala u velikom višku zaposlenih u odnosu na kapital kojim su raspolagali. Ako se pretpostavi da je na početku posmatranog perioda postojala ravnoteža između rada i kapitala rezultat promena tokom 90-tih bio bi višak zaposlenih u 2000. godini u iznosu od oko 30% od ukupnog broja zaposlenih, što je iznosi oko 600 hiljada zaposlenih<sup>28</sup>.

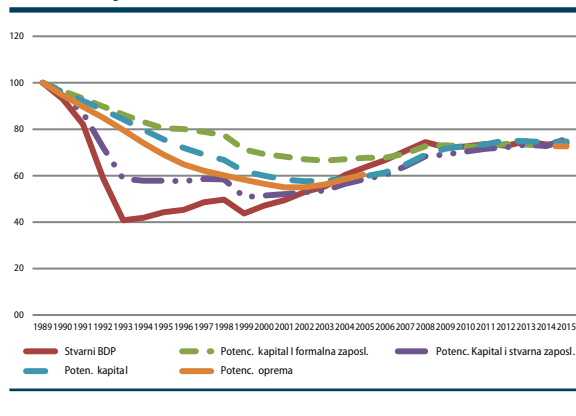
Pad formalno zaposlenih nastavlja se i nakon 2000. godine, pa je u periodu od 2000 do 2015. godina ukupan broj formalno zaposlenih smanjen za oko 270 hiljada, odnosno za 12%. U periodu pre krize broj formalno zaposlenih smanjen je za oko 180 hiljada dok je u periodu 2009–2015 broj formalno zaposlenih opao za oko 80 hiljada<sup>29</sup>.

Očigledno je da procene potencijalnog BDP na osnovu formalne zaposlenosti u periodu kada postoji veliki procenat zaposlenih radnika koji nisu bili produktivno angažovani ili su samo povremeno produktivno angažovani precenjuje potencijalni BDP. Stoga bilo adekvatnije da se potencijalni BDP procenjuje na osnovu procenjene stvarne zaposlenosti<sup>30</sup>. Jedna od procena potencijalnog BDP na Grafikonu 4 data je na osnovu vremenske serije stvarne zaposlenosti, pri čemu se stvarna zaposlenost procenjena na osnovu pretpostavke o konstantnoj produktivnosti.

#### 4. Procena potencijalnog BDP i analiza njegove dinamike

Sa obzirom da je ekonomska vrednost faktora proizvodnje u Srbiji tokom 90-tih godina značajno smanjena sledi da je u istom periodu značajno smanjen i potencijalni BDP. Procena pada potencijalnog BDP može se izvesti na više načina. Moguće je opravdano pretpostaviti da je potencijalni BDP opao srazmerno padu ekonomske vrednosti kapitala u periodu od 1989 do 2000 godine, a ona iznosi oko 40%. Ovakva procena se zasniva na tome da je za proizvodnju neophodna određena srazmera između faktora proizvodnja, pa ako jedan faktor opadne više od drugog tada potencijalni BDP opada približno jednako padu tog faktora proizvodnje, što znači da postoji višak drugog faktora koji se ne može produktivno upotrebiti (u slučaju Srbije postojao je višak zaposlenih). Alternativno, moglo bi se proceniti da je pad potencijalnog BDP približno jednak padu realne vrednosti opreme, koji je iznosio 45%. Treća mogućnost je da se pad potencijalnog BDP proceni na osnovu ponderisanog proseka pada formalne (ili stvarne) zaposlenosti i kapitala pri čemu će se kao ponderi koristiti elastičnosti kapitala i zaposlenosti u odnosu na BDP u Kob-Daglasovoj proizvodnoj funkciji<sup>31</sup>. U slučaju korišćenja formalan zaposlenosti dobija se da je potencijalni BDP Srbije tokom 90-tih godina opao za oko 30%. Ako se u proizvodnoj funkciji umesto formalne zaposlenosti koristi neka mera stvarne produktivne zaposlenosti tada se dobija da je potencijalni BDP opao za oko 40–45%. U nastavku će se pretpostaviti da je pad potencijalnog BDP iznosio oko 40%, odnosno da je približno odgovarao padu ekonomske vrednosti kapitala ili ponderisanom proseku pada kapitala i stvarne zaposlenosti.

