

kvartalni monitor

ekonomskih trendova i politika u Srbiji



UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

FE

januar - mart 2019

56



kvartalni monitor

EKONOMSKIH TREDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 56 • januar–mart 2019

Beograd, jun 2019.

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

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

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

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK
Milojko Arsić

IZVRŠNI UREDNIK
Saša Randelović

AUTORI
Milojko Arsić, Aleksandra Anić, Tržište rada
Danko Brčerević, Privredna aktivnost
Mirjana Gligorić Matić, Platni bilans i spoljna trgovina
Slobodan Minić, Cene i devizni kurs
Saša Randelović, Fiskalni tokovi i politika
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

SARADNIK U OVOM BROJU
Milutin Živanović

SLOG I PRELOM
Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA
Nikola Drinčić

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

Sadržaj

Uvodnik 5

TRENDÖVI

- 1. Pregled** 7
- 2. Privredna aktivnost** 11
- 3. Tržište rada** 18
- 4. Platni bilans i spoljna trgovina** 24
- 5. Cene i devizni kurs** 31
- 6. Fiskalni tokovi i politika** 37
- 7. Monetarni tokovi i politika** 43

OSVRTI

- Osvrt 1. Analiza profitabilnosti
privrede Srbije** 50

Milutin Živanović

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

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

Definicije agregata i indeksa

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

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

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

Notacija

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

H – primarni novac

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

IMC – indeks maloprodajnih cena

IIP – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

ITŽ – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

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

NDA – neto domaća aktiva

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

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

ECB – Evropska centralna banka

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

FED – Američka centralna banka (Federal Reserve System)

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

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

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

NZS – Nacionalna služba za zapošljavanje

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

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

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktnе investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Srbija je tokom prethodne četiri godine ostvarila značajan napredak ka uspostavljanju makroekonomskog stabilnosti, ali uprkos tome rast njene privrede je među najsporijim u regionu centralne i istočne Evrope. Ključni razlozi za spor rast nisu u fiskalnoj i monetarnoj politici, nego u lošem privrednom ambijentu, odnosno u slabim institucijama. Jedan od važnih uzroka lošeg privrednog ambijenta u Srbiji je neefikasna država, koja privredni život opterećuje visokim troškovima i rizicima, čije usluge su niskog kvaliteta, a cena tih usluga, koju naplaćuju kroz poreze relativno visoka.

Članice EU, u proseku, kroz poreze uzimaju od građana i privrede, a potom troše na finansiranje brojnih funkcija, oko 45% BDP. Srbija nakon fiskalne konsolidacije troši oko 42% BDP, što je iznad proseka država članica EU iz Centralne i Istočne Evrope (CIE), koje troše od 40% BDP. Savremene države obavljaju brojne i raznovrsne funkcije, od kojih neke postoje od nastanaka prvih država, dok su druge nastale tokom druge polovine 19. i u 20. veku. Funkcije poput, pravosuđa, unutrašnje i spoljne bezbednosti, izgradnje infrastrukture, održanje makroekonomskog stabilnosti su u nadležnosti država od njihovog nastanaka. Na ove klasične funkcije savremene države troše manje od 10% BDP, odnosno malo više od petine svojih rashoda. Na funkcije koje su počele da obavljaju tek od druge polovine 19. veka, kao što su penzijsko osiguranje, zdravstvena zaštita, obrazovanje, zaštita siromašnih, ekologija, fundamentalna naučna istraživanja i dr. savremene države troše blizu 80% ukupnih rashoda.

Država obezbeđuje važne funkcije za građane i privrednu, bez kojih ne bi bilo civilizovanog društva, niti trajnijeg ekonomskog i društvenog napretka. Stoga je za ukupno funkcionisanje i napredak društva važno koliko efikasno država obavlja svoje funkcije. Efikasna država obezbeđuje pravnu sigurnost, društvenu stabilnost, dobre odnose sa svetom, makroekonomsku stabilnost, dobru infrastrukturu, obrazovanu radnu snagu, podstiče inovacije, pri čemu sve te aktivnosti finansira umerenim porezima. Takva država smanjuje troškove i rizike za privatni sektor i podstiče privatne aktivnosti koje su presudne za privredni i društveni napredak, kao što su marljivost, poštovanje, obrazovanje, štednja i investicije, inovativnost i sl.

Efikasnost države se meri na taj način što se njeni rezultati u nekoj oblasti upoređuju sa resursima koje angažuje za ostvarenje tih rezultata. Država je efikasna u obavljanju neke funkcije ako ostvaruje određeni rezultat sa minimalnim troškovima. Stoga je važno pitanje kolika je efikasnost države Srbije, kako ona utiče na privredni i društveni napredak i šta može da se učini da bi se ona unapredila?

Za sada ne postoje sveobuhvatne analize efikasnosti države Srbije u obavljanju najvažnijih funkcija. Ipak, na osnovu poređenja plasmana na rang listama na kojima se ocenjuju rezultati države sa angažovanim resursima za postizanje tih rezultata može se steći približna predstava o efikasnosti države Srbije. Na rang listi Svetske banke, kojom se meri kvalitet vladavine, Srbija se nalazi među 3-4 najslabije zemlje u Evropi. Na rang listi Svetskog ekonomskog foruma prema kvalitetu institucija samo tri zemlje iz Evrope su slabije plasirane od Srbije, dok je prema kvalitetu infrastrukture, obučenosti radne snage i kvalitetu zdravstvenih usluga Srbija bolje plasirana, ali se i dalje nalazi ispod proseka zemalja CIE. Sa obzirom na to da su rezultati Srbije u obavljanju većine funkcija slabiji od proseka zemalja CIE, a da je učešće javne potrošnje u BDP iznad proseka ove grupe zemalja, može se prilično izvesno zaključiti da je efikasnost države Srbije manja od proseka zemalja CIE. Ovakav rezultat potvrđen je u jednom istraživanju (Mitrović i dr. 2016) efikasnosti zdravstvenih usluga, u kome su upoređivani rezultati zdravstvenih usluga (smrtnost odojčadi, smrtnost ljudi mlađih od 64 godine) sa angažovanim resursima (broj lekara i medicinskih sestara na 100 hiljada stanovnika, troškovi zdravstvene zaštite po stanovniku). Prema ovom istraživanju Srbija se prema efikasnosti u pružanju zdravstvenih usluga nalazi na 15. mestu u grupi od 21 zemlje Evrope i Centralne Azije.

Nisku efikasnost države Srbije u različitim oblastima potkrepljuju i brojni pojedinačni primeri. Pri obavljanju pravosudne funkcije niska efikasnost se manifestuje kroz dugotrajne i skupe sudske postupke. Dodatni problem je što su ishodi sudskega procesa često određeni koruptivnim aktivnostima i političkim uticajima, a to dovodi do pravne nesigurnosti. U obavljanju administrativnih poslova, građani i privrednici su često suočeni sa dugotraj-

nim i skupim postupcima, a njihovo okončanje je često uslovljeno davanjem mita. Nivo sive ekonomije u Srbiji je u dužem periodu među najvišim u Evropi, što ukazuje na neefikasnost poreske i carinske administracije, ali i drugih državnih organa poput pravosuđa i policije. Srbija se suočava sa višegodišnjim kašnjenjem u izgradnji ključnih autoputeva, a slična kašnjenja su prisutna i pri realizaciji komunalnih projekata. Neefikasnost države pri izgradnji infrastrukture se ispoljava u svim fazama, počev od izbora projekta, izrade projektne dokumentacije, preko ugovaranja poslova sa izvođačima, do kontrole kvaliteta radova. Posledica toga je da se realizuju projekti koji objektivno nisu prioritetni ili koji uopšte nisu ekonomski opravdani, kao i da su troškovi реализациje opravdanih projekta veći nego što je to ekonomski nužno. Jedna od vidljivih manifestacija neefikasne i slabe države u dužem vremenskom periodu je odsustvo urbanističkog reda, koji ima za posledicu bujanje neplanske i divlje gradnje. Neefikasnost države se ispoljava i na taj način što ona svojim propisima građanima i privredi nameće nepotrebno visoke troškove, u obliku vremena koje provedu u obavljanju administrativnih poslova i novca koji potroše da bi ostvarili zakonska prava.

Neefikasna država na više načina negativno utiče na privredni rast. Generalno, ona neefikasno troši sredstva prikupljena porezima, koja bi mogla da se efikasnije upotrebe u privatnom sektoru. Neefikasna država građanima isporučuje nekvalitetne pravosudne, administrativne, obrazovne i druge usluge, a te usluge se finansiraju visokim porezima. S obzirom na to da su mnoge delatnosti koje države pruža, po prirodi monopolске (pravosudne, administrativne, bezbednosne), građani i preduzeća nemaju mogućnosti da izbegnu plaćanje nekvalitetnih usluga, po visokoj ceni, osim da odu u sivu ekonomiju. Neefikasna države je jedan od važnih faktora koji podstiče visok nivo sive ekonomije u Srbiji. Neefikasnost države je po pravilu povezana sa izraženom korupcijom zbog čega se građani i privreda bave neproduktivnim aktivnostima kao što su lobiranje, traženje veza, podmićivanje i dr. umesto da se bave produktivnim aktivnostima kao što su obrazovanje, rad, štednja, investicije i inovacije.

Fundamentalni uslov za uspostavljanje efikasne države su dobri zakoni koji se striktno poštuju, ali i izgradnja kompetentne, posvećene i poštene administracije. Ovaj fundamentalni uslov za efikasniju državu bi se drugačije mogao predstaviti kao zahtev za unapređenje institucija. Efikasna država podrazumeva njenu departizaciju, kako bi se ona bila u funkciji društvenih, a ne partijskih interesa.

Druga mera za unapređenje efikasnosti države je smanjenje javne potrošnje na oko 40% BDP uz održanje fiskalnog deficit-a na niskom nivou. Ukoliko bi Srbija uspela da smanji nivo javne potrošnje na 40% BDP, a da pri-

tome zadrži ili čak poveća kvalitet javnih usluga to bi značilo direktno povećanje efikasnosti države. Država bi dodatno podstakla privredu, ako bi smanjenje potrošnje bilo praćeno smanjenjem poreza na rad, zbog negativnog uticaja ovih poreza na privrednu aktivnost.

Osim opštih reformi povećanje efikasnosti države zahteva reforme u posebnim oblastima. Na primeru investicija moguće je ilustrovati kako bi izgledala procedura odlučivanja o njihovoj realizaciji kojom bi se umanjilo nepotrebno rasipanje sredstava poreskih obveznika. Odluka o realizacije određenog projekta u demokratskim društvinama se donosi na osnovu detaljne analize o ekonomskoj i društvenoj opravdanosti, a ne na osnovu uticaja privilegovanih interesnih grupa ili subjektivne procene političara o tome da li je opravданo realizovati određeni projekat. Za svaku predloženu investiciju predstavnici vlasti bi trebalo da javnosti predstave detaljnju studiju o opravdanosti njeune realizacije. Studija opravdanosti bi, na primer, trebalo da dokaže da je ekonomski bolje da država, iz sredstava poreskih obveznika, u celini finansira izgradnju nacionalnog stadiona nego da se modernizuje jedan od postojećih stadiona ili da država zajedno sa beogradskim prvoligašima izgradi novi nacionalni stadion. Slično tome, država bi trebalo da dokaže da su predložene trase beogradskog metroa optimalne u odnosu na alternativna rešenja ili da je ekonomski opravdana izgradnja skijališta na Avali, planini visokoj oko 500 metara. Stručnim raspravama bi trebalo da proveri da li su pretpostavke i projekcije kojim se dokazuju opravdanost realizacije projekta realistične ili su naštimane kako bi se potvrdila ranije doneta politička odluka. Čak i ako je izolovano posmatrano opravdana gradnja nacionalnog stadiona, u uslovima ograničenog budžeta, potrebno je da se odluči da li je važnije da se izgradi nacionalni stadion ili npr. sistem za prečišćavanje otpadnih voda ili da se izgradi ili renovira određeni broj vrtića i studentskih domova. Temeljna ocena opravdanosti realizacije određenog projekta i izbor najboljeg načina njegove realizacije je tek prvi korak koji vodi ka efikasnoj realizaciji projekta. Nakon toga neophodno je da se organizuju fer tenderi za izradu projektne dokumentacije i izbor izvođača projekta, a potom i da se odabere nezavisan stručni nadzor i obezbedi najpovoljniji način finansiranja. Tek ako se kumulativno obezbede svi ovi uslovi može se očekivati da će se javni projekti realizovati na efikasan način, a to znači u najboljem interesu društva.

U ovom broju Kvartalnog monitora osim redovnih istraživanja posvećenih makroekonomskim trendovima i ekonomskoj politici nalazi se i Osvrt autora Milutina Živanovića u kome se analizira profitabilnost privrede Srbije u prethodnih nekoliko godina.



TRENDovi

1. Pregled

Osnovne karakteristike privrednih kretanja u Srbiji na početku 2019. godine su snažno usporavanje rasta privredne aktivnosti i solidni rezultati u oblasti makroekonomskog stabilnosti. Privreda Srbija je u prvom kvartalu ostvarila rast BDP od samo 2,5%, što je najniži rast od svih 11 zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE) – članica EU. U narednim mesecima očekujemo ubrzanje rasta BDP, tako da procenjujemo da će u ovoj godini biti ostvaren rast oko 3%. U prvom kvartalu nastavljena su poboljšanja na tržištu rada – zaposlenost i zarade rastu, dok se nezaposlenost smanjuje. Međutim, poboljšanja na tržištu rada jednim delom prevazilaze mogućnosti privrede, jer u dužem vremenskom periodu nije održivo da zbirni rast zarada i zaposlenosti bude brži od rasta proizvodnje. Na početku godine se nastavlja rast deficit spoljnotrgovinskog i tekućeg platnog bilansa, kao i snažan priliv stranog kapitala. Deficit tekućeg platnog bilansa Srbije se pogoršava duže od dve godine, što ukazuje da je on posledica sistemskih faktora, kao što su ekonomski neutemeljeno jačanje dinara, brži rast domaće tražnje od rasta BDP, kao i rast jediničnih troškova rada. U ovoj godini očekujemo da će usled pritiska navedenih sistemskih faktora deficit tekućeg platnog bilansa iznositi 5,5-6% BDP. U prvom kvartalu je došlo do ubrzanja inflacije, ali ocenjujemo da je ono najvećim delom posledica sezonskih i drugih privremenih faktora, dok je povećanje bazne inflacije i dalje vrlo blago. Stoga ocenjujemo da će inflacija u ovoj godini biti između 2,5 i 3%. Rezultati fiskalne politike na početku 2019. godine su uglavnom dobri – u prvom kvartalu je ostvaren suficit od 0,9% BDP, dok je rast javnog duga privremen. Do kraja ove godine uz nepromjenjenu fiskalnu politiku očekujemo fiskalni suficit od oko 0,5% BDP. Ipak, s obzirom na tromeđu rast privrede, politika fiskalnog suficita se ocenjuje kao neadekvatna. Rezultati monetarne politike su takođe uglavnom dobri, kamatne stope su i niske i relativno stabilne, procenat loših kredita i dalje opada. Ipak monetarna politika i dalje podržava ekonomski neutemeljenjak kurs dinara.

Usporavanje privredne aktivnosti, koje je počelo sredinom prethodne godine, pojačano je u prvom kvartalu 2019. godine. Srbija je u prvom kvartalu ostvarila rast BDP od samo 2,5% što je najniža stopa rasta među zemljama CIE (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Zemlje CIE, uključujući i susedne zemlje (Hrvatska 3,9%, Severna Makedonija 4,1%, Bugarska 4,8%, Rumunija 5%, Mađarska 5,3%), ostvarile su snažan rast u prvom kvartalu ove godine, što ukazuje da su opšte međunarodne okolnosti bile povoljne. Usporavanju rasta BDP u Srbiji najviše je doprinela industrijska proizvodnja, koja je u prvom kvartalu opala za 1,5%, što je suprotno rastu industrijske proizvodnje u zemljama CIE od 3,2%, u proseku.

Niska stopa rasta BDP u prvom kvartalu je zbirni rezultat, od ranije prisutnog trenda sporog rasta, i niza nepovoljnih vanrednih okolnosti. Nizak trend rasta privrede Srbije postoji već nekoliko godina i on je posledica nepovoljnog privrednog ambijenta za najveći deo domaćih preduzeća, ali i ekonomске politike kojom se slablji cenovna konkurentnost privrede Srbije (jak dinar, rast jediničnih troškova rada). Posebne pogodnosti koje je država stvorila za strane investitore i privilegovana domaća preduzeća nisu dovoljne da generišu snažan rast cele privrede. Za snažan rast privreda neophodno je da se stvore ravноправni i dobri uslovi za sva preduzeća i preduzetnike, a ne samo za privilegovane. Nepovoljne vanredne okolnosti koje su usporile rast privrede Srbije u prvom kvartalu najvećim delom su posledica privremenih unutrašnjih problema (zastoj u EPS-a, remont NIS-a), za koje očekujemo da neće nepovoljno uticati na privredu u narednim kvartalima. Dugotrajni pad proizvodnje u preduzeću FIAT Srbija utiče na usporavanje privrede i ovaj negativan uticaj će, na osnovu najava iz preduzeća, biti prisutan u toku cele ove godine. Negativan uticaj na usporavanje privrede Srbije imalo je i uvođenje prohibitivnih carina na isporuke proizvoda na Kosovo i Metohiju, ali veličinu ovog uticaj nije moguće proceniti, jer nije poznato koliko se proizvoda isporučuje ilegalnim kanalima ili preko drugih država.

Uvođenje kvota na izvoz čelika u EU za sada nije značajnije uticalo na pad proizvodnje, ali je sprečilo realizaciju planova Hestil Srbija za povećanje proizvodnje u ovoj godini. U narednim kvartalima očekujemo oporavak privredne aktivnosti u Srbiji, jer će efekat nekih nepovoljnih faktora (EPS, NIS) izostati, tako da na nivou cele godine očekujemo rast BDP od oko 3%, što će verovatno biti jedna od najnižih stopa rasta u regionu CIE.