**Grafikon 4. Kretanje stvarnog i potencijalnog BDP Srbije**



Moglo bi se zaključiti da je ovo konzervativna procena pada potencijalnog BDP jer ona ne obuhvata relativno tehnološko zaostajanje privrede Srbije u odnosu na svet tokom 90-tih godina.

Pad potencijalnog BDP tokom 90-tih godina, bilo da je meren na osnovu kretanja ukupnog kapitala, oprema ili na osnovu Kob-Daglasove proizvodne funkcije, bio je relativno ravnomeran. Približno konstantan i nizak nivo investicija i relativno ujednačeno smanjenje zaposlenosti uticao je na to da pad potencijalnog BDP tokom 90-tih bude relativno ravnomeran. Za razliku od stvarnog BDP koji je u kratkom periodu nakon uvođenja sankcija tokom 1992. godine prepolovljen, potencijalni BDP je opadao znatno sporije, stoga je njegov visok kumulativno pad u najvećoj meri rezultat dugotrajnih sankcija.

28 Alternativno, višak zaposlenih je procenjen poređenjem nivoa kapitala po zaposlenom u 2000. godini sa istim podatkom u 1989. godini. Procenjeni višak zaposlenosti u odnosu na kapital takođe predstavlja donju granicu jer je količina kapitala po zaposlenom u svetu, tokom 90 tih godina povećana. Osim toga kao i u slučaju broja zaposlenih korišćena je prilično nerealna pretpostavka da u 1989. godini u Srbiji broj zaposlenih u odnosu na kapital bio optimalan. Najverovatnije je i u 1989. godini, zbog prirode tada dominantnih samoupravnih preduzeća, postojao značajan višak zaposlenih u odnosu na proizvodnju i kapital.

29 Ako se isključi neobičajeno veliko povećanje registrovane zaposlenosti u 2015. godini od oko 150 hiljada tada se dobija da je ukupno smanjenje formalne zaposlenosti u periodu 2000–2014. godine iznosilo oko 420 hiljada od čega je u periodu 2009–2014. broj zaposlenih smanjen za oko 240 hiljada.

30 Detaljnije o proceni stvarne zaposlenosti videti u Arsić 2013.

31 Koefijenti elastičnosti rada i kapitala u odnosu na BDP u Srbiji prema najnovijim istraživanjima, koja se nalaze u neobjavljenoj doktorskoj disertaciji Mirjane Gligorić iznose po 0,5 - slični rezultati su dobijeni i za druge zemlje CIE.

Pad potencijalnog BDP rezultat je skoro desetogodišnjih izrazito niskih investicija, usled čega je znatan deo kapitala privrede Srbije ekonomski obezvređen. Mada je kapital fizički uglavnom sačuvan<sup>32</sup>, njegovom upotrebom nije bilo moguće proizvesti proizvode koje bi prihvatilo domaće ili strano tržište.

Potencijalni BDP Srbije u 2000. godini bio veći od stvarnog za 20% na osnovu ekonomske vrednosti opreme, dok je na osnovu vrednosti ukupnog kapitala potencijalni BDP bio za 27% veći od stvarnog. Na osnovu ponderisanog proseka ukupnog kapitala i formalne zaposlenosti dobija se da je potencijalni BDP bio za 47% veći od stvarnog, dok je na osnovu produktivne zaposlenosti bio za oko 25% veći od stvarnog. Pretpostavljajući da je za organizaciju proizvodnje potrebna određena srazmera između rada i kapitala, kao i da je mogućnost ekonomski efikasne supstitucije kapitala radom mala, sledi da su relevantne one mere koje se zasnivaju na kretanju ukupnog kapitala ili opreme ili mere koje se oslanjaju na produktivnu zaposlenost.

U periodu 2001-2003. godina najpre je usporen pad potencijalnog BDP, da bi u periodu 2004-2008. godina počeo njegov rast. Pri tome je relevantno da su ove tendencije prisutne bez obzira da li se potencijalni BDP meri na osnovu proizvodne funkcije, ukupnog kapitala ili opreme<sup>33</sup>. Period 2004-2008. godina predstavlja jedini pot-period tokom poslednje dve i po decenije tokom koga je potencijalni BDP ostvario rast ovaj rast je inače bio rezultat relativno visokih investicija u fiksne fondove koje su u tom periodu u proseku iznosile oko 23% BDP. Ipak neophodno je imati u vidu da dostignuti nivo investicija nije bio dugoročno održiv jer je pretežnim delom finansiran zaduživanjem preduzeća i države u inostranstvu, stranim direktnim investicijama i prihodima od privatizacije. Domaća štednja je i u ovom periodu bila niska i u proseku je iznosila ispod 5% BDP. Niska domaća štednja u ovom periodu može se direktno povezati sa brzim rastom lične potrošnje građana u ovom periodu. U pred-kriznom periodu 2001-2008. godina, uprkos brzom rastu stvarnog BDP, formalna zaposlenost opada, kao rezultat ukidanja zabrane otpuštanja radnika<sup>34</sup>.

Potencijalni BDP ocenjen na osnovu kretanja kapitala ili opreme bio je veći od stvarnog BDP u periodu 2005-2008. Godina (Grafikon 4). U prilog ovoj proceni ide i činjenica da je u ovom periodu privreda Srbije uz relativno visoku stopu rasta BDP. Ostvarila i enorman rast spoljnotrgovinskog deficita od preko 20% BDP, kao i da je inflacije bila relativno visoka. Na osnovu toga moglo bi se osnovano tvrditi da je privreda Srbije u periodu 2005-2008. godina bila "pregrejana", odnosno da je domaća tražnja bila preterano visoka, što je guralo rast BDP ali inflaciju i spoljni deficit. Sličan rezultat se dobija i na osnovu proizvodne funkcije u kojoj se koristi produktivna zaposlenost, dok se korišćenjem formalne zaposlenosti dobija suprotan rezultat - prema kome je i u ovom periodu potencijalni BDP bio veći od stvarnog.

U periodu 2009-2015. potencijalni BDP stagnira, kao rezultat niskih investicija koje su u proseku bile nešto iznad neophodnog nivoa za pokrivanje amortizacije i smanjenje zaposlenosti. Kao što je u prethodnom delu objašnjeno sa početkom ekonomske krize došlo je do naglog smanjivanja priliva stranog kapitala, dok je domaća štednja i dalje ostala na niskom nivou od oko 5% BDP (videti Grafikon 2). Rezultat toga je bio pad prosečne stope investicija sa oko 23% u periodu 2004-2008 na 18,5% u periodu 2009-2015. godina. Stagnaciju potencijalnog BDP pratila je i stagnacija stvarnog BDP koji u ovom, skoro decenijskom periodu, nije ostvario rast. Slabiji rezultati Srbije u odnosu na ostale zemlje centralne i Istočne Evrope zemlje nakon 2008. godine posledica su toga što je Srbija u krizu ušla sa nedovršenim reformama, niskom domaćom štednjom i što je značajno kasnila u realizaciji fiskalne konsolidacije.

Prema potencijalni i stvarni BDP su prema svim metodima približno jednaki od 2008. godine. Kada su stvarni i potencijalni BDP približno izjednačeni nije moguće ostvariti brz rast privrede povećanjem tekuće potrošnje, uz relativno skromne investicije. Nakon što su približno izjednačeni stvarni i potencijalni BDP za rast privrede je neophodno da se povećava vrednost kapitala i zaposlenost, a uslov za to su relativno visoke investicije. Kada su potencijalni i stvarni BDP približno jednaki ne postoji mogućnost da se povećanjem domaće tražnje, korišćenjem ekspanzivne fiskalne ili monetarne politike, poveća BDP. To se i potvrdilo u slučaju Srbije, kako u periodu ekspanzije 2005-2008. godina, kada je rast domaće tražnje doveo do rasta spoljnog deficita i inflacije, tako i u periodu 2009-2015. godina kada uprkos visokom fiskalnom deficitu BDP nije rastao.