U prvom kvartalu nastavlja se pogoršanje spoljnotrgovinskog i tekućeg platnog bilansa, koje je započelo 2017. godine. Deficit spoljnotrgovinskog bilansa iznosio je 10,8% BDP, što je za 1,4 procennti poen više nego u istom kvartalu prethodne godine, dok je deficit tekućeg platnog bilansa iznosio 9,2% BDP što je za 1,8 procenntih poena iznad prošlogodišnje vrednosti (videti poglavlje 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). U prvom kvartalu se nastavlja snažan priliv stranog kapitala – neto priliv je iznosio blizu 850 miliona evra, dok su strane direktnе investicije bile blizu 800 miliona evra. Nepovoljni trendovi u spoljnoj trgovini, koji traju već duže od dve godine, a koji su pokrenuti jačanjem dinara i preteranim rastom domaće tražnje, na početku ove godine su dodatno pojačani rastom jediničnih troškova rada, ali i uvođenjem prohibitivnih carina na prodaju proizvoda na Kosovo i Metohiju, uvođenjem kvota za izvoz čelika u EU i pogoršanjem odnosa razmene. Rast deficit-a spoljnotrgovinskog i tekućeg platnog bilansa, nije nužna posledica rasta privrede, jer većina zemalja CIE čiji rast znatno prevazilazi srpski, tokom prethodnih godina su imale suficit u tekućem bilansu ili vrlo nizak deficit (videti poglavlje 4). Na osnovu ostvarenih rezultata i najavljene ekonomске politike ocenjujemo da će deficit tekućeg platnog bilansa u ovoj godini biti veći nego u prethodnoj i da će iznositi 5,5-6% BDP. Eventualni dodatni rast domaće tražnje u predizbornoj godini ili jačanje dinara uticali bi na dodatno povećanje deficit-a tekućeg platnog bilansa. Takođe, očekujemo visok priliv stranog kapitala, kao posledicu odlaganja povećanja kamatnih stopa ECB i FED, ali i nastavka politike odobravanja posebnih pogodnosti stranim investitorima.

U prvom kvartalu nastavlja se poboljšanje svih indikatora tržišta rada u Srbiji – stope zaposlenosti i stopa aktivnosti rastu, nezaposlenost opada, dok su realne zarade značajno porasle (v. odeljak 3. „Tržište rada“). Stopa zaposlenosti je dostigla 47,4% što je za 2,4 procennta poena više nego u istom periodu prethodne godine, dok je stopa aktivnosti dostigla 53,9%, što je za 1 procennti poen više nego pre godinu dana. Stopa nezaposlenosti je iznosila 12,1% i manja je za 2,7 procenntih poena nego u prvom kvartalu prethodne godine. Iako je stanje na tržištu rada u Srbiji poboljšano ono je i dalje znatno lošije nego u drugim zemljama CIE, u kojima stopa zaposlenosti u proseku iznosi 55,1%, dok stopa nezaposlenosti u proseku iznosi 5,1%. Realne zarade su u prvom kvartalu povećane za 6,9%, dok su zarade u evrima realno porasle za 9,7%. Poboljšanje stanja na tržištu rada u Srbiji tokom poslednje 2-3 godine posledica je relativno skromnog rasta privrede, velike migracije radne snage u EU, ali i ekonomске politike koja se karakteriše visokim rastom minimalne zarade i plata u javnom sektoru. Znatno brži rast zarada od rasta produktivnosti direktno utiče na rasta jediničnih troškova rada i pad cenovne konkurentnosti privrede Srbije, što ima za posledicu dugoročno neodrživ rast spoljnih deficit-a. Snažan rast privredne aktivnosti i produktivnosti predstavljaju jedini dugoročno održiv izvor rasta zarada. Rast prosečnih i minimalnih zarada treba da bude posledica privrednog rasta, a ne njegov pokretač.

Inflacija je u prva četiri meseca kumulativno iznosila 2,3%, a u aprila je dostigla 3% međugodišnje. Međutim, već u maju ostvarena je deflacija od -0,3%, pa je međugodišnja inflacija smanjena na 2,2%. Značajno ubrzanje inflacije u prva četiri meseca je rezultat blagog rasta bazne inflacije i značajnog sezonskog rasta cena određenog broja prehrambenih proizvoda i energenata (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“), a slična kretanje su ostvarena i u drugim zemljama CIE. Na rast bazne inflacije uticao je brži rast domaće tražnje od BDP i rast jediničnih troškova rada, dok je jačanje dinara uticalo na usporavanje inflacije. Procenjujemo da će bazna inflacija u ovoj godini biti između 1,5-2% dok će ukupna inflacija biti između 2,5-3%. U prvih pet meseci 2019. godine dinar je neznatno nominalno ojačao u odnosu na evro (0,2%), pri čemu je njegova vrednost u celom periodu bila stabilna. U istom periodu valute zemalja CIE nominalno su u proseku oslabile za 0,6%, iako njihove privrede brže rastu, dok je njihova spoljna pozicija znatno bolja. U prva četiri meseca ove godine dinar je realno ojačao u odnosu na evro za 1,5%, tako da ukupan rast

njegove realne vrednosti od kraja 2016. godine iznosi 7,5%. Dugoročno održiva realna vrednost dinara treba da bude u skladu sa proizvodnjom, produktivnošću i spoljnotrgovinskom pozicijom Srbije, umesto da se njegova vrednost formira tako da omogući privremeni, dugoročno neodrživi, rast potrošnje i standarda građana.

U proteklom delu godine ostvareni su relativno dobri rezultati u oblasti fiskalne politike. U prvom kvartalu fiskalni suficit je iznosio 0,9% BDP, pri čemu su u odnosu na isti period prethodne godine javni prihodi porasli 8,3%, dok su javni rashodi porasli za 6,8%. U istom periodu javni dug je privremeno porastao za 380 miliona evra (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Sve vrste javnih prihoda, osim prihoda od akciza, su beležile solidan realni rast. Brži rast poreskih prihoda od rasta BDP posledica je visokog rasta najvažnijih poreskih osnovica, potrošnje i zarada, uz zadržavanje sive ekonomije na približno nepromjenjenom nivou (v. odeljak 6). U okviru javnih rashoda najbrže rastu javne investicije (22,2%), ali za sada nije poznato koliki je rast investicija u infrastrukturu, a koliki za nabavku naoružanja i opreme za vojsku i policiju. Rashodi za zaposlene u javnom sektoru i penzije realno su povećani u prvom kvartalu za 4,3% i 6,6% respektivno, što znači da rastu znatno brže, ne samo od BDP u prvom kvartalu, nego i od očekivanog rasta BDP na nivou cele godine. Na osnovu postojećih trendova ocenjujemo da bi uz nepromjenjenu fiskalnu politiku Srbija mogla u ovoj godini da ostvari fiskalni suficit od oko 0,5% BDP, a da će javni dug krajem godine iznositi oko 50% BDP. Ostvarenje fiskalnog suficita u zemlji koje ima spor privredni rast i čiji javni dug opada ne predstavlja optimalnu fiskalnu politiku. U okolnostima u kojima se nalazi Srbija ocenjujemo da bi bilo optimalno da se ostvari fiskalni deficit od 0,5-1% BDP, što znači da postoji fiskalni prostor od oko 1% BDP za povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike, odnosno za dodatno povećanje nekih rashoda i smanjenje poreza. Sa stanovišta što bržeg rasta privrede, a time i standarda građana u dugom roku, najbolje bi bilo da se postojeći fiskalni prostor iskoristi za smanjenje fiskalnog opterećenja rada i povećanje javnih investicija u nacionalnu i komunalnu infrastrukturu.

U prvom kvartalu referentna kamatna stopa nije menjana, dok je NBS snažno intervenisala na deviznom tržištu kako bi održala nominalni kurs na skoro fiksnom nivou. Zadržavanje referentne kamatne stope na nivou od 3% je očekivano i opravdano s obzirom na to da je ubrzanje inflacije u prvom kvartalu bilo posledica privremenih faktora, a da je bazna inflacija tek dostigla donju granicu ciljnog koridora (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Zbog rasta spoljnih deficit-a ocenjujemo da bi intervencije NBS na deviznom tržištu trebalo da budu asimetrične, odnosno da NBS ne bi trebalo da sprečava umereno slabljenje dinara, ali da bi trebalo da spreči njegovo jačanje. U prvom kvartalu nastavljen je snažan rast kredita banaka stanovništву koji su povećani za 174 miliona evra. Krediti banaka preduzećima, uključujući i prekogranične kredite, a uzimajući u obzir otpis kredita, su povećani za 218 miliona evra, što je sasvim dobar rezultat ako su uzme u obzir da je kreditna aktivnost u prvom kvartalu sezonski niska. Rast kreditiranja preduzeća predstavlja jedan od signala određenog ubrzanja rasta privrede u narednom periodu. Neočekivani rast inflacije smanjio je ex-post realne kamatne stope na dinarske kredite, dok su kamatne stope na indeksirane kredite blago porasle. Očekujemo da će sa stabilizacijom inflacije doći do umerenog rasta realnih kamatnih stopa na dinarske kredite, dok će kamatne stope na indeksirane kredite ostati na sadašnjem niskom nivou usled odlaganja rasta kamatnih stopa ECB i FED.

1. Pregled

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2009–2019

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	Q1	Q2	Q3	Q4	2019
medugodišnji realni rast ¹⁾																					
Prirodna aktivnost																					
BDP (u mld. dinara)	1.451,4	1.751,4	2.181,0	2.523,5	2.908,4	3.052,1	3.250,6	3.612,3	3.810,1	4.121,2	4.160,5	4.312,0	4.521,3	4.754,4	5.059,7	...	...	...	...	...
BDP ²⁾	9,0	5,5	5,1	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2	4,3	4,8	4,9	3,8	3,4	2,5	
Nepodoprimerena BDV	7,2	6,2	...	...	5,5	-2,5	1,1	2,2	0,8	2,5	-2,2	2,3	3,4	3,3	3,6	4,7	4,5	2,8	2,4	2,7
Kapaciteti i proizvodnja	1,5	1,6	4,2	4,1	1,4	-1,6	1,6	2,5	2,2	-0,5	-0,5	0,5	0,2	0,7	3,5	1,3	6,1	-2,1	-1,5	-0,9	
I privatna industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	-0,4	4,8	-1,8	-1,4	5,3	5,3	6,4	2	5,0	1,9	1,0	0,5	-1,9	-1,9	
Prostornica mesečnog neto platila (u dinarima)	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	37.976	41.377	43.932	44.530	44.437	46.087	47.888	49.643	49.099	49.573	48.965	50.043	53.739	
Registrirana zaposlenost (CROS)	2.047	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	1.866	1.865	1.864	1.845	1.990	1.989	2.061	2.131	2.092	2.127	2.147	2.159	2.148	
Fiskalni podaci																					
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	3,2	3,1	7,5	4,0	4,6	3,6	2,7	5,4	6,5	8,3	
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	5,2	-3,2	1,9	-1,7	5,8	5,6	3,7	9,5	4,9	6,8	
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-258,1	-149,1	-57,1	52,3	32,2	3,7	30,1	21,4	-23,0	11,2	
Platni bilans																					
Uvoz robe ⁴⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-12.926	-15.329	-10.608	-11.575	-13.614	-14.011	-14.674	-14.752	-15.099	-15.933	-18.064	-20.483	-4.714	-5.084	-5.090	-5.596	-5.180	
Ivoz robe ⁴⁾	2.991	4.006	5.111	5.813	6.840	5.543	6.856	8.118	8.376	10.515	10.641	11.454	12.814	14.066	15.238	3.576	3.927	3.850	3.885	3.857	
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.223	-724	-354	-556	-589	-937	
u % BDP ⁶⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,4	-2,9	-5,2	-7,5	-3,3	-5,1	-5,2	-9,2	-9,2	
Bilans finansijskog računa ⁷⁾	2.377	3.863	7.635	5.349	6.598	2.280	1.553	3.340	3.351	1.630	1.705	920	535	1.648	1.683	0	568	268	384	463	776
(+/-) ostatak kapitala, tj. neto dobit/izguba																					
Strane direktnе investicije ⁸⁾	773	1.248	4.348	2.528	2.486	2.068	1.133	3.320	753	1.298	1.236	1.804	1.899	2.418	3.188	0	723	682	598	1.184	797
(+/-) strane direktnе rezerve																					
NBS bruti devizne rezerve (+/-) strane direktnе rezerve	349	1.675	4.240	742	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	-1.797	166	-302	228	1.123	398	674	105	-55	79	
Monetarni podaci																					
NBS neto sopstvene rezerve ⁹⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	788.291	931.320	923.966	891.349	866.515	961.084	949.638	957.983,26	963.944		
NBS neto sopstvene rezerve ^{9), u milijevima}	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.486	7.649	7.482	7.327	8.135	8.029	8.098,20	8.166			
Krediti nefinansijskom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.927.668	1.982.974	2.031.825	2.067.636	2.081.211	2.132.166	2.170.194	2.261.981,23	2.282.988		
Devizna srednja stanovitvica	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909912	933.839	998.277	1.014.260	1.070.944	1.074.424	1.095.018	1.106.253	1.120.870	1.139.750,01	1.167.846		
M2 (12-mi mesečni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	6,7	5,5	8	0,6	2	5,6	6,1	12,3	11,8		
Krediti nefinansijskom sektoru	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	1,2	1,4	0,9	4,0		4,6	4,7	5,2	7,8	8,0	
u % BDP																					
Cena i kuce																					
Indeks potrošačkih cena ¹⁰⁾	10,1	16,5	6,5	11,3	8,6	8,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,6	1,6	1,5	3,0	2,0	1,4	2,3	2,1	2,0	2,8	
Realni kurs dinara/euro (prosek 2006=100) ¹¹⁾	100,5	100,0	100,0	91,2	85,4	91,3	95,7	87,7	92,9	87,4	89,2	90,7	91,7	89,0	86,6	86,3	86,6	86,6	86,8	85,3	
Nominativni kurs dinara/euro ¹²⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	93,94	102,90	101,96	113,01	113,09	117,25	120,76	123,10	121,41	118,27	118,43	118,17	118,14	118,35	118,23	

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama. * U 2015. godini promenjena je metodologija registrovane zaposlenosti, podatak u Q4 2015. je godišnji prospekt 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 poljoprivredni 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 spoljniotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukamaodeljenja 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 doradore će se po novoj metodologiji beležiti u okviru računa usluga. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

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

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

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

8) Računica zasnovana na 12-m prosecima za godišnje podatke, i na tromesecnim prosecima za kvartalne podatke.

2. Privredna aktivnost

Privredni trendovi u Q1 u načelu nisu bili povoljni. Ostvaren je relativno skroman međugodišnji rast BDP-a od 2,5% koji je bio najniži u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi (CIE), a desezonirani rast u odnosu na prethodni kvartal iznosio je svega 0,3% (analizovano 1,2%). Smanjenje međugodišnje stope rasta BDP-a početkom 2019. bilo je očekivano jer je iscrpljen efekat visokog rasta poljoprivrede koji je uticao na nešto veće stope rasta tokom 2018. godine (poljoprivreda je tokom 2018. imala visok rast od preko 15% jer se poredila sa sušnom 2017. godinom). Međutim, i kada se isključi poljoprivreda, rast BDP-a u Q1 2019. bio je sporiji (za oko 1 p.p.) u odnosu na prosek 2018. godine. Ovo dodatno usporavanje privredne aktivnosti došlo je prvenstveno kao posledica domaćih slabosti, a ne nepovoljnih promena u međunarodnom okruženju ili uvođenja taksa na izvoz robe na KiM (iako su i ovi činioci nesporno imali ograničen negativan uticaj na rast BDP-a). To da su domaći problemi glavni razlog za usporavanje privrednog rasta u Srbiji potvrđuje podatak da su druge zemlje Centralne i Istočne Evrope (CIE) u Q1 zadržale nepromenjen rast iz 2018., tj. u Q1 su imale međugodišnji rast BDP-a od 4,3% u proseku. Što je još indikativnije, zemlje neposrednog okruženja Srbije (za koje su dostupni podaci) u Q1 osetno su ubrzale, a ne usporile svoj privredni rast – Hrvatska je imala međugodišnji rast BDP-a od 3,9%, Severna Makedonija 4,1%, Bugarska 4,8%, Rumunija 5%, a Mađarska 5,3%. Usporavanje privrednog rasta u Srbiji (bez poljoprivrede) posledica je prvenstveno kretanja u industrijskoj proizvodnji koja je u Q1 imala međugodišnji pad od oko 1,5%. Iza pada industrijske proizvodnje stoji više činilaca: 1) privremeni pad pojedinačnih delatnosti (remont postrojenja u NIS-u, promenljiva proizvodnja nereformisanog EPS-a), 2) nastavak dugotrajno nepovoljnih kretanja specifičnih oblasti (npr. proizvodnja motornih vozila), i 3) širi trend usporavanja većeg broja delatnosti koji bi mogao biti posledica pada cenovne konkurentnosti domaće privrede – što se iz drugog ugla vidi i u sistematskom rastu deficitu u trgovinskoj razmeni zemlje. Do kraja godine očekujemo postepeno ubrzanje privredne aktivnosti jer će privremeni negativni činioci prestati da deluju, ali će stopa privrednog rasta u 2019. najverovatnije iznositi oko 3% umesto prethodno prognoziranih 3,5%, odnosno biće ponovo među najnižim u CIE. Ovo ukazuje da su ekonomski politike koje se vode u Srbiji neuspešne u pogledu stvaranja uslova za uspešno poslovanje i investiranje privatnog sektora i posledični brz privredni rast zemlje.

Bruto domaći proizvod

Međugodišnji rast BDP-a u Q1 smanjio se na 2,5%

Nakon što je u 2018. Srbija imala solidan rast BDP-a od 4,3%, početkom 2019. dolazi do osetnog smanjenja međugodišnje stope privrednog rasta. Po poslednjim podacima RZS-a međugodišnji rast BDP-a u Q1, iznosio je svega 2,5% i bio je najniži u čitavoj CIE (među zemljama za koje su trenutno dostupni podaci). Smanjenje međugodišnje stope rasta BDP-a u Srbiji u odnosu na 2018. bilo je delom očekivano i najavili smo ga u prethodnim izdanjima *QM-a*. Naime, relativno dobri rezultati privredne aktivnosti u 2018. nastali su dobrim delom pod uticajem visokog, ali jednokratnog, rasta poljoprivrede koja se poredila sa sušnom 2017, pa su zbog toga bili privremeni. Pošto je do početka 2019. jednokratni efekat poljoprivrede iscrpljen, za očekivati je bilo da će privredni rast u 2019. biti nešto niži nego u 2018. godini (za oko 1 p.p.). Međutim, ostvareni rast BDP-a u Q1 od 2,5% bio je, ne za 1 p.p., već za skoro 2 p.p. niži od privrednog rasta iz 2018., što ukazuje na još lošije rezultate privrede od očekivanje – tj. na usporavanje trenda rasta BDP-a.

U Tabeli T2-1 prikazali smo dva indikatora koja su veoma važna za ocenu privrednih kretanja u Srbiji. Prvi je prikazan u drugom redu Tabele (Srbija – trendni privredni rast) u kom smo iz stope rasta BDP-a Srbije isključili jednokratne činioce (suše, poplave i neke druge incidentne promene u proizvodnji). Ova linija nam pokazuje „noseći“ trend privrede Srbije koji je često zamagljen jednokratnim činiocima. Tako se iz Tabele T2-1 jasno vidi da u poslednje tri godine zapravo nije bilo većih promena u trendu „nosećeg“ privrednog rasta Srbije iako su se ostvarene stope rasta BDP-a dosta razlikovale. Na primer, iako je ostvareni rast BDP-a u 2017. bio svega 2%, a u 2018.

2. Privredna aktivnost

duplo veći (4,3%), u suštini nije bilo većih promena u trendu privredne aktivnosti – jedino je u 2017. suša privremeno oborila stopu rasta BDP-a, a u 2018. ju je oporavak od suše privremeno ubrzao. Drugi važan indikator iz Tabele T2-1 koji koristimo za ocenu privrednih trendova Srbije je to koliko se oni razlikuje od uporedivih zemalja CIE. U Tabeli se vidi da je već neko vreme privredni rast Srbije (bez jednokratnih činilaca) sistematski sporiji od prosečnog privrednog rasta uporedivih zemalja i to se nastavlja i u Q1 2019. godine, s tim da se ova razlika još više povećava.

Tabela T2-1. Srbija i zemlje CIE: rast BDP-a 2014-2019. godine

	2016	2017	2018	2018				2019
				Q1	Q2	Q3	Q4	
Srbija	3,3	2,0	4,3	4,9	4,9	4,1	3,4	2,5
Srbija – trendni privredni rast ¹⁾	2,9	3,3	3,4	3,7	3,8	3,5	2,7	2,8
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prospekt)	3,2	4,6	4,3	4,3	4,3	4,5	4,1	4,3
Albanija	3,4	3,9	4,1	4,3	4,2	4,7	3,1	-
Bosna i Hercegovina	3,1	3,1	3,1	3,2	3,4	2,7	3,0	-
Bugarska	3,9	3,6	3,1	3,5	3,2	2,7	3,0	4,8
Crna Gora	2,9	4,4	4,8	4,5	4,9	5,0	4,8	-
Česka	2,6	4,4	3,0	3,5	2,6	2,5	3,0	2,6
Estonija	2,1	4,9	3,9	3,3	3,9	4,0	4,3	4,5
Hrvatska	3,2	2,8	2,6	2,5	2,9	2,8	2,3	3,9
Letonija	2,2	4,5	4,7	4,0	5,3	4,5	5,1	3,0
Litvanija	2,3	3,8	3,5	3,7	3,8	2,6	3,8	4,0
Mađarska	2,2	4,0	4,9	4,6	4,9	5,1	5,1	5,3
Makedonija	2,9	0,0	2,3	0,9	3,0	3,0	3,7	4,1
Poljska	3,0	4,6	5,2	5,2	5,4	5,7	4,4	4,7
Rumunija	4,8	6,9	4,1	4,0	4,1	4,2	4,1	5,0
Slovačka	3,3	3,4	4,1	3,7	4,5	4,6	3,6	3,7
Slovenija	3,1	5,0	4,5	4,8	4,1	5,0	4,1	3,2

1) Isključeni jednokratni činioци (suše, poplave, privremeni problemi EPS-a i drugo)

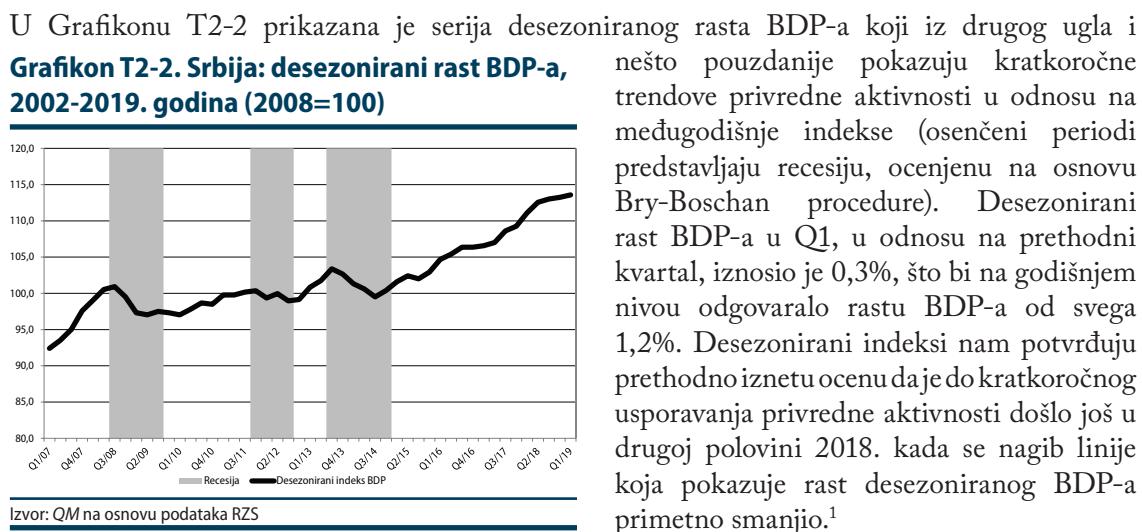
Napomena: još nisu objavljeni podaci za Q1 2019. za tri zemlje: Albaniju, BiH i Crnu Goru

Izvor: Eurostat, procena QM-a na osnovu podataka RZS-a i državni zavodi za statistiku BiH i Crne Gore

U zemljama CIE nema primetnog usporavanja privrednog rasta kao u Srbiji

U Tabeli T2-1 se vidi da ne samo što je privredni rast Srbije sistematski, trajno, niži od drugih uporedivih zemalja, već i to da su kratkoročni trendovi u Srbiji nepovoljniji. Trend privrednog rasta Srbije (drugi red u Tabeli T2-2) primetno je usporio u drugoj polovini 2018. godine i slična kretanja su se nastavila u Q1 2019. godine. Dakle, nezavisno od uticaja promenljivih poljoprivrednih sezona na BDP, privredni rast Srbije smanjen je za oko 1 p.p. u odnosu na prvu polovinu 2018. godine. Ono što vidimo u Tabeli je to da sličnog usporavanja privredne aktivnosti nije bilo u drugim zemljama CIE koje su i u drugoj polovini 2018. kao i početkom 2019. zadržale gotovo nepromenjene stope privrednog rasta iz prve polovine 2018. godine. Ovo jasno ukazuje da su osnovni razlog za usporavanje privredne aktivnosti u Srbiji unutrašnje slabosti, a ne nepovoljne spoljne okolnosti. Sistematsko zaostajanje, ali i kratkoročni nepovoljni privredni trendovi Srbije u odnosu na druge uporedive zemlje, ukazuju da su ekonomski politike koje se vode u Srbiji neodgovarajuće u pogledu privrednog rasta.

Desezonirani rast BDP-a Q1 u odnosu na prethodni kvartal bio je svega 0,3%



Izvor: QM na osnovu podataka RZS

1) Kao jedan od razloga za usporavanje privrednog rasta Srbije u javnosti se spominje uvođenje taksa od 100% na izvoz robe na KiM. Takse su sigurno imale određeni negativni uticaj na privrednu aktivnost, ali on nije mogao da bude veliki i nije bio presudan razlog usporavanja privredne aktivnosti, što implicitno pokazuje i Grafikon T2-2. Naime u Grafikonu se vidi da je usporavanje privrede Srbije počelo znatno pre uvođenja taksi, ali i to da desezonirani indeks rasta BDP-a u poslednja tri kvartala nizak ali veoma stabilan – efekat uvođenja taksa bi se odrazilo na desezonirani indeksi kao jednokratno pogoršanje, a ne kao trajnija promena trenda.

***U ostvarenom rastu
BDP-a u Q1 prednjači
građevinarstvo i usluge,
dok je industrija u padu***

U Tabeli T2-3 prikazali smo podatke o međugodišnjem rastu BDP-a po *proizvodnom* principu, tj. po pojedinačnim sektorima privrede. Najbrži međugodišnji od 12,3% imalo je građevinarstvo. Premda Q1 generalno nije najpouzdaniji period za procenu kretanja u građevinarstvu jer još nije otpočela puna građevinska sezona – verujemo da je snažan rast ovog sektora od oko 10% održiv u 2019. i u skladu je sa našim očekivanjima. Podaci o građevinarstvu iz Q1 takođe potvrđuju i našu ocenu iz prethodnih izdanja *QM*-a da je snažno usporavanje građevinske aktivnosti u drugoj polovini 2018. godine (Tabela T2-3) bilo prvenstveno posledica nepouzdanosti u statističkom praćenju ovog sektora, a ne stvarnih nepovoljnih trendova. Uz građevinarstvo, solidan rast u Q1 imaju i sve vrste usluga, a naročito Trgovina, saobraćaj i turizam koji su imali realni rast od oko 6% u odnosu na isti period prethodne godine. Na drugoj strani, najveći međugodišnji pad u Q1 od oko 3% imala je poljoprivreda, ali ovaj podatak zapravo nema preterani analitički značaj, jer se još ne zna kakva će biti poljoprivredna sezona i ove prve procene RZS-a su još preliminarne (zasnovane na pretpostavci da će u 2019. poljoprivredna proizvodnja biti prosečna). Što se poljoprivredne tiče, za sada je jedino izvesno da se neće nastaviti njen vanredno visok rast iz 2018. od preko 15%, jer je baza sada povećana. Suštinski najlošiji trend od svih analiziranih oblasti ima industrijska proizvodnja koje je u Q1 imala treći uzastopni kvartal sa međugodišnjim padom. Iako na industriju otpada manje od 25% BDV-a Srbije, ovaj sektor proizvodi ubedljivo najveći deo razmenjivih proizvoda zemlje, pa ovakva struktura rasta BDP-a po *proizvodnom* principu – relativno visok rast usluga uz pad industrijske proizvodnje – ukazuje da rast BDP-a trenutno nije uravnotežen ida počiva prvenstveno na domaćoj tražnji.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2019¹⁾

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018				2019	Učešće
											Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2017
Ukupno	97,3	100,7	102,0	99,3	102,9	98,4	101,8	103,3	102,0	104,3	104,9	104,9	104,1	103,4	102,5	100,0
Poreži minus subvencije	94,7	99,6	101,8	99,0	98,7	100,2	99,1	101,0	101,7	103,5	103,4	103,7	103,5	103,4	103,3	15,1
Bruto dodata vrednost	97,8	101,0	102,1	99,4	103,7	98,1	102,3	103,8	102,1	104,5	105,2	105,1	104,3	103,4	102,3	84,9
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	97,5	101,1	102,2	100,8	102,5	97,8	102,3	103,4	103,3	103,6	104,7	104,4	103,1	102,4	102,7	92,8 ²⁾
Poljoprivreda	100,8	99,6	100,9	83,0	121,0	102,0	102,0	108,3	88,8	115,6	112,6	115,9	117,2	115,7	96,9	7,2 ²⁾
Industrija	90,7	100,3	103,8	100,6	106,6	92,1	104,2	103,5	102,8	101,0	105,5	102,4	99,0	97,5	98,4	23,6 ²⁾
Građevinarstvo	87,2	92,6	114,8	101,2	82,5	101,4	116,8	107,9	105,7	112,7	126,7	120,4	109,9	102,7	112,3	4,7 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	99,8	102,5	98,2	98,4	99,3	98,9	103,0	104,6	105,5	106,0	105,4	105,8	106,2	106,5	105,8	18,4 ²⁾
Informisanje i komunikacije	106,5	102,9	108,2	113,7	104,3	102,8	102,6	103,7	103,8	105,0	104,4	105,3	105,1	105,1	104,9	6,0 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	106,2	106,6	100,9	104,6	101,1	99,6	101,2	105,4	100,9	101,8	100,2	102,6	100,4	104,0	103,4	3,6 ²⁾
Ostalo	101,6	101,1	101,0	100,5	102,8	100,5	98,9	101,6	102,2	102,7	102,0	103,0	102,8	102,9	102,3	33,3 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

U Q1 nastavlja da se pogoršava neto izvoz

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-4. U Tabeli se vidi da u Q1 relativno visok rast od oko 8% imaju investicije, koji je sličan ostvarenom prosečnom rastu investicija u 2018. i u skladu je sa visokim rastom građevinarstva. Za razliku od investicija, neto izvoz je u 2018. nastavio da se pogoršava, jer je rast uvoza bio brži od rasta izvoza (Tabela T2-4). Ovakvi trendovi pogoršanja neto izvoza traju već više od dve godine i ne mogu se objasniti samo lošom poljoprivrednom sezonom u 2017. ili kupovinom investicionih opreme – što bi bilo privremeno (poljoprivreda) ili ekonomski poželjno (u slučaju snažnog rasta uvoza investicionih opreme). Trendovi smanjenja neto izvoza zapravo su dugotrajniji, široko rasprostranjeni na sve vrste proizvoda i konzistentni su sa pogoršanjem industrijske proizvodnje (koja proizvodi najveći deo razmenjivih proizvoda). Vlada i NBS bi zato morali obratiti posebnu pažnju na njih. Vlada bi trebalo da vodi računa o tome da li svojim politikama previše podstiče potrošnju umesto proizvodnju i izvoz, a NBS bi trebalo da razmotri da li je sadašnji kurs dinara više podsticajan za uvoz ili izvoz, odnosno da li je potrebno sprovoditi još snažnije mere za sprečavanje preteranog jačanja dinara.

Tabela T2-4. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009–2019. godine

	Međugodišnji indeksi												2018	2019	Učešće	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2017
BDP	97,3	100,7	102,0	99,3	102,9	98,4	101,8	103,3	102,0	104,3	104,9	104,9	104,1	103,4	102,5	100,0
Privatna potrošnja	96,7	99,4	101,4	98,3	98,3	99,9	99,7	101,3	101,9	103,3	103,1	103,4	103,3	103,2	103,2	70,8
Družavna potrošnja	98,3	100,0	101,6	100,4	97,9	100,9	96,3	101,2	103,3	103,6	102,1	104,8	104,0	103,3	102,5	16,2
Investicije	77,5	93,5	104,7	113,9	88,0	96,6	104,9	105,4	107,3	109,2	116,3	111,6	108,3	103,2	108,4	17,7
Izvoz	88,5	116,9	105,6	102,9	118,0	104,3	109,4	111,9	108,2	108,9	109,2	106,6	109,3	110,6	109,3	50,5
Uvoz	78,1	99,9	107,2	99,4	106,5	105,1	104,0	106,7	111,1	111,1	113,2	109,4	111,4	110,9	109,4	57,1

Izvor: RZS

2. Privredna aktivnost

Privatna potrošnja u Q1 ima brži rast od proizvodnje Realni rast ubedljivo najveće rashodne komponente BDP-a, privatne potrošnje, praktično od izbijanja krize u drugoj polovini 2009. pa sve do 2018. bio je sporiji od rasta BDP-a. Ovo je bio jedan od glavnih razloga zbog kog je nakon krize došlo do sistematskog smanjenja inflacije i tekućeg deficitu u odnosu na predkrizni nivo. Od 2018., međutim, ovaj trend se preokreće. Rast privatne potrošnje tokom čitave 2018. približno je bio jednak trendu rasta BDP-a (bez jednokratnih činilaca – Tabela T2-1), a na početku 2019. privatna potrošnja počela je da prednjači u odnosu na rast BDP-a. Mi smatramo da ovo nije povoljan ekonomski trend. Privreda Srbije ima i dalje izraženu strukturnu neravnotežu koja proizilazi iz znatno veće potrošnje od proizvodnje (osetan tekući deficit platnog bilansa) i visoko učešće privatne potrošnje u BDP-u (privatna potrošnja učestvuje u BDP-u Srbije sa oko 70%, dok je prosečno učešće ove komponente u BDP-u drugih zemalja CIE ispod 60%). Za Srbiju bi, dakle, optimalno bilo da privatna potrošnja u dužem periodu raste makar jedan procentni poen sporije od dugoročnog rasta BDP-a – što se u 2018. i početkom 2019. ne dešava.

Rast BDP-a u 2019. verovatno oko 3% Kada se detaljnije analizira šta stoji iza usporavanja privrednog rasta koje je počelo još u drugoj polovini 2018. godine (Grafikon T2-2) – vidimo da osim trajnijih trendova postoje i neki privremenici činoci koji će se iscrpiti u narednim kvartalima. Na primer, NIS je u Q1 imao velike remonte postrojenja što je dovelo do pada u oblasti proizvodnje derivata nafte od čak 90% u martu (i od 60% u aprilu). Takođe, nešto bolji rezultati u proizvodnji električne energije u martu i aprilu i relativno povoljna hidrološka situacija ukazuju na buduće povećanje proizvodnje u EPS-u (koja je u padu od druge polovine 2018. godine). Zbog svega toga očekujemo da će u drugoj polovini godine doći do određenog ubrzanja privredne aktivnosti u odnosu na Q1, ali je verovatno da će rast BDP-a u 2019. ipak biti oko 3% umesto prethodno prognoziranih 3,5%. Ono što je važno istaći je, međutim, to da podaci za Q1 ukazuju da će prosečan privredni rast zemalja CIE i u 2019. kao u prethodne dve godine biti preko 4% i da će se zaostajanje Srbije u ekonomskom razvoju u odnosu na ove zemlje još više produbiti – čak i ukoliko bi Srbija ostvarila projektovanu stopu rasta BDP-a od 3,5%.