32 Procenjuje se da je 3-5% kapitala fizički uništeno tokom NATO bombardovanja.

33 Povećanje realne vrednosti opreme počelo je već 2002. godine.

34 Videti Arsić (2013)

## Zaključak

Potencijalni BDP kao mera proizvodnih mogućnosti privrede Srbije tokom poslednje dve i po decenije prošao je kroz nekoliko faza. U periodu 1989-2000. potencijalni BDP kontinuirano opada, tako da je u 2000. godini bio za oko 40% niži nego na početku perioda. U prvim godinama tranzicije pad potencijalnog BDP se usporava iz godine u godinu, da bi u periodu 2004-2008. potencijalni BDP rastao, a od početka ekonomske krize 2009. godine do 2015. potencijalni BDP stagnira. Procena kretanja potencijalnog BDP je relevantna jer stvarni BDP fluktuirao oko potencijalnog, tako da odstupanje stvarnog BDP od potencijalnog može da bude ograničeno kako vremenski tako i po veličini odstupanja. Stoga potencijalni BDP u osnovi određuje nivo razvijenosti zemlje, a time i standard građana.

Kretanje potencijalnog BDP-a tokom poslednje dve i po decenije ukazuje na to da je nizak *nivo* razvijenosti, zaposlenosti i standarda stanovništva najvećim delom rezultat ekonomskog kraha tokom 90-tih godina prošlog veka. Može se tvrditi da će negativan uticaj ekonomskog sloma privrede Srbije tokom 90-tih godina na nivo razvijenosti i standard trajati sve dok Srbija ne sustigne zemlje Centralne i Istočne Evrope, sa kojima je 80-tih godine prošlog veka bila na sličnom nivou razvijenosti. Ocenjuje se da će za to biti potrebno nekoliko decenija jer će zemlje Centralne i Istočne Evrope ostvarivati brz rast sve dok se po nivou razvijenosti ne približe zemljama Zapadne Evrope. Ekonomski krah je doveo do obezvređivanja faktora proizvodnje, čime su trajno smanjenje proizvodne mogućnosti Srbije, što znači da efekti kraha nisu iščezli nakon ukidanja sankcija. Tokom 90-tih su pogoršani i ostali fundamentalni faktori rasta privrede koji utiču na fizički i ljudski kapital, zbog čega je nakon 2000. godine otežano brzo povećanje potencijalnog i stvarnog BDP. Tokom 90-tih su pogoršane institucije, izraubovana infrastruktura, pogoršani su rezultati obrazovnog sistema, pokidane poslovne veza sa svetom i dr.

Dugotrajnost sankcija tokom 90-tih godina je glavni uzrok obezvređivanja kapitala i smanjivanja BDP. Pri tome ne postoji značajna razlika između perioda vrlo oštih sankcija 1992-1995 i perioda u kome je postojao spoljni zid sankcija 1996-2000. godina jer je spoljni zid sankcija, sprečavao priliv stranog kapitala u obliku kredita i direktnih investicija. Izostanak većih stranih investicija, čak i nakon ukidanja sankcija na trgovinu, u uslovima niske domaće štednje, rezultirao je u niskoj stopi investicija i daljem nastavku obezvređivanja kapitala.

S obzirom na to da je ukupna vrednost kapitala tokom 90-tih godine smanjena za preko 40% nakon ukidanja sankcija nije bilo moguće naglo povećanje BDP. Relativno nagli oporavak privrede od sankcija bio je hipotetički moguć da su sankcije trajale kratko (npr. nekoliko meseci), jer u tom periodu ne bi došlo do znatnijeg pada vrednosti kapitala. Međutim, sankcije su u različitim modalitetima trajale skoro osam godina što je dovoljno dug period da kapital izgubi preko 40% vrednosti i da se skoro prilagodi smanjenom BDP.