Industrijska proizvodnja

Trendovi industrije početkom 2019. su nepovoljni Industrijska proizvodnja je u Q1 ostvarila međugodišnji pad od 1,9% (Tabela T2-5). Pri tom sva tri sektora industrijske proizvodnje imala su pad u odnosu na isti period prethodne godine. Rudarstvo od 3,1%, prerađivačka industrija od 1,9%, a proizvodnja električne energije od 1,4%. Kada ove rezultate iz Q1 uporedimo sa prethodnim kvartalima, Q3 i Q4 2018. godine, vidi se da se međugodišnji pad smanjuje u rudarstvu i proizvodnji električne energije, a produbljuje u prerađivačkoj industriji (Tabela T2-5). Kretanje u rudarstvu i proizvodnji električne energije neposredna je posledica problema u poslovanju EPS-a.² Poslednji rezultati ovih sektora industrijske proizvodnje nešto su povoljniji što nagoveštava da je EPS uspeo da stabilizuje svoju proizvodnju i najavljuje da bi ovi sektori u drugoj polovini godine mogli da pređu u pozitivnu zonu međugodišnjeg rasta – tim pre što će se porebiti sa niskom bazom iz 2018. godine. Za razliku od ova dva sektora, proizvodnja prerađivačke industrije daleko je heterogenija i njeni loši rezultati bolje odslikavaju tržišne trendove u industrijskoj proizvodnji.

Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2019. godine

	Međugodišnji indeksi										Učešće					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2017
Ukupno	87,4	101,2	102,5	97,7	105,6	92,6	107,3	105,2	103,9	101,3	106,1	102,1	98,5	99,1	98,1	100,0
Rudarstvo	96,2	103,9	109,8	100,0	105,3	84,2	112,2	103,2	102,2	95,2	103,1	98,0	87,1	94,5	96,9	9,4
Prerađivačka industrija	83,9	102,7	99,8	99,1	104,7	95,3	105,7	106,0	106,3	102,0	105,0	101,9	101,0	100,5	98,1	72,7
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacijom	100,8	95,7	109,7	92,8	108,2	85,1	112,5	102,7	93,9	101,1	111,3	105,9	93,2	94,8	98,6	18,0

Izvor: RZS

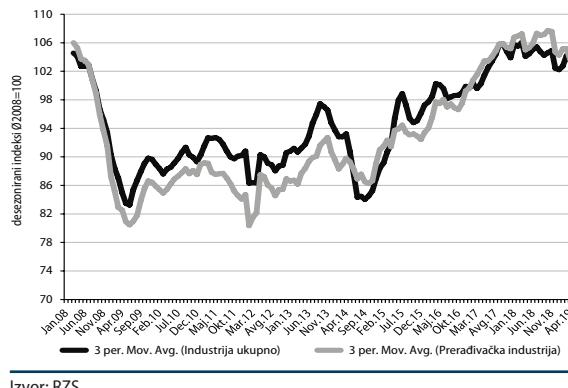
² Na kretanje rudarstva EPS utiče preko oblasti „Eksplotacija uglja“ u kojoj je ovo preduzeće dominantan proizvođač. O problemima EPS-a nešto detaljnije smo pisali u prethodnim izdanjima *QM-a*.

Nepovoljna kretanja ne mogu se objasniti samo privremenim činocima

Zapravo glavno pitanje koje postavljamo u analizi industrijske proizvodnje u Q1 jeste: da li su nepovoljni trendovi posledica privremenih okolnosti i samim tim kratkotrajni, ili su deo rasprostranjenog i samim tim dugotrajnjeg i opasnijeg pogoršanja? Odgovor na ovo pitanje je da postoje i kratkotrajni i trajni negativni činoci, ali da su trajni faktori, po svemu sudeći, dominantniji. Naime, nesporno je da su na lošije rezultate industrijske proizvodnje u Q1 znatno uticali jednokratni činoci (remont u NIS-u i posledični ogroman pad proizvodnje derivata nafte, pa i problemi u EPS-u), ali oni ipak nisu presudno uticali na loše rezultate. Sve i da nije bilo pada u pomenutim oblastima rast industrijske proizvodnje, odnosno prerađivačke industrije, bio bi jedva pozitivan. Dodatna indikacija da su loši rezultati industrijske proizvodnje strukturne a ne privremene prirode je srednjoročni trend prerađivačke industrije³ iz prethodnih nekoliko godina (Tabela T2-5). Od 2015. do 2017. prerađivačka industrija imala je relativno visok i stabilan rast od oko 6%, da bi onda međugodišnji rast počeo da usporava iz kvartala u kvartal tokom 2018., što se konačno završilo u Q1 2019. prelaskom u zonu negativnog međugodišnjeg rasta. Ovako stabilno pogoršanje rezultata koje traje više od godinu dana dodatno potvrđuje da pojedinačni negativni činoci nisu odigrali presudnu ulogu u pogoršanju ukupne industrijske proizvodnje već da je u pitanju rasprostranjeniji trend.

Desezonirani podaci potvrđuju šire trendove usporavanja industrijske proizvodnje

Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2019. godine



Izvor: RZS

Komparativna analiza pokazuje da u drugim zemljama CIE nije došlo do sličnog usporavanja industrijske proizvodnje

U Tabeli T2-7 prikazali smo međugodišnje indekse rasta industrijske proizvodnje u uporedivim zemljama CIE. U Tabeli se vidi da je znatno pogoršavanje trenda u načelu specifično za Srbiju,⁴ dok druge zemlje CIE u Q1 nastavljaju sa relativno uobičajenim, solidnim, stopama rasta industrijske proizvodnje. Sve ovo ukazuje da je smanjenje industrijske proizvodnje, kao uostalom i usporavanje ukupnog BDP-a u Srbiji, posledica unutrašnjih činilaca, te da bi Vlada i NBS

Tabela T2-7. Srbija i zemlje CIE: međugodišnji rast industrijske proizvodnje, 2018–2019. godine

	2018	2019			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Srbija	6,1	2,0	-1,5	-0,9	-1,9
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	5,0	4,9	4,4	3,0	4,3
Bosna i Hercegovina	5,3	1,6	0,7	-0,5	-5,1
Bugarska	1,8	1,4	1,1	0,0	4,1
Češka	4,3	2,5	3,9	2,3	0,3
Estonija	4,7	3,1	3,8	5,2	3,5
Hrvatska	0,6	0,5	-1,6	-3,3	2,8
Letonija	4,7	0,2	3,0	0,9	-0,9
Litvanija	7,1	5,2	2,9	5,7	4,5
Mađarska	4,8	3,3	3,6	4,3	6,3
Makedonija	5,4	4,9	5,0	6,4	8,9
Poljska	5,9	7,1	5,9	4,3	6,9
Rumunija	5,9	5,4	4,6	1,6	1,1
Slovačka	1,3	5,7	5,9	4,5	6,7
Slovenija	8,9	6,9	3,8	0,7	4,4

Izvor: Eurostat i RZS

3 Kao što smo već pomenuli, prerađivačka industrija je pouzdanija za ocenu trendova u industriji, jer je ukupna industrijska proizvodnja bila pod relativno snažnim uticajem kolebanja u proizvodnji EPS-a.

4 Samo je Bosna i Hercegovina imala snažno pogoršanje trenda industrijske proizvodnje koje je bilo još izraženije nego u Srbiji

2. Privredna aktivnost

trebalo ove pokazatelje trebalo da uvaže i razmotre eventualne korekcije ekonomskih politika koje trenutno vode.

Pozitivno je to što raste proizvodnja investicionih proizvoda

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda (Tabela T2-8), u Q1 došlo je do divergencije u trendovima industrijske proizvodnje pojedinačnih namenskih grupa. Jedan od retkih pozitivnih trendova u okviru industrijske proizvodnje je solidan rast investicionih proizvoda koji je u Q1 iznosio oko 5%. Ovaj rezultat je naročito značajan uzimajući u obzir da u ovu namensku grupu proizvoda spada i proizvodnja motornih vozila koja je u Q1 imala pad od 13% zbog smanjene tražnje za modelom koji proizvodi kompanija FAS. Sve druge namenske grupacije proizvoda imale su međugodišnji pad koji se kretao u rasponu od 4,6% (u proizvodnji energije) do 1,3% (u proizvodnji intermedijarnih proizvoda).

Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2019. godine

	Međugodišnji indeksi										2018				2019
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Ukupno	87,4	101,2	102,5	97,7	105,6	92,6	107,3	105,2	103,9	101,3	106,1	102,1	98,5	99,1	98,1
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	116,9	101,9	98,3	101,2	108,4	103,9	95,6	97,6	95,4
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	103,0	101,6	107,1	102,0	98,0	104,4	104,1	101,6	104,9
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,3	109,5	109,7	103,5	111,3	101,4	101,6	102,2	98,7
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	104,0	105,6	102,5	99,5	103,8	100,7	97,3	97,2	97,3

Izvor: RZS

Do kraja godine očekujemo blagi oporavak industrijske proizvodnje

Kao što smo već istakli, na loše rezultate industrijske proizvodnje u Q1 jednim (ipak manjim) delom uticali su i privremeni činioci, poput remonta proizvodnih postrojenja NIS-a, problemi u proizvodnji EPS-a i drugo. U narednim kvartalima zato očekujemo određeni oporavak industrijske proizvodnje i prelazak u zonu blagog pozitivnog rasta. Taj oporavak biće verovatno dovoljan da industrijska proizvodnja na godišnjem nivou izbegne pad (u prva četiri meseca 2019. pad industrijske proizvodnje bio je 1,5% u odnosu na isti period prethodne godine). U svakom slučaju sada sa sigurnošću možemo konstatovati da je od sredine 2018. došlo do strukturnih promena i da, za razliku od perioda 2015–2017. godine, industrijska proizvodnja više ne pokreće rast BDP-a, već da za njim kaska.

Građevinarstvo

Građevinarstvo je u Q1 ostvarilo rast od preko 10%

Po proceni RZS-a građevinarstvo je u Q1 ostvarilo snažan realni međugodišnji rast od 12,3% (Tabela T2-2). Ovaj rast RZS procenjuje oslanjajući se prvenstveno na Indeks vrednosti građevinskih radova u zemlji koji je u Q1 ostvario realni međugodišnji rast od 13,6%. Analize koje redovno sprovodimo u *QM*-u ukazuju, međutim, na to da su procene RZS-a o kretanju građevinarstva sistematski nepouzdani od drugih sektora privrede. Problem sa praćenjem građevinarstva je u tome što u njemu posluje veliki broj malih privatnih kompanija koje se brzo osnivaju i gase, što zvanična statistika otežano prati, a dobar deo aktivnosti obavlja se i u sivoj zoni, van vidokruga RZS-a. Mi zato, uz zvanične podatke iz statistike građevinarstva, uvek pratimo i čitav niz dodatnih indikatora preko kojih posredno i ne do kraja precizno ali relativno pouzdano, pratimo osnovna kretanja u ovom sektoru privrede. Ti dodatni indikatori su nam na primer tokom 2018. ukazivali na dosta drugaćiju (i verovatniju) kretanje građevinske aktivnosti od onog koji je prikazivala zvanična statistika.⁵ U Q1, međutim, svi dodatni indikatori bili su konzistentni sa zvaničnim procenama RZS-a. Zbog toga zaključujemo da je građevinarstvo u Q1 zaista imalo visok, dvocifren, međugodišnji rast između 10 i 15%.

Dodatni indikatori koje smo koristili za pouzdaniju ocenu kretanja građevinske aktivnosti su kretanje zaposlenosti i plata zaposlenih u građevinarstvu i proizvodnja cementa. Što se trendova na tržištu rada tiče – broj registrovanih zaposlenih, ali i broj ukupno zaposlenih u građevinarstvu uključujući i neformalni sektor (koji meri Anketa o radnoj snazi), pokazuje međugodišnji rast u Q1 od oko 10%, a realni rast bruto plata u građevinarstvu iznosio je 4,5%. Dakle, kretanje mase zarada u građevinarstvu jeste nesporno konzistentno sa visokim međugodišnjim rastom građevinske aktivnosti od preko 10%.

⁵ Za više detalja videti *QM55* ili neko od izdanja *QM*-a iz 2018. godine.

**Proizvodnja cementa
ima međugodišnji
porast od 12%**

**Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja cementa,
2001–2019. godine**

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	103,7	108,1	110,1	105,9
2009	34,1	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3
2012	107,9	88,3	58,2	84,9	79,6
2013	83,5	78,7	127,6	93,5	94,9
2014	136,2	90,3	96,2	104,7	101,5
2015	77,9	112,4	104,5	108,7	103,1
2016	120,2	109,8	109,9	100,4	108,9
2017	110,4	104,1	96,4	118,7	105,9
2018	107,5	110,6	112,8	106,3	109,7
2019	112,2	-	-	-	-

izvor: QM na osnovu podataka RZS

**U 2019. očekujemo
rast građevinarstva
od oko 10%**

Kao najpouzdaniji dodatni indikator koji opisuje kretanje građevinske aktivnosti izdvajamo proizvodnju cementa. Naime, cement se koristi u gotovo svim vrstama građevinskih radova, njegova proizvodnja se relativno lako i pouzdano prati (manji broj cementara), a potrošnja cementa je približno jednaka njegovoj proizvodnji, jer se kopnenim putem ne isplati njegov dugačak transport, tj. spoljna trgovina ovog proizvoda je relativno mala. Proizvodnja cementa u Q1 zabeležila je međugodišnji rast od 12,2% (Tabela T2-9).

Gradevinska aktivnost u Q1 po pravilu nije reprezentativna za ocenu godišnjih trendova ovog sektora privrede, jer je pod velikim uticajem meteoroloških uslova i građevinska sezona nije u punom jeku. Dovoljna je, na primer, nešto toplija zima, sa većim brojem radnih dana, da međugodišnji indeksi pokazuju veliki rast koji se onda u narednim kvartalima lako može pokazati kao

neodrživ. Analiza QM-a, međutim, pokazuje da to nije bio slučaj u Q1 2019. i da će visok rast građevinarstva da se najverovatnije produži do kraja godine. Naime, zima 2019. nije bila osetno drugačija od prethodne godine, a postoje i ekonomski argumenti koji podržavaju ocenu da će rast građevinarstva tokom čitave 2019. biti visok – kreditna aktivnost stanovništva i privrede ima solidan rast, kamatne stope su i dalje na istorijski veoma niskim nivoima, a država nastavlja da povećava investiranje u infrastrukturu.

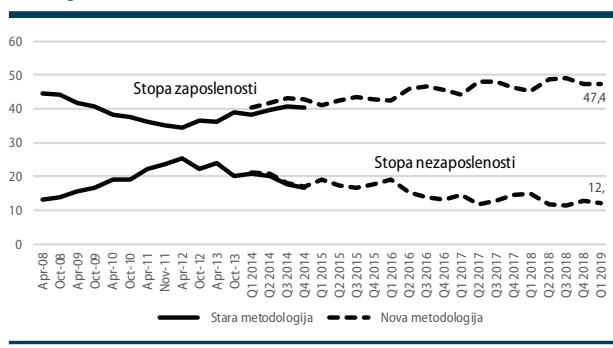
3. Tržište rada

Prema podacima Ankete o radnoj snazi (ARS) osnovni indikatori tržišta rada su u Q1 2019. zabeležili umerena poboljšanja u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stope aktivnosti i zaposlenosti su povećane, a stopa nezaposlenosti je smanjena. Stopa aktivnosti je iznosila 53,9%, i veća je za 1 procentni poen (pp) u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa zaposlenosti je iznosila 47,4% u Q1 2019, a stopa nezaposlenosti je iznosila 12,1%. Broj nezaposlenih lica prema ARS-u je smanjen za 81,6 hiljada, odnosno za 17,4% međugodišnje. Smanjenje broja nezaposlenih lica je posledica rasta privredne aktivnosti, ali i masovne emigracije stanovništva. Broj zaposlenih lica je povećan za 4,5%, pri čemu je formalna zaposlenost povećana za 6,4%, dok je neformalna smanjena za 3,6% u Q1 2019. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa neformalne zaposlenosti je iznosila 17,1%. Ukupna i formalna zaposlenost u Q1 rastu više nego realni rast bruto dodate vrednosti (BDV) koji je iznosio 2,3%. S druge strane, međugodišnji rast registrovane zaposlenosti (CROSO) je iznosio 2,7%, što je u skladu sa kretanjem privredne aktivnosti. Zaposlenost je porasla u svim delatnostima, pri čemu je najveći međugodišnji rast ostvaren u građevinarstvu od 13,3%. Zaposlenost je ostvarila međugodišnji rast u privatnom sektoru za 5% i pad od 1,3% u javnom sektoru. Rast registrovane zaposlenosti u privatnom sektoru je posledica rasta privredne aktivnosti, kao i suzbijanja sive ekonomije. S druge strane, smanjenje zaposlenosti u javnom sektoru iako ocenjujemo kao pozitivan trend, verovatno je manje posledica restrukturiranja javnog sektora, a više posledica ostalih faktora (odlazak u penziju, privatizacija preostalih državnih preduzeća, odlazak u stečaj, itd.). Međugodišnji rast zarada u Q1 je iznosio 9,5% nominalno i 6,9% realno. Realni rast zarada je dosta veći od realnog međugodišnjeg rasta BDV-a. Veliki rast zarada uz skoro nepromenjenu produktivnost rada (CROSO zaposlenost) dovodi do velikog realnog rasta jediničnih troškova rada. Realni jedinični troškovi rada su ostvarili rast od 7,3% međugodišnje. Zarade su idalje najveće u javnim preduzećima, potom u javnom sektoru (javna preduzeća i sektor opšte države). Zarade su 28% veće u javnim preduzećima u odnosu na privatni sektor, dok su skoro 20% veće u javnom sektoru u odnosu na privatni sektor u Q1 2019. Nominalni međugodišnji rast zarada je iznosio oko 10% u i javnom i u privatnom sektoru, kao i u javnim preduzećima. Rast zarada u privatnom sektoru je posledica i veće tražnje za radom u odnosu na ponudu radne snage i emigracije stanovništva. Masovna emigracija radnika različitih profila lokalnom stanovništvu daje bolju pregovaračku moć i mogućnost da ispregovaraju veće zarade. Od 1. januara 2019. godine ukinuti su doprinosi za nezaposlenost na teret poslodavca, čime je smanjeno ukupno fiskalno opterećenje rada sa 63% na 62%. Prosečne neto zarade su iznosile 455 evra, dok su troškovi poslodavca iznosili 735 evra u Q1 2019. Usled nepromenjenog kursa dinara u Q1 2019. u odnosu na Q1 2018, međugodišnji rast zarada u evrima odgovara rastu zarada u dinarima.

Stopa zaposlenosti je povećana u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok je stopa nezaposlenosti smanjena...

Smanjenje nezaposlenosti je posledica rasta privredne aktivnosti i masovne emigracije

Grafikon 3. 1 Kretanje stope zaposlenosti i nezaposlenosti, 15+, 2008-Q1 2019.



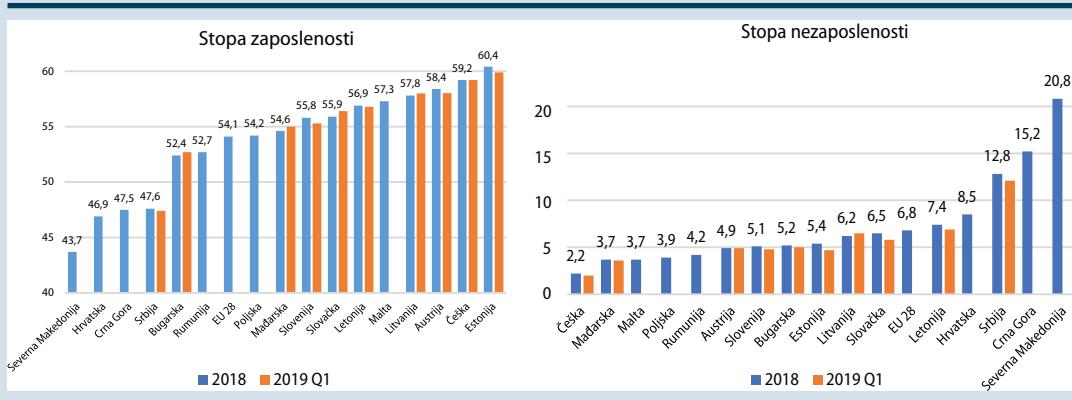
Zaposlenost i nezaposlenost

Stopa zaposlenosti u Q1 2019. je iznosila 47,4%, a stopa nezaposlenosti je iznosila 12,1%. U odnosu na isti kvartal prethodne godine stopa zaposlenosti je povećana za 2,3 pp dok je stopa nezaposlenosti smanjena za 2,7 pp. Grafikon 3. 1 prikazuje kretanje stope zaposlenosti i nezaposlenosti u periodu od 2008. godine.

Okvir 1. Poređenje stope zaposlenosti i stopa nezaposlenosti u Srbiji i zemljama Centralne i Istočne Evrope

Iako je stopa nezaposlenosti značajno smanjena, ona je i dalje visoka, dosta veća od zemalja Centralne i Istočne Evrope (CEI). Grafikon 3. 2 prikazuje kretanje stope zaposlenosti i stope nezaposlenosti u 2018. i prvom kvartalu 2019. za odabране zemlje (Severna Makedonija, Hrvatska, Crna Gora, Srbija, Bugarska, Rumunija, Poljska, Mađarska, Slovenija, Slovačka, Letonija, Malta, Litvanija, Austrija, Češka i Estonija). Podaci za Q1 2019. nisu još uvek dostupni za sve posmatrane zemlje. Stopa nezaposlenosti na nivou EU28 iznosi 6,8% u 2018. Najniža stopa je u Češkoj i iznosi 2,2%, dok je najveća stopa u zemljama Balkana. Stopa nezaposlenosti je iznosila čak 20,8% u Severnoj Makedoniji i 15,2% u Crnoj Gori. Iako Hrvatska ima dosta nižu stopu nezaposlenosti od Srbije 8,5%, ona ima veću stopu nezaposlenosti od ostalih odabranih zemalja EU. Stopa zaposlenosti je najmanja u Severnoj Makedoniji, potom u Hrvatskoj, Crnoj Gori i Srbiji. S druge strane, Srbija ima značajno nižu stopu zaposlenosti u odnosu na Estoniju i Češku koje imaju stopu zaposlenosti od 60%. U odnosu na prosek EU28, Srbija ima 6 pp nižu stopu zaposlenosti u 2018. Osnovni podaci tržišta rada (stopa zaposlenosti i nezaposlenosti) pokazuju da je Srbija još uvek daleko iza zemalja Centralne i Istočne Evrope.

Grafikon 3. 2 Stopa zaposlenosti i stopa nezaposlenosti u zemljama Evrope, 15+, u %, 2018. i Q1 2019.



Izvor: Eurostat, za Q1 2019. za Srbiju, Češku i Austriju nacionalni statistički zavodi.

Ukupna zaposlenost (ARS) raste za 4,5% međugodišnje, dok je rast registrovane zaposlenosti (CROSO) 2,7%

Rast registrovane zaposlenosti je u skladu sa kretanjem realne stope rasta BDV-a od 2,3%

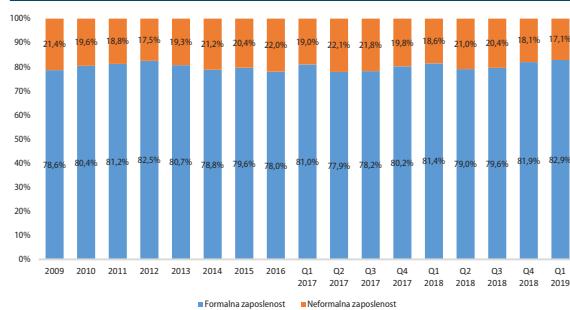
Neformalna zaposlenost je smanjena. Stopa neformalne zaposlenosti iznosi 17,1%

Broj nezaposlenih lica prema ARS-u je iznosio 387 hiljada u Q1 2019. i manji je za 81,6 hiljada u odnosu na isti kvartal prethodne godine, odnosno relativno smanjenje je iznosilo 17,4%. Broj nezaposlenih lica je značajno smanjen delimično kao posledica rasta privredne aktivnosti, dok je verovatno znatnim delom posledica masovne emigracije stanovništva. Broj aktivnih lica je povećan za 1,3% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Značajan pad broja nezaposlenih i mali rast broja aktivnih su doveli do smanjenja stope nezaposlenosti u posmatranom periodu.

Broj formalno i neformalno zaposlenih lica je iznosio oko 2 miliona 811 hiljada lica u Q1 2019., što je za 122 hiljada lica više nego u istom kvartalu 2018. Relativni rast je iznosio 4,5%. Broj formalno zaposlenih lica je iznosio 2 miliona i 329 hiljada lica, dok je broj neformalno zaposlenih iznosio 482 hiljade u Q1 2019. Formalna zaposlenost je povećana za 6,4%, dok je neformalna zaposlenost smanjena za 3,6%, međugodišnje. Stopa neformalne zaposlenosti je iznosila 17,1% i to je za 1,5 pp manje u odnosu na isti kvartal prethodne godine. RZS je objavio podatak i o broju formalno zaposlenih prema strožoj definiciji (pored ugovora o radu uzima i kriterijum obaveznog socijalnog osiguranja zaposlenog). Taj broj iznosi 2.181 hiljada i on približno odgovara broju registrovanih zaposlenih prema CROSO izvoru. Registrovana zaposlenost prema CROSO izvoru iznosi 2 miliona 148 hiljada lica. Registrovana zaposlenost je porasla za 2,7% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Rast registrovane zaposlenosti je u skladu sa kretanjem stope realnog rasta BDV-a od 2,3% međugodišnje. S druge strane, ukupna i formalna zaposlenost raste znatno brže od stope realnog rasta BDV-a u posmatranom periodu. Vidimo da se struktura zaposlenosti menja u korist formalne zaposlenosti (Grafikon 3. 3), u Q1 2019. učešće formalno

3. Tržište rada

Grafikon 3. 3 Formalna i neformalna zaposlenost (15+) u % od ukupne zaposlenosti, 2009-Q1 2019.



Napomena: Prekid u seriji 2014.

Izvor: ARS, RZS

1 prikazuje kretanje broja zaposlenih i BDV prema sektorima delatnosti u periodu od 2016. do Q1 2019.

Tabela 3. 1 Kretanje broja zaposlenih (15+) i realne BDV prema sektorima delatnosti, međugodišnja promena, %

	2016				2017				2018				2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Zaposlenost ukupno CROSO	-0,3	1,2	1,3	2,1	2,3	2,6	2,7	2,8	3,3	3,2	3,3	3,4	2,7
Formalna zaposlenost ARS	1,9	2,7	3,8	5,2	4,9	5,1	5,5	2,6	1,9	2,1	3,4	4,1	6,4
Zaposlenost ukupno ARS	2,7	6,7	7,2	5,8	3,2	4,3	2,4	1,2	1,4	0,5	1,6	1,9	4,5
BDV ukupno	4,2	3,5	4,4	3,2	1,8	2,0	2,3	2,4	5,2	5,1	4,3	3,4	2,3
Zaposlenost poljoprivreda	-3,7	6,0	6,1	-3,4	-8,0	-1,6	-2,9	-7,8	-7,1	-8,6	-7,6	-1,2	5,4
BDV poljoprivreda	7,5	4,6	11,8	8,1	-7,7	-10,6	-13,7	-11,4	12,6	15,9	17,2	15,6	-3,1
Zaposlenost industrija	4,2	7,8	7,9	7,6	9,3	8,4	7,7	6,3	12,0	12,3	6,1	0,9	3,9
BDV industrija	6,1	2,1	3,2	2,8	0,1	2,9	5,6	2,8	5,5	2,4	-1,0	-2,5	-1,6
Zaposlenost građevinarstvo	-2,9	4,0	-2,1	-1,8	-12,6	8,2	-0,6	2,5	20,5	0,5	6,8	10,4	13,3
BDV građevinarstvo	16,9	10,0	12,4	-2,0	-0,5	-0,4	4,1	16,0	26,7	20,4	9,9	2,7	12,3
Zaposlenost usluge	4,7	6,8	8,2	9,1	5,7	4,6	2,7	2,0	-1,2	-0,8	2,6	2,6	3,9
BDV usluge	2,3	3,3	2,9	3,0	3,5	3,2	3,3	2,9	3,1	4,0	3,9	4,3	3,7

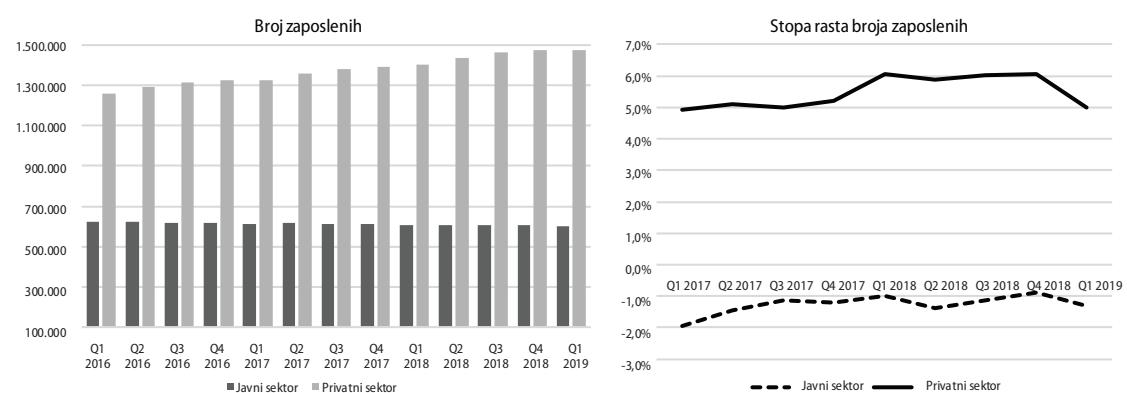
Napomena: Izvor za zaposlenost je ARS, osim za ukupnu zaposlenost koja je navedene i prema ARS i prema CROSO. Podaci za BDV su revidirani podaci za 2015. i 2016, dok su za 2018. i 2019. prethodni podaci.

Izvor: RZS (ARS, SNR i CROSO)

Zaposlenost raste u privatnom sektoru, a smanjuje se u javnom sektoru

Zaposlenost je smanjena u svim delovima javnog sektora u odnosu na isti period prethodne godine, pri čemu je najveće smanjenje zabeleženo u državnim preduzećima od 4,1%

Grafikon 3. 4 Kretanje zaposlenosti u javnom i privatnom sektoru, broj zaposlenih (levi grafikon) i stopa rasta (desni grafikon), Q1 2016 – Q1 2019.



Napomena: Podatak za Q1 2019. je prethodni podatak.

Izvor: CROSO, RZS

Ukupan broj zaposlenih u javnom sektoru je iznosio 598.493, od čega je broj zaposlenih u javnim preduzećima 144.154 u Q1 2019. Broj zaposlenih u sektoru opšte države je iznosio 454.339 (budžetski korisnici). Broj zaposlenih u privatnom sektoru je iznosio 1.475.044. Broj zaposlenih u javnom sektoru je smanjen međugodišnje za 7.851, odnosno za 1,3%. Broj zaposlenih u privatnom

zaposlenih lica u ukupnoj zaposlenosti je iznosilo 82,9%, dok je učešće neformalne zaposlenosti iznosilo 17,1%.

Zaposlenost je porasla u Q1 2019. u odnosu na isti kvartal prethodne godine u svim delatnostima, u poljoprivredi, industriji, građevinarstvu i uslugama. Rast zaposlenosti u poljoprivredi je iznosio 5,4%, dok je u prethodnom periodu u svakom kvartalu (od Q4 2016. do Q4 2018) poljoprivreda beležila međugodišnje smanjenje broja zaposlenih. Najveći međugodišnji rast broja zaposlenih je ostvarilo građevinarstvo od 13,3%. Međugodišnji realni rast BDV u građevinarstvu je iznosio 12,3%. Tabela 3.

sektoru je ostvario rast od 70.313 međugodišnje, odnosno rast od 5%. U odnosu na prvi kvartal 2016, u prvom kvartalu 2019. broj zaposlenih u javnom sektoru je smanjen za 4,2%, dok je u privatnom sektoru povećan za 16,8%. Kontinuirano smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru i povećanje u privatnom sektoru predstavlja pozitivan trend. Iako administracija na nivou lokalne samouprave beleži međugodišnje smanjenje broja zaposlenih (Q1 2019/Q1 2018), u Q1 2019. u odnosu na Q1 2016. broj zaposlenih se značajno povećao (za 4,7%). Zdravstveni i socijalni rad beleže smanjenje broja zaposlenih u Q1 2019. u odnosu na Q1 2016. za 2,8%, što ocenjujemo kao negativan trend. Broj zaposlenih u javnom i privatnom sektoru, kao i međugodišnja promena broja zaposlenih u javnom i privatnom sektoru je prikazana grafički (Grafikon 3. 4).

Zarade

Neto zarade su u Q1 2019. iznosile oko 54.000 dinara i ostvarile su međugodišnji rast od 9,5% nominalno i 6,9% realno

Realni rast zarada veći je od realnog rasta BDV-a, što ocenjujemo kao negativan trend

Produktivnost rada (CROSO zaposlenost) je neznatno smanjena u Q1 2019. u odnosu na Q1 2018, dok su jedinični troškovi rada značajno povećani (7,3%)

Ukoliko se koriste podaci ARS o broju zaposlenih lica, rast realnih jediničnih troškova rada je još veći i iznosi 9,2% međugodišnje

Visoko učešće privatne potrošnje u BDP-u Srbije (oko 70% u odnosu na uobičajenih 60% u zemljama CIE) ne ostavlja prostor za brži rast zarada od rasta produktivnosti u dužem vremenskom periodu

U Q1 2019. prosečne nominalne neto zarade su iznosile 53.739 RSD. Nominalne neto zarade su porasle za 9,5%, dok je realni rast iznosio 6,9%. Zarade su realno porasle mnogo više nego što je realni rast BDV-a (2,3%). Broj registrovanih zaposlenih lica je porastao za 2,7%, što znači da je produktivnost nešto smanjena (-0,4%). Veliki rast realnih zarada uz manji pad produktivnosti rada dovodi do značajnog rasta realnih jediničnih troškova rada od 7,3% međugodišnje. Ukoliko bismo koristili podatke ARS o kretanju broja zaposlenih lica, produktivnost je manja za 2,1% međugodišnje, dok su realni jedinični troškovi rada povećani za 9,2%. Realni rast zarada od 6,9% u periodu kada je ekonomska aktivnost porasla za 2,3% nije opravдан niti dugoročno održiv. Od prvog januara 2019. godine ukinuti su doprinosi za nezaposlenost na teret poslodavca (0,75%), čime je ukupno fiskalno opterećenje zarada smanjeno sa 63% na 62%. Ukupna stopa doprinosa na zarade je smanjena sa 37,8% na 37,05%.

Brži rast realnih zarada od rasta BDP u Srbiji tokom poslednje dve godine, deo je šireg trenda koji je zahvatio i zemlje Centralne i Istočne Evrope. Osnovni pokretač snažnog rasta zarada u zemljama CEI su kretanja na tržištu rada, a pre svega masovna emigracija radnika iz zemalja CIE u razvijene zemlje EU. Međutim, brži rast zarada od rasta produktivnosti smanjuje cenovnu konkurentnost zemlja CIE, što može da ima za posledicu rast spoljnog deficit, manje investicije i u krajnjoj instanci sporiji rast u budućnosti. Negativni efekti takve politike u dužem vremenskom periodu su se u novijoj istoriju ispoljili u zemljama južne Evrope, a naročito u Grčkoj. Negativne posledice bržeg rasta zarada od rasta produktivnosti u dužem periodu naročito bi mogле da budu snažne u Srbiji, jer je ona i pre početka ovog trenda imala visok spoljni deficit, visoku tekuću potrošnju i niske investicije u odnosu na BDP, visoku stopu nezaposlenosti i dr. Sa stanovišta cenovne konkurentnosti privrede Srbije naročito je nepovoljno što se uporedio sa bržim rastom zarada od produktivnosti sprovodi i politika jakog dinara.

Prosečne zarade su bile najveće u javnim preduzećima i iznosile su 64.858 RSD, potom u javnom sektoru¹ (60.528 RSD), a značajno manje u privatnom sektoru 50.519 RSD. Vidimo da su zarade u javnim preduzećima u proseku oko 15.000 RSD veće nego u privatnom sektoru, odnosno za 28,4% veće u Q1 2019. Razlika između prosečnih zarada u javnom sektoru i u privatnom sektoru je iznosila oko 10.000 RSD, odnosno zarade u javnom sektoru su veće za 19,8% nego u privatnom sektoru u Q1 2019. Zarade u sektoru opšte države su ostvarile međugodišnji nominalni rast u Q1 2019. u odnosu na isti kvartal prethodne godine od 9,6%. U javnom sektoru međugodišnji nominalni rast zarada je iznosio 9,4%. Rast zarada u javnim preduzećima je iznosio 8,8%. Rast zarada u privatnom sektoru je bio nešto veći nego u javnom sektoru i njegovim delovima i iznosio je 10,1%. Međugodišnja stopa inflacije je iznosila 2,4%, pa je realni rast zarada u javnom i privatnom sektoru iznosio oko 6%-7%, međugodišnje. Grafikon 3. 5 prikazuje kretanje prosečnih

¹ Javni sektor je deo nacionalne ekonomije koji obuhvata opšti nivo države, kao i nefinansijska preduzeća pod kontrolom države (javna i druga državna preduzeća) koja se primarno bave komercijalnim aktivnostima (Zakon o budžetskom sistemu, „Službeni glasnik RS“, br. 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013, 108/2013, 142/2014, 68/2015 i 103/2015). Prema tome, javni sektor obuhvata korisnike budžetskih sredstava u delatnosti obrazovanja, kulture, zdravstvenog i socijalnog rada i državnu administraciju, kao i javna preduzeća koja osniva država ili jedinice lokalne samouprave, i koja obavljaju delatnost od opštег interesa (Zakon o javnim preduzećima i obavljanju delatnosti od opštег interesa, „Službeni glasnik RS“, br. 119/2012, 116/2013 i 44/2014). Osim javnih preduzeća u državnom vlasništvu se nalazi i deo neprivatizovanih bivših društvenih preduzeća. Javni sektor se razvrstava na sledeće podskupove: javna državna preduzeća, javna lokalna preduzeća, administracija – nivo države, administracija – nivo autonomne pokrajine, administracija – nivo lokalne samouprave, zdravstveni i socijalni rad, i obrazovanje i kultura.

Prosečne zarade su najveće u javnim preduzećima i iznose oko 65.000 RSD

Prosečne zarade u javnom sektoru iznose oko 60.000 RSD, dok su u privatnom sektoru oko 50.000 RSD

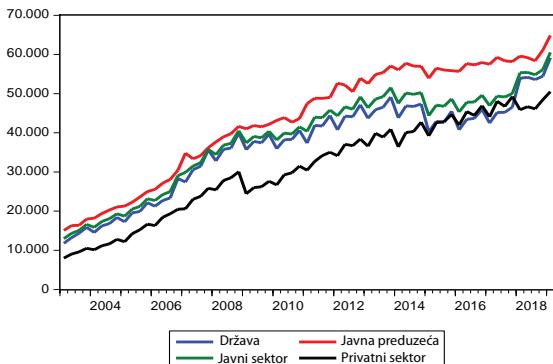
Razlika u zaradama između javnih preduzeća i privatnog sektora iznosi 28,4%, dok je razlika u zaradama između javnog sektora i privatnog sektora 19,8%

Međugodišnji nominalni rast zarada u javnom sektoru, javnim preduzećima i privatnom sektoru je iznosio oko 10%

Međugodišnji rast zarada u evrima odgovara rastu zarada u dinarima u Q1 2019., usled nepromjenjenog deviznog kursa

Međugodišnji rast zarada u evrima je iznosio 9,7%

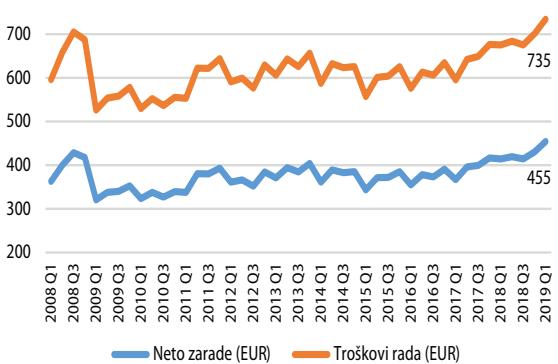
Grafikon 3. 5 Kretanje prosečnih neto zarada, javni sektor, javna preduzeća, sektor opšte države i privatni sektor, Q1 2003-Q1 2019.



Napomena: Prekid serije 2009. i 2018.

Izvor: RZS

Grafikon 3. 7 Kretanje prosečnih neto zarada i troškova rada u EUR



Napomena: Prekid serije 2009. i 2018.

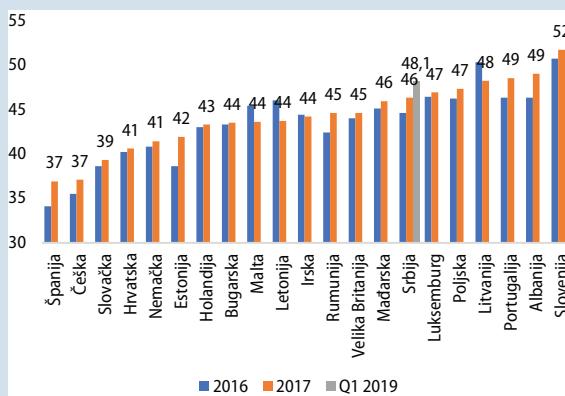
Izvor: Proračun autora na podacima RZS i NBS.

neto zarada u javnom i privatnom sektoru, kao i u delovima javnog sektora (javna preduzeća i sektor opštine države).

Usled masovnog odlaska radnika u inostranstvo došlo je do značajnijih promena na tržištu rada. Promenio se odnos ponude i tražnje za radom, koji utiče na bolju pregovaračku poziciju radnika i na rast zarada u privatnom sektoru.

Prosečne neto zarade u evrima su iznosile 455 evra, dok su troškovi poslodavca iznosili 735 evra. Međugodišnji rast zarada u evrima je iznosio 9,7%, dok su troškovi poslodavca porasli za 8,7%. Rast zarada u evrima je nakon dužeg vremena jednak rastu zarada u dinarima (Q1 2019. u odnosu na Q1 2018). Devizni kurs u Q1 2019. i u Q1 2018. je bio gotovo nepromjenjen, 118,2 i 118,4, respektivno, stoga rast zarada u evrima nije posledica promene kursa veća nominalnog rasta zarada u dinarima od 9,5%. Grafikon 3. 7 prikazuje kretanje prosečnih neto zarada u evrima i troškove poslodavca u evrima.

Grafikon 3. 6 Odnos minimalne zarade i prosečne zarade u zemljama EU i zemljama kandidatima za članstvo u %, 2016. i 2017. godina



Napomena: Podatak za Q1 2019. za minimalnu zaradu je Socioekonomski savet, za prosečnu zaradu je RZS.

Izvor: Eurostat

Okvir 2. Odnos minimalne i prosečne zarade u Evropi

Minimalna neto cena rada po času je iznosila 143 RSD u 2018. i povećana je na 155,3 RSD u 2019. Nominalni rast minimalne neto cene rada po času iznosi 8,6%. Prosečan rast cena u prvih 5 meseci 2019. u odnosu na isti period prethodne godine je iznosio 2,5%. Realni rast minimalne neto cene rada po času za prvih 5 meseci 2019. u odnosu na isti period prethodne godine iznosi 5,9%. Prema podacima Eurostata odnos minimalne zarade i prosečne zarade¹ u 2017. godini je iznosio 46,3% u Srbiji, što je bilo malo iznad proseka za zemlje EU² u kojima je iznosio 44,1%. Međutim, nakon toga u dve naredne godine minimalna zarada je značajno povećana tako da je u prva tri meseca ove godine odnos minimalan i prosečne zarade iznosio

¹ Prosečna zarada uključuje delatnosti B-S (NACE Rev.2) osim ektrateritorijalnih organizacija i tela i delatnosti domaćinstva kao poslodavca. Prosečna zarada je bruto zarada.

² Minimalna zarada postoji u 22 od 28 zemalja EU. Ne postoji nacionalna minimalna zarada u 6 zemalja EU i u zemljama EFTA. Zemlje koje nemaju nacionalnu minimalnu zaradu su: Danska, Italija, Kipar, Austrija, Finska, Švedska, Island, Norveška i Švajcarska. Zemlje kandidati za članstvo u EU koje imaju minimalnu zaradu su: Albanija, Severna Makedonija, Crna Gora, Turska i Srbija.

48,1%. Povećanje odnosa minimalne i prosečne zarade u Srbiji tokom poslednje dve godine, slično kao i u drugim zemljama CIE, predstavlja pokušaj da se kroz povećanje zarade uspore emigracije radne snage. Međutim, druga strana bržeg rasta minimalne i prosečne zarade od rasta produktivnosti je smanjenje cenovne konkurentnosti ovih zemalja. Najmanji odnos ima Španija 36,9%, dok najveći odnos ima Slovenija 51,7% u 2017. U 2017. u odnosu na 2016. odnos minimalne i prosečne zarade se povećao u većini zemalja, dok se u nekoliko zemalja taj odnos smanjio. Najveće smanjenje je bilo u Letoniji i Litvaniji, 2,3 pp i 2,1 pp, respektivno. Najveći rast je imala Estonija, 3,3 pp, potom Španija 2,8 pp, Albanija 2,7 pp. U Srbiji je rast iznosio 1,7 pp. Grafikon 3. 6 prikazuje odnos minimalne i prosečne zarade u zemljama EU i zemljama kandidatima za članstvo u 2016. i 2017. godini.

Dodatak

Tabela D 3. 1 Osnovni indikatori tržišta rada prema ARS i CROSO, Q1 2014- Q4 2018.

	2014				2015				2016				2017				2018				2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Stopa aktivnosti (%)	51,0	52,6	52,5	51,6	50,8	51,5	52,0	51,9	52,6	54,1	54,3	52,3	51,8	54,5	55,3	54,2	52,9	55,2	55,5	54,4	53,9
Stopa zaposlenosti (%)	40,2	41,8	43,1	42,9	41,2	42,6	43,4	42,7	42,6	45,9	46,8	45,5	44,2	48,1	48,2	46,3	45,1	48,6	49,2	47,4	47,4
Stopa nezaposlenosti (%)	21,3	20,7	17,9	17,0	19,0	17,3	16,6	17,7	19,0	15,2	13,8	13,0	14,6	11,8	12,9	14,7	14,8	11,9	11,3	12,9	12,1
Stopa neformalne zaposlenosti (%)	19,7	20,4	22,8	21,8	19,7	19,7	21,5	20,4	20,3	22,7	24,1	20,9	19,0	22,1	21,8	19,8	18,6	21,0	20,4	18,1	17,1
Broj zaposlenih u 000, (ARS)	2453,6	2548,3	2626,8	2609,0	2504,1	2587,8	2623,9	2580,8	2570,7	2761,5	2814,0	2731,4	2652,2	2881,0	2881,9	2763,6	2688,3	2896,8	2929,3	2817,4	2810,5
Indeks zaposlenosti (2014=100), (ARS)	95,9	99,6	102,6	101,9	97,8	101,1	102,5	100,8	100,4	107,9	109,9	106,7	103,6	112,6	112,6	108,0	105,0	113,2	114,5	110,1	109,8
Broj formalno zaposlenih u 000, (ARS)	1969,3	2029,5	2027,6	2041,4	2010,5	2078,3	2058,6	2053,5	2048,7	2134,9	2136,6	2160,7	2148,1	2243,0	2253,5	2217,2	2188,2	2289,6	2330,4	2308,2	2328,5
Indeks formalno zaposlenih (2014=100), (ARS)	97,6	100,6	100,5	101,2	99,7	103,0	102,1	101,8	101,6	105,9	105,9	107,1	106,5	111,2	111,7	109,9	108,5	113,5	115,5	114,4	115,4
Broj zaposlenih u 000, (CROSO)	1835,8	1844,9	1850,3	1851,0	1977,0	1982,0	1993,7	1994,0	1978,0	2008,3	2023,0	2030,3	2024,3	2061,5	2077,7	2086,7	2092,2	2126,6	2146,8	2158,7	2147,9
Indeks zaposlenosti (2014=100), (CROSO)	99,5	100,0	100,3	100,3	107,1	107,4	108,0	108,0	107,2	108,8	109,6	110,0	109,7	111,7	112,6	113,1	113,4	115,2	116,3	117,0	116,4

Izvor: Proračun autora na podacima RZS.

Tabela D 3. 2 Realne neto zarade i troškovi poslodavca u EUR, Q1 2014- Q4 2018.

	2014				2015				2016				2017				2018				2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1																
361	389	383	386	343	371	372	386	355	378	373	391	367	399	398	416	415	419	414	430	455	
359	382	378	378	351	376	379	389	369	391	382	399	376	417	411	429	404	416	405	425	439	
588	633	623	626	557	601	603	626	576	613	607	635	596	648	647	677	676	684	676	701	735	
582	622	617	615	570	611	617	632	599	635	623	649	611	677	669	699	658	678	660	692	709	

Napomena: Industrija obuhvata delatnosti B, C i D, ponderisana prosečna zarada. Kurs dinara prema evru, prosečni period (NBS).

Izvor: Proračun autora na podacima RZS i NBS.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

U Q1 2019. zabeležen je deficit tekućeg računa u iznosu od 937 miliona evra, tj. 9,2% BDP-a. Time je tekući deficit na relativno višem nivou u odnosu na prethodne kvartalne vrednosti, usled izraženijeg porasta robnog deficit-a. Od početka godine i uvoz i izvoz usporavaju rast, s tim što je rast uvoza robe nešto brži od rasta izvoza (međugodišnje 9,9% i 7,9%, respektivno), što je dovelo do daljeg rasta robnog deficit-a u posmatranom periodu. Desezonirani podaci za Q1 2019. ukazuju na porast izvoza i blago smanjenje uvoza u odnosu na prethodni kvartal, dok aprilski podaci ukazuju na gotovo nepromenjenu dinamiku rasta uvoza kao tokom prva tri meseca, dok je izvoz blago ubrzao rast. Nepovoljni trendovi u spoljnoj trgovini, koji traju već duže od dve godine, a koji su pokrenuti jačanjem dinara i preteranim rastom domaće tražnje, na početku ove godine su dodatno pojačani uvođenjem prohibitivnih carina na prodaju proizvoda na Kosovo i Metohiju, uvođenjem kvota za izvoz čelika u EU i pogoršanjem odnosa razmene. U Q1 zabeležen je neto priliv kapitala od 850 miliona evra, pa su devizne rezerve u ovom periodu porasle za oko 80 miliona evra. Ostvareni su znatan priliv SDI (797 miliona evra, tj. 7,8% BDP-a) i dodatno zaduživanje po osnovu ostalih investicija – rast kredita države i ostalih sektora. U 2019. godini očekujemo dodatni rast spoljnotrgovinskog i tekućeg deficit-a usled bržeg rasta domaće tražnje od rasta proizvodnje i smanjenje cenovne konkurentnosti privrede Srbije usled rasta jediničnih troškova rada i jakog dinara. Na spoljne bilanse u proteklom delu godine nepovoljno je uticao rast cena energenata, kao i pogoršanje međunarodnog statusa Srbije, što se manifestuje kroz uvođene carine na prodaju roba na Kosovo i Metohiju i uvođenje kvota za izvoz čelika u EU. Eventualno uvođene dodatnih protekcionističkih mera od strane EU ili ponovno usporavanje evropskih privreda, nakon oporavka u prvom kvartalu, nepovoljno bi uticalo na spoljnotrgovinske rezultate Srbije.

Tekući deficit u Q1

2019. godine iznosi 937 miliona evra, tj. 9,2% BDP-a i znatno je iznad prethodnih kvartalnih vrednosti

Deficit tekućeg računa u Q1 2019. godine iznosi 937 miliona evra (Tabela T4-1), i znatno je viši od prethodnih kvartalnih vrednosti. Učešće tekućeg deficit-a u BDP-u u prva tri meseca 2019. čini 9,2% BDP-a, što je za 1,8 pp BDP-a iznad nivoa iz istog perioda 2018. Ovaj rast tekućeg deficit-a najvećim delom je posledica rasta robnog deficit-a (koji je viši za 1,3 pp BDP-a u odnosu na onaj iz Q1 2018). Učešće deficit-a primarnog dohotka¹ i usluga u BDP-u je na gotovo nepromjenjenom nivou u poređenju sa Q1 prethodne godine, dok je nešto niže učešće neto priliva na računu sekundarnog dohotka² a u BDP-u (za 0,4 pp BDP-a).

Robni deficit zabeležio znatniji porast, delimično usled vanrednih faktora

Tokom Q1 2019. izvoz je iznosio 3.857 miliona evra, a uvoz 5.180 miliona evra³, pa u Q1 robni deficit iznosi 1.324 miliona evra. Robni deficit čini 13,0% BDP-a, i za 1,3 procenatnih poena BDP-a je viši od ostvarenog učešća u Q1 2018. godine. Ovaj procentualni porast robnog deficit-a predstavlja rezultat rasta učešća uvoza u BDP-u za 2,5 pp BDP-a (i dostiže 50,9%) i rasta učešća izvoza u BDP-u za 1,2 pp BDP-a (koje iznosi 37,9%). Spoljnotrgovinski deficit je takođe zabeležio međugodišnji porast na 1,09 milijardi evra, te u Q1 2019. ovaj deficit čini 10,8% BDP-a i za 1,4 pp je viši u poređenju sa zabeleženim nivoom u Q1 2018 (Grafikon T4-2 i Tabela T4-1).

Pogoršanje rezultata u spoljnotrgovinskoj razmeni na početku 2019. predstavlja nastavak nepovoljnog trenda koji traje od početka 2017. godine, a koji je generisan bržim rastom domaće tražnje od rasta BDP-i smanjenja cenovne konkurenčnosti privrede Srbije usled ekonomski neutemeljenog jačanja dinara i rasta jediničnih troškova rada. Na pogoršanje spoljnotrgovinskog deficit-a uticalo je i pogoršanje odnosa razmene u prošloj i na početku ove godine, kao i pogoršanje međunarodne ekonomske pozicije Srbije, što se manifestuje kroz uvođenje taksi na isporuku proizvoda na Kosovo i Metohiju i uvođene kvota za izvoz čelika u EU. Pad proizvodnje u FIAT-u, doskora najvećem izvozniku iz Srbije, dodatno je uticao na pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa.

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

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

³ Podaci NBS za uvoz i izvoz robe, kao i robni bilans, razlikuju se od podataka RZS-a (koje koristimo u narednim delovima teksta: Izvoz i Uvoz) jer ne uključuju robu na doradi (v. Okvir 1 o izmeni metodologije obračuna Platnog bilansa u QM37). Stoga postoji određena razlika u nivoima izvoza i uvoza, kao i stopama rasta, u zavisnosti da li je izvor podataka NBS ili RZS.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

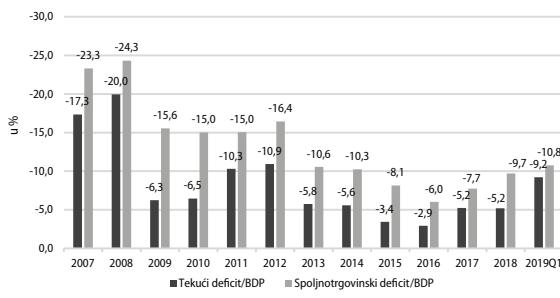
	2016	2017	2018	2018				2019	
				2018					
				Q1	Q2	Q3	Q4		
TEKUĆI RAČUN									
Roba	-1.075	-2.051	-2.223	-724	-354	-556	-589	-937	
Izvoz robe	-3.119	-3.997	-5.245	-1.138	-1.157	-1.240	-1.710	-1.324	
Uvoz robe	12.814	14.066	15.238	3.576	3.927	3.850	3.885	3.857	
Usluge	907	966	1.092	226	247	289	329	230	
Prihodi	4.571	5.246	6.000	1.274	1.409	1.659	1.659	1.497	
Rashodi	3.664	4.280	4.909	1.048	1.162	1.370	1.329	1.267	
Primarni dohodak	-2.022	-2.533	-2.207	-622	-534	-641	-410	-653	
Prihodi	630	568	564	113	159	139	153	125	
Rashodi	2.653	3.101	2.771	736	692	780	563	777	
Sekundarni dohodak	3.159	3.514	4.137	810	1.090	1.036	1.201	810	
Prihodi	3.635	4.097	4.740	951	1.237	1.185	1.368	959	
Rashodi	476	583	602	141	147	149	166	150	
Lični transferi, neto ¹⁾	2.510	2.758	3.222	633	913	854	823	649	
od čega: Dozname radnika	1.874	2.049	2.531	480	741	687	623	470	
KAPITALNI RAČUN- neto	-10	5	-7	6	-3	-7	-2	-2	
FINANSIJSKI RAČUN	-535	-1.648	-1.683	-568	-268	-384	-463	-776	
Direktne investicije	-1.899	-2.418	-3.188	-723	-682	-598	-1.184	-797	
Portfolio investicije	917	827	913	-328	181	32	1.028	49	
Finansijski derivati	9	-21	21	16	-10	12	2	5	
Ostale investicije	740	-265	-552	70	-432	64	-254	-111	
Ostali vlasnički kapital	-1	-1	-1	0	-1	-1	1	0	
Gotov novac i depoziti	220	-623	404	21	-317	79	621	-274	
Krediti	303	-159	-1.303	30	-359	-202	-772	-112	
Centralna banka	23	9	8	4	0	4	0	4	
Depozitne institucije osim centralne banke	279	-235	-603	95	-80	-290	-328	272	
Država	-308	9	-198	-103	-69	114	-141	-192	
Ostali sektori	309	58	-510	34	-210	-30	-303	-196	
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	8	15	0	0	0	0	0	0	
Trgovinski krediti i avansi	209	504	347	18	245	188	-104	275	
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	
Devizne rezerve	-302	228	1.123	398	674	105	-55	79	
GREŠKE I PROPUSTI- neto	549	398	546	150	89	179	128	163	
PRO MEMORIA									
u % BDP-a									
Bilans tekućih transakcija	-2,9	-5,2	-5,2	-7,4	-3,3	-5,0	-5,2	-9,2	
Bilans robne razmene	-8,5	-10,2	-12,3	-11,7	-10,9	-11,3	-15,0	-13,0	
Izvoz robe	34,9	35,9	35,6	36,8	36,8	35,0	34,1	37,9	
Uvoz robe	43,4	46,1	47,9	48,5	47,7	46,2	49,2	50,9	
Bilans robe i usluga	-6,0	-7,7	-9,7	-9,4	-8,5	-8,6	-12,1	-10,8	
Lični transferi - neto	6,8	7,0	7,5	6,5	8,6	7,7	7,2	6,4	
BDP u evrima ²⁾	36.724	39.206	42.782	9.726	10.660	11.014	11.383	10.171	

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

Izvor: NBS

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

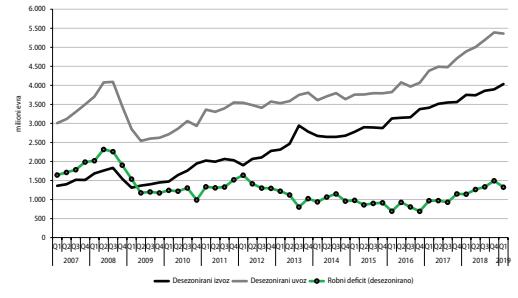
2) Kvartalne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP u evru je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spoljnotrgovinski deficit, 2007-2019Q1

Na rast izvoza u 2019. će nepovoljno uticati eventualno jačanje protekcionističkih mera...

Izvor: NBS, QM

.... dodatni rast domaće tražnje u preizbornoj godini ili jačanje dinara podstakli bi ubrzanje uvoza i usporavanje rasta izvoza

Grafikon T4-3. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2019Q1

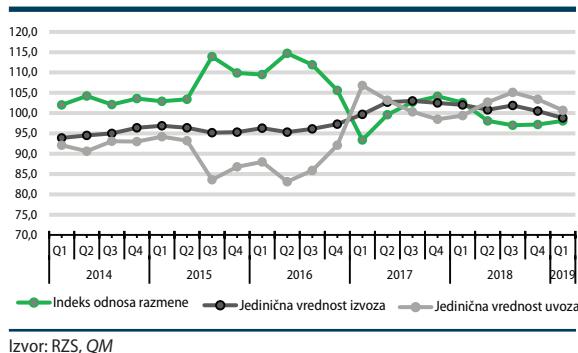
Izvor: NBS, RZS, QM

U Q1 2019. godine uvoz robe beleži relativno brži međugodišnji rast (9,9%), od rasta robnog izvoza (7,9%), što je dovelo do daljeg rasta robnog deficitu u posmatranom periodu. Sa druge strane, prema desezoniranim vrednostima izvoz je za 3,6% viši u Q1 2019. u odnosu na Q4 2018., dok je uvoz niži za 0,5% (Grafikon T4-3). Aprilski podaci RZS-a ukazuju da je stopa rasta izvoza blago ispod stope rasta uvoza robe (8,0% i 8,8%, respektivno). Eventualno jačanje protekcionističkih mera i zadržavanje prohibitivnih carina na isporuku proizvoda iz Srbije na

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Kosovo i Metohiju nepovoljno će uticati na izvoz privrede Srbije. Moguće ponovno usporavanje evropskih privreda, nakon solidnih rezultata u prvom kvartalu, nepovoljno bi uticalo na izvoz, dok bi dodatno povećanje domaće tražnje i jačanje dinara u predizbornoj godini podstaklo rast uvoza i usporavanje izvoza.

Grafikon T4-4. Međugodišnji indeksi odnosa razmene, 2014-2019Q1



Izvor: RZS, QM

Na Grafikonu T4-4. dat je indeks odnosa razmene, koji u Q1 2019. iznosi 98,1. To je blago iznad nivoa iz prethodna dva kvartala (u Q3 i Q4 2018. iznosi oko 97). Ipak, vrednost niža od 100 ukazuje da je količnik izvoznih i uvoznih cena u Q1 2019. ispod nivoa iz Q1 2018. Kretanje odnosa razmene je u velikoj meri pod uticajem kretanja cena naftnih derivata na svetskom tržištu (o čemu smo pisali i u prethodnim brojevima QM-a) i u velikoj meri odslikava njihovo kretanje. Od početka godine dolazi do ponovnog rasta cene naftne nakon pada s kraja 2018., a neizvesnost u pogledu njenog daljeg kretanja dovodi do nemogućnosti procene uticaja odnosa razmene na nivo spoljnotrgovinskog i tekućeg deficitu u 2019. godini.

Priliv na računu sekundarnog dohotka 8,0% BDP-a

Neto priliv na računu sekundarnog dohotka u Q1 2019. iznosi 810 miliona evra, tj. 8,0% BDP-a. Od toga 649 miliona evra, tj. 6,4% BDP-a predstavlja priliv po osnovu ličnih transfera. Iako je priliv na računu sekundarnog dohotka i ličnih transfera u apsolutnom izrazu na prošlogodišnjem nivu, izraženo u BDP-u je za 0,4 i 0,1 pp niži u odnosu na Q1 2018., respektivno (Tabela T4-1).

U mestu planiranog smanjenja deficitu tekućeg računa platnog bilansa u 2019. se očekuje njegov rast

Uvođenje brojnih protekcionističkih mera u svetu, specifični problemi u pojedinim zemljama, prognoziran skromniji ovogodišnji rast u državama koje su najvažniji domaći spoljnotrgovinski partneri i dr., uz očekivani porast domaće tražnje i zadržavanje jakog dinara, gotovo izvesno će dovesti do daljeg porasta robnog deficitu. U 2019. godini izostaće planirano smanjenje tekućeg deficitu, a skoro je sigurno da će deficit u odnosu na BDP biti nešto veći nego prethodne godine. U situaciji kada je pogoršan niz spoljnih faktora (protekcionističke mere, visoke cene energetika, carine na KiM, usporavanje evropskih privreda) eventualni dodatni rast domaće tražnje u predizbornoj godini bi pogoršao spoljnotrgovinski i tekući platni bilans.

U Q1 neto priliv kapitala...

Zapravo, na osnovu ovih podataka možemo da zaključimo da u drugim zemljama ne postoji neki trend pogoršanja na polju eksterne ravnoteže, te da je trend rasta deficitu tekućeg računa u Srbiji u velikoj meri sistemski problem. Takođe, zabeleženo smanjenje tekućeg deficitu u Srbiji u pojedinim godinama u prethodnom periodu nije posledica nekog trajnog poboljšanja. Stoga, sve to ukazuje da je problem eksterne neravnoteže domaće ekonomije u prethodnim godinama samo u jednom periodu bio ublažen kako povoljnim eksternim okolnostima (poboljšanjem odnosa razmene) tako i određenim privremenim političkim merama (fiskalna konsolidacija), ali da je on i dalje prisutan.

...duguje se prilivu po osnovu SDI i ostalih investicija, sa jedne strane, uz manji odliv portfolio investicija, sa druge strane

U Q1 zabeležen je neto priliv kapitala od 852 miliona evra⁴, što je uticalo da su devizne rezerve na kraju Q1 za 79 miliona evra više u poređenju sa nivoom zabeleženim tri meseca ranije (Tabela T4-1).

Priliv SDI je i dalje na značajnom nivou u Q1 2019., ali ispod nivoa ostvarenog tekućeg deficitu. Neto priliv SDI je iznosio 797 miliona evra, što čini 7,8% BDP-a. Takođe, priliv kapitala zabeležen je i usled dodatnog zaduživanja po osnovu ostalih investicija od 111 miliona evra. U okviru ostalih investicija zabeleženo je neto zaduživanje po osnovu kredita za 112 miliona evra, gde su se sa jedne strane zadužili država i ostali sektori, dok su se banke razdužile za 272 miliona evra. Istovremeno, za isti iznos je došlo sa jedne strane do porasta salda na računu *Gotov novac i depoziti* i, sa druge, do smanjenja salda na računu *Trgovinski krediti i avansi*.

⁴ Priliv od 1.015 miliona evra sa računom *Greške i propusti*.

Okvir 1. Nivo tekućeg računa platnog bilansa u Srbiji u poređenju sa tranzisionim evropskim zemljama

Na osnovu najnovijih podataka NBS, deficit tekućeg računa platnog bilansa u Srbiji je u porastu. Najniži nivo tekućeg deficita zabeležen je 2016. godine, kada je iznosio 2,9%. Nakon toga, dve godine uzastopno tekući deficit je na nivou od 5,2%, a od početka 2019. godine iznosi čak 9,2%. Takav trend sugerije da će na nivou 2019. godine izostati poželjno smanjenje deficitu tekućeg bilansa, tj. da će se eksterna neravnoteža i pored poželjnog smanjenja zadržati na znatnom nivou.

U Tabeli T4-5 dati su podaci koji predstavljaju učešće deficitu u BDP-u u Centralno-Istočnim evropskim zemljama, zajedno sa pojedinim zemljama regiona za poslednje četiri godine. Prema prikazanim nivoima, Albanija je imala visok i negativan saldo tekućeg računa, koji je bio iznad ostvarenog deficitu u Srbiji. U poređenju sa svim ostalim izdvojenim zemljama, Srbija znatno prednjači po visini deficitu u odnosu na Rumuniju, Slovačku i Severnu Makedoniju, koje su takođe ostvarivale deficit u sve četiri posmatrane godine. Rumunija je takođe beležila određen porast nivoa deficitu u BDP-u, ali je u 2018. godini on iznosi 4,5%, što je ispod ostvarenog nivoa u Srbiji iste godine (5,2%). Slovačka je u ove četiri godine beležila negativan rezultat u tekućem bilansu, ali je on sve vreme na stabilnom nivou od oko 2% BDP-a. Severna Makedonija je pored Albanije, Srbije, Rumunije i Slovačke takođe ostvarivala deficit u posmatranom četvorogodišnjem periodu, ali je on sa opadajućim trendom, tako da u 2018. godini iznosi samo 0,3% BDP-a.

Tabela T4-5. Učešće tekućeg bilansa u BDP-u, 2015-2018

	2015	2016	2017	2018
Slovenija	4,5	5,5	7,2	7,0
Bugarska	0,0	2,6	3,1	4,6
Hrvatska	4,4	2,5	3,9	2,6
Estonija	1,8	2,0	3,2	1,7
Litvanija	-2,3	-0,8	0,9	1,6
Mađarska	2,7	6,1	2,8	0,4
Češka	0,2	1,6	1,7	0,3
Severna Makedonija	-2,0	-2,9	-1,0	-0,3
Poljska	-0,6	-0,5	0,2	-0,7
Letonija	-0,5	1,6	0,7	-1,0
Slovačka	-1,7	-2,2	-2,0	-2,5
Rumunija	-1,2	-2,1	-3,2	-4,5
Srbija*	-3,4	-2,9	-5,2	-5,2
Albanija	-8,6	-7,6	-7,5	-

Izvor: Eurostat, za Srbiju NBS i QM

Poljska, Letonija i Litvanija su periodično ostvarivale deficite na tekućem računu, ali su oni na znatno nižem nivou i veoma bliski ravnotežnoj vrednosti (0). Ostale posmatrane zemlje su u poslednje četiri godine imale pozitivan saldo na tekućem računu. Posebno visoke nivoe ostvaruje Slovenija, koja je u 2018. godini zabeležila tekući deficit od 7% BDP-a. Posebno treba istaći rezultat na ovom polju koji je zabeležila Bugarska. Prema podacima primetan je brz trend rasta suficita u Bugarskoj. Naime, Bugarska je 2015. godine imala uravnoteženi bilans tekućeg računa, da bi u 2016. i 2017. godini njen deficit dostigao i prestigao 3% BDP-a, a u 2018. godini iznosio čak 4,6% BDP-a (Tabela T4-5).

Izvoz

Tokom Q1 2019. izvoz usporava rast, da bi blago ubrzao u aprilu

U prva tri meseca izvoz iznosi 4,08 milijardi evra, što je za 6,5% iznad vrednosti izvoza iz Q1 prethodne godine (Tabela T4-6). Tako, izvoz usporava rast u odnosu na prethodni kvartal (međugodišnja stopa rasta rasta izvoza u Q4 2018 8,8%). Kao primarni razlozi ovog usporavanja izvoza su spor rast privrede Srbije (ponuda) i slabljenje njene cenovne konkurentnosti (jak dinar, rast jediničnih troškova rada), ali i spor rast Italije i Nemačke koje su naši najvažniji trgovinski partneri, kao i takse na proizvode isporučene na Kosovo i Metohiju i uvođenje kvota za izvoz čelika. U aprilu, dolazi do blagog ubrzanja izvoza, kada je zabeležen međugodišnji rast od 8,0%. Vrednost izvoza drumskih vozila je 32% ispod prošlogodišnjeg nivoa u Q1 2019. i za 9% u aprilu. Time, međugodišnji rast ukupnog izvoza po isključenju drumskih vozila u Q1 iznosi 10,1%, a u aprilu 9,6%, što je solidan rezultat.

Tokom Q1 sve izvozne komponente, osim Energije, Trajnih i Netrajnih proizvoda za široku potrošnju usporavaju rast

Tokom Q1 izvoz najveće dve izvozne grupe: *Intermedijarni i Kapitalni proizvodi* usporava rast. Izvoz ove dve grupe proizvoda zajedno čine 2/3 ukupne izvezene vrednosti (v. Tabelu T4-6). Vrednost izvoza *Intermedijarnih proizvoda* u Q1 beleži međugodišnje povećanje od 5,4%, nakon međugodišnje stope rasta od 11,3% tokom Q4 2018. Rast izvoza *Kapitalnih proizvoda* iznosi 2,3% međugodišnje, nakon rasta od 3,3% u Q4 2018. Sa druge strane, proizvodi za široku

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Tabela T4-6. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2017-april 2019

Učešće u ukupnom izvozu u 2018	2017	2018	2018		2019		2018		2019		
			Q3	Q4	Q1	April	Q3	Q4	Q1	April	
	u %		u milionima evra				u %		u %		
Ukupno	100,0	15.051	16.271	4.068	4.132	4.083	1.412	7,5	8,8	6,6	8,0
Ukupno bez drum. vozila	93,4	13.801	15.203	3.857	3.932	3.869	1.099	8,8	11,6	10,1	9,6
Energija	3,0	382	485	161	118	90	20	49,9	-1,7	8,6	-43,1
Intermedijarni proizvodi	39,4	5.743	6.410	1.598	1.612	1.640	563	6,9	11,3	5,4	10,5
Kapitalni proizvodi	24,2	3.633	3.933	910	1.011	977	348	10,8	3,3	2,3	3,8
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	17,6	2.383	2.864	699	811	762	250	20,7	15,3	18,8	9,8
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,3	811	857	210	224	213	79	3,3	8,1	8,3	9,1
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	21,4	3.358	3.480	897	889	852	301	0,9	3,4	4,8	11,8
Ostalo	6,8	1.124	1.107	293	278	312	100	8,2	49,3	37,6	18,7

Izvor: RZS

potrošnju (trajni i netrajni) blago ubrzavaju međugodišnji rast u Q1 2019. u poređenju sa rastom iz prethodnog kvartala.

Izvezena vrednost energetskih proizvoda znatno varira. U Q3 2018. je međugodišnje porasla za oko 50%, zatim je u Q4 2018. za 1,7% bila ispod vrednosti iz Q4 2017., u Q1 2019. beleži međugodišnji rast od 8,6%, da bi u aprilu bila za 43% ispod prošlogodišnje vrednosti. Kretanje izvezene vrednosti u velikoj meri odslikava kretanje svetskih cena nafte, koje su rasle od početka 2018. blago opale u Q4 2018. da bi opet beležile rast od početka 2019⁵. Ipak, kako izvoz energije čini samo 3% ukupnog izvoza, kretanje vrednosti izvoza energetskih proizvoda se i pored izraženih varijacija ne odražava značajnije na dinamiku ukupnog izvoza.

U aprilu ubrzanje izvoza najviše je posledica ubrzanja rasta *Intermedijarnih dobara*, *Kapitalnih proizvoda* i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* (koje i predstavljaju najveće izvozne grupe – sa učešćem 2/5, 1/4 i 1/5, respektivno, v. Tabelu T4-6), dok je izvoz *Energije* znatno ispod prošlogodišnjeg. Pored izraženijeg pada izvezene vrednosti *Energije*, u aprilu je zabeleženo ubrzanje rasta izvoza kod svih izvoznih komponenti, sa izuzetkom neklasifikovanog izvoza (grupa *Ostalo* usporava rast sa 37,6% u Q1 na 18,7% u aprilu, Tabela T4-6).

U narednom periodu možemo očekivati negativan uticaj na rast izvoza usled revizije naniže rasta privredne aktivnosti zemalja evrozone kao i odloženog efekta realne aprecijacije domaće valute. Dinamika rasta izvoza u narednom periodu biće opredeljena i daljim lokalnim i globalnim potezima u pogledu barajera spoljnotrgovinske razmene, u kojoj meri će se dosadašnji nepovoljni vremenski uslovi odraziti na poljoprivrednu proizvodnju u zemlji, kao i kretanjem cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu.

Uvoz

U 2019 očekujemo solidan rast izvoza uprkos nekim nepovoljnim okolnostima

Od početka 2019. zabeleženo je usporavanje rasta uvoza...

...a u narednom periodu nivo uvoza će opredeljivati svetske cene energije i domaća tražnja

Ukupan uvoz u Q1 2019. iznosi 5.529 miliona evra. Time, uvoz usporava rast i u Q1 beleži međugodišnju stopu rasta od 8,9%, zatim u aprilu 8,8%, nakon 13,3% u Q4 2018. (v. Tabelu T4-7). Do usporavanja rasta uvoza tokom Q1 došlo je usled usporavanja rasta svih uvoznih komponenti (čak negativne stope kod *Trajnih proizvoda za široku potrošnju*), sa izuzetkom neklasifikovanog uvoza (*Ostalo*⁶ u Tabeli T4-7).

Uvoz energetskih proizvoda beleži značajno variranje u nivou i time u međugodišnjim stopama rasta. U drugoj polovini 2018. godine (Tabela T4-7) može se uočiti veoma visok međugodišnji porast uvoza *Energije* (dominantno usled visokog rasta cena energenata od sredine 2018.), zatim usporavanje rasta u prvom kvartalu 2019., da bi došlo do međugodišnjeg smanjenje vrednosti uvoza u aprilu 2019.

Najviša stopa rasta uvoza tokom Q1 je zabeležena je kod proizvoda svrstanih u grupu *Ostalo* - koji beleži porast od 20% međugodišnje, zatim kod *Energetskih proizvoda* (11,2%) i kod

⁵ Za analizu korišćeni podaci Svetske banke za cenu nafte tipa Brent.

⁶ U ovoj grupi je prevashodno roba na skladištu.

Intermedijarnih dobara (10,1%). *Ostali uvoz* ubrzava u odnosu na prethodni kvartal (međugodišnji rast u Q1 2019 20%, a u Q4 2018 13,4%), dok uvoz *Energije i Intermedijarnih proizvoda* beleži usporavanje (u Q4 2018. međugodišnji rast od: 41,1% i 12,0%, respektivno).

Istovremeno, uvoz *Netrajinih proizvoda za široku potrošnju* usporava rast tokom Q1 i ubrzava u aprilu. Kapitalni proizvodi u Q1 ostvaruju veoma nizak porast od 0,7% međugodišnje, i malo brži rast od 1,5% međugodišnje u aprilu. Sa druge strane Trajni proizvodi za široku potrošnju nakon zabeleženog međugodišnjeg smanjenja vrednosti uvoza od 0,6% u Q1, beleže znatniji oporavak i međugodišnji rast od 11,0% u aprilu. Međutim kretanje uvoza *Trajinih proizvoda za široku potrošnju* se ne odražava značajno na ukupan uvoz, jer čine samo 2% ukupne uvezene vrednosti.

U aprilu 2019. zabeležena je približno nepromenjena stopa rasta uvoza kao tokom Q1. Tokom aprila uvoz svih proizvodnih komponenti blago ubrzava rast. Izuzetak su osim *Ostali uvoz* koji usporava i Energija – gde je zabeležen međugodišnji pad uvezene vrednosti od 15%. Znatan međugodišnji rast u aprilu zabeležen je kod Intermedijarnih proizvoda, kao i kod *Trajinih i Netrajinih proizvoda za široku potrošnju*.

Tabela T4-7. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2017-april 2019

Učešće u ukupnom uvozu u 2018.	2017	2018	2018		2019		2018		2019	
			Q3	Q4	Q1	April	Q3	Q4	Q1	April
			u %	u milionima evra	u %					
Ukupno	100,0	19.396	21.918	5.402	5.961	5.529	1.912	14,8	13,3	8,9
Energija	11,6	2.026	2.541	655	777	586	171	34,3	41,1	11,2
Intermedijarni proizvodi	35,6	6.913	7.810	1.929	2.050	2.021	724	9,5	12,0	10,1
Kapitalni proizvodi	21,0	4.186	4.593	1.099	1.199	1.107	384	14,7	3,3	0,7
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,0	405	436	102	127	103	38	3,1	10,9	-0,6
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,9	2.930	3.269	786	925	836	300	8,5	11,7	7,3
Ostalo	14,9	2.936	3.269	832	882	875	297	23,0	13,4	19,8
Uvoz bez energije	88,4	17.370	19.377	4.747	5.184	4.942	1.742	12,5	10,0	8,7
										11,9

Izvor: RZS

U pravcu ubrzanja rasta uvoza u narednom periodu delovaće očekivani porast domaće tražnje, kao i odloženi efekat realne aprecijacije dinara. Dodatno, dinamiku rasta uvoza delom će opredeliti i dalje kretanje svetske cene energije.

Spoljni dug

Spoljni dug na kraju 2018. 26,9 mld evra

Na kraju 2018. spoljni dug Srbije iznosi 26.901 miliona evra, tj. 62,9% BDP-a (Tabela T4-8)⁷.

Tokom Q4 2018. spoljni dug je uvećan za 377 miliona evra, a tokom 2018. za 1,3 mld evra

Tokom Q4 2018. spoljni dug je uvećan za 377 miliona evra. Izražen kao učešće u BDP-u (zbog rasta BDP-a) spoljni dug je na kraju decembra na nepromenjenom nivou kao tri meseca ranije (62,9% BDP-a). Tokom Q4 2018 došlo je do znatnijeg zaduživanja privatnog sektora, te je privatni dug porastao za 951 milion evra, dok je istovremeno opao nivo spoljnog duga javnog sektora - za 574 miliona evra. Porastu spoljnog duga privatnog sektora se duguje porastu dugoročnog duga (pre svega privrede) i višem nivou kratkoročnog duga (pre svega usled rasta kratkoročnog duga banaka). Banke su povećale zaduženost po osnovu kratkoročnog duga za 279 miliona evra, a privreda za 45 miliona evra. Dodatno zaduživanje po odnosu dugoročnog spoljnog duga privrede je iznosilo 545 miliona evra, dok su se banke po ovom osnovu zadužile za 82 miliona evra. (v. Tabelu T4-8).

Tokom 2018. inostrano zaduživanje privatnog sektora brzo raste

Na kraju 2018. godine, u odnosu na kraj 2015. ukupan spoljni dug je za 1.323 miliona evra veći, ali je njegovo učešće u BDP-u istovremeno smanjeno (sa 65,2% na 62,9%). U ovom periodu

⁷ Izvor podataka za spoljni dug i međunarodnu investicionu poziciju je NBS, a poslednji raspoloživi podaci se odnose na kraj 2018. godine.

Tabela T4-8. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2015–2018

	2015	2016	2017				2018			
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
stanja, u milionima evra, kraj perioda										
Ukupan spoljni dug (U% BDP-a) ⁴⁾	26.234	26.494	26.091	25.389	25.999	25.578	25.392	26.101	26.524	26.901
Javni spoljni dug ¹⁾ (U% BDP-a) ⁴⁾	15.295	15.680	15.508	14.592	14.653	13.910	13.767	14.096	13.997	13.423
Dugoročni	15.295	15.680	15.508	14.592	14.653	13.910	13.767	14.096	13.997	13.423
od čega MMF	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0
specijalna prava vučenja	493	494	495	472	465	462	458	468	468	472
Kratkoročni	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug ²⁾ (U% BDP-a) ⁴⁾	10.939	10.815	10.584	10.797	11.346	11.667	11.625	12.005	12.527	13.478
Dugoročni	10.636	10.138	10.067	10.114	10.622	10.769	10.779	11.074	11.351	11.978
od čega banke	2.057	1.408	1.345	1.390	1.412	1.519	1.506	1.555	1.639	1.721
od čega privreda	8.576	8.725	8.714	8.717	9.200	9.241	9.263	9.510	9.701	10.246
od čega ostali	4	6	7	8	9	9	10	10	11	11
Kratkoročni	303	676	517	683	724	898	846	931	1.176	1.500
od čega banke	186	590	382	602	641	817	761	833	1.067	1.346
od čega privreda	116	86	135	81	82	81	85	98	109	153
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	44,3	44,4	44,1	41,9	40,1	39,8	37,7	36,3	36,4	36,6

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

Izvor: NBS, QM

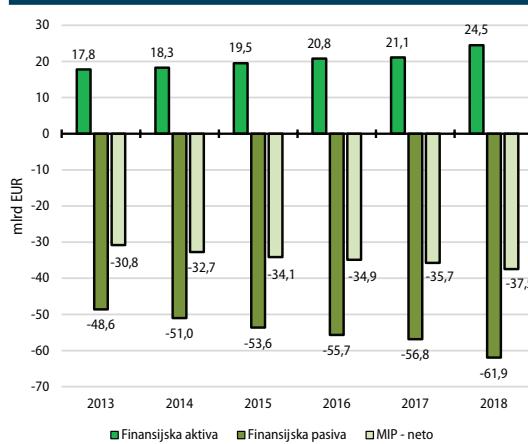
1) Spoljni dug javnog sektora Republike Srbije obuhvata dug države (u koji je uključen dug Kosova i Metohije po kreditima koji su zaključeni pre dolaska misije KFOR-a, neregulisan dug prema Libiji i klinički dug prema bivšoj Čehoslovačkoj), Narodne banke Srbije, lokalne samouprave, fondova i agencija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

2) Spoljni dug privatnog sektora Republike Srbije obuhvata dug banaka, preduzeća i ostalih sektora, za koji nije izdata državna garancija. Spoljnim dugom privatnog sektora nisu obuhvaćeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (968,8 miliona evra, od čega se 419,3 miliona evra odnosi na domaće banke, a 549,5 miliona evra na domaća preduzeća).

3) Ukupni spoljni dug umanjen sa devizne rezerve NBS.

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

privatni sektor je znatno povećao svoje zaduživanje u inostranstvu za 1,8 mlrd evra, dok je ukupno razduživanje javnog sektora iznosilo 487 miliona evra. Tokom 2018. po osnovu dugoročnog duga banke su se zadužile za 202 miliona evra, a privreda za čak milijardu evra. Kratkoročni dug banaka u posmatranom periodu bio je viši za 530 miliona evra, dok je kratkoročni dug privrede zabeležio viši nivo za 72 miliona evra (Tabela T4-8).

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

Izvor: NBS

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

i po osnovu kredita od 1,6 mlrd evra, dok je, sa druge strane zabeleženo smanjenje obaveza po osnovu portfolio investicija od 0,7 milijardi evra.

Međunarodna investiciona pozicija

Na kraju 2018. godine međunarodna investiciona pozicija (MIP)⁸ Srbije iznosi 37,5 milijardi evra, pri čemu su potraživanja Srbije prema inostranstvu 24,5 milijardi evra, a obaveze 61,9 milijardi evra (Grafikon T4-9). Tokom 2018. godine došlo je do rasta kako finansijske aktive – za 3,4 milijardi evra, tako i finansijske pasive – za 5,1 milijarde evra. Time, u ovom periodu je ostvaren je rast MIP za 1,7 milijardi evra.

Detaljnija analiza pozicija neto finansijske pasive ukazuje da je na kraju 2018. godine iznos SDI dostigao 34,8 milijardi evra, da su krediti na nivou od 17,75 milijardi evra, a da je nivo portfolio investicija 4,75 milijardi evra. Time, tokom 2018. godine je zabeležen znatan rast obaveza po osnovu SDI od 3,5 mlrd evra, kao

⁸ Međunarodna investiciona pozicija zemlje (MIP) obuhvata finansijsku aktivu (imovinu) i pasivu (obaveze) koje imaju međunarodni karakter. Ona predstavlja razliku strane finansijske aktive u našem posedu (devizne rezerve, naše direktnе i portfolio investicije u inostranstvu, odobreni krediti inostranstvu i dr.) i strane finansijske pasive u Srbiji (strane direktnе i portfolio investicije, dugovi prema inostranstvu i dr.). Zemlja je neto kreditor ukoliko su njena potraživanja i imovina u inostranstvu veća od strane imovine u zemlji i dugova prema inostranstvu.

5. Cene i devizni kurs

U prva četiri meseca 2019. beležimo postepeno ubrzanje ukupne međugodišnje inflacije – sa 2% u januaru na 3,1% u aprilu. Međutim, skok cena u ovom periodu uglavnom je bio ograničen na relativno mali broj proizvoda, a najveći doprinos dalo je poskupljenje svežeg povrća i voća iznad sezonski uobičajenog. Presudan uticaj cena svežeg povrća i voća na kretanje inflacije iscrpljen je u maju, tako da je u ovom mesecu zabeležena deflacija od 0,3% i pad međugodišnje inflacije na 2,2%. U manjoj meri, ubrzanje inflacije posledica je i blagog jačanja inflatornih pritisaka, o čemu svedoči postepeno ubrzanje noseće inflacije (merene indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energetika) i njeno vraćanje u granice ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$). Očekujemo da će ključni pokretač inflacije u 2019. biti rast domaće potrošnje, ali to još uvek neće generisati snažnije inflatorne pritiske i inflacija bi trebalo da nastavi da se kreće u donjoj polovini ciljanog intervala NBS – prosečno blizu 2,5%. Budući da će se i noseća inflacija kretati u blizini donje granice ciljanog intervala (oko 1,5%), smatramo da je malo verovatno da će NBS u 2019. menjati referentnu kamatnu stopu. U prvih pet meseci 2019. bili su prisutni pretežno aprecijacijski pritisci na dinar, koji je blago nominalno ojačao u odnosu na evro (za 0,2%). Istovremeno, dinar je bio jedna od najstabilnijih valuta u regionu, čemu bitno doprinosi i NBS čestim intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu. NBS je najpre prodala 130 mln evra kako bi ublažila deprecijacijske pritiske na dinar u januaru, a u narednim mesecima kupila ukupno 630 mln evra kako bi ublažila aprecijacijske pritiske na domaću valutu. Premda ovako postignuta stabilnost nominalnog deviznog kursa (u uskom intervalu oko 118 dinara za evro) ima svoje prednosti u evroizovanoj privredi, problematično je to što ovo očigledno nije vrednost dinara koji uravnovežuje spoljne bilanse. Naprotiv, i u Q1 2019. nastavljamo da beležimo pogoršanje