Kretanje potencijalnog BDP ubedljivo demantuje popularne objašnjenja prema kojima su privatizacija, otvaranje privrede prema svetu i druge liberalne reforme glavni uzroci za nizak nivo razvijenosti, zaposlenosti i životnog standarda. Druge zemlje Centralne i Istočne Evrope su sprovodile slične reforme i sličnu ekonomsku politiku, pa je sada njihov BDP za oko 60% veći nego 1989. Godine, dok je u Srbiji još uvek za 25% niži nego 2005. godine. Glavni razlog su pad proizvodnog potencijala Srbije tokom 90-tih godina, proizvodni potencijal je samo u periodu 2004-2008 obnovljen uz problematičanu strukturu izvora finansiranja i problematičnu sektorsku strukturu rasta BDP. Nakon 2008. godine stvarni i potencijalni BDP su izjednačeni, pa je rast moguć samo po osnovu novih investicija, ali u ovom periodu investicije su približno bile jednake amortizaciji. Razlog za to je što je priliv stranog kapitala opao, a domaće štednja nije porasla.

Brži rast od ostvarenog nakon 2000 moguć je bio samo pod uslovom da je domaća štednja bila na znatno većem nivou od ostvarenog. Međutim, uslov za brži rast domaće štednje bio je sporiji rast potrošnje građana i države. U kontekstu političke ekonomije to je bilo teško ostvarivo jer su građani nakon 2000. godine zahtevali visok rast tekuće potrošnje, kao neku vrstu nagrade za podršku političkim promenama koje su ostvarene tokom 2000. godine. Široke koalicione Vlade koje su postojale u periodu 2001-2012. godina uglavnom nisu bile u stanju da se suprotstave takvim zahtevima, osim u periodima kada su postojala spoljna ograničenja u obliku sporazuma sa MMF. Štaviše, u vladajućim koalicijama postojale su stranke koje su tvrdile na štednja nije ni potrebna, nego da će domaća privreda može pokrenuti rastom domaće potrošnje i prilivom stranog kapitala. Međutim, u uslovima kada nisu postojali neiskorišćeni konkurentni proizvodni kapaciteti, rast domaća tražnje doveo je do rasta uvoza i enormnog povećanje spoljnog deficita, umesto do povećanja stvarnog i potencijalnog BDP. Rezultat toga je da je privreda Srbije u periodu 2005-2008. godine bila "pregrejana", što znači da je visok rast domaće tražnje više uticao na rast spoljnog deficit i inflaciju nego na rast BDP.

**Literatura:**

1. Akerlof, DŽ. i R. Šiler (2010) "Životni duh", Službeni glasnik, Beograd.
2. Arsić, M. (2013) Da li je privatizacija glavni krivac za gubitak radnih mesta u Srbiji, Kvartalni monitor broj 34, FREN
3. Congressional Budget Office (2004) „A Summary of Alternative Methods for Estimating Potential GDP“ , Background Paper
4. Foldvari, P. I B.V Leeuwen (2013) Capital Accumulation and growth in Central Europe, 1920-2006, Eastern European Economics, Vol 51. Iss 5. , pp 69-93
5. Horvat, B (1987) "Radna teorija cijena", Rad Beograd
6. Berlemann M., i J-E. Wesselhoft (2012) "Estimating Aggregate Capital Stocks Using the Perpetual Inventory Method – New Empirical Evidence for 103 Countries –"
7. Zizmond, E. (1992)"The Collapse of the Yugoslav Economy", Soviet Studies, Vol. 44, No. 1 (1992), pp. 101-112
8. Weyerstrass, K., i D. Grozea-Helmenstein "A Macroeconometric Model for Serbia"
9. Görzig, B (2007) "Depreciation in EU Member States: Empirical and Methodological Differences"





CIP - Katalogizacija u publikaciji  
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

KVARTALNI monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji / glavni i odgovorni urednik Milojko Arsić. - 2011, br. 1 (januar/jul)- . - Beograd (Kamenička 6) : Fond za razvoj ekonomske nauke, 2005 - (Beograd : Alta Nova). - 30 cm

Tromesečno. - Ima izdanje na drugom jeziku: Quarterly monitor of economic trends and policies in Serbia = ISSN 1452-2810

ISSN 1452-2624 = Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji COBISS.SR-ID 126547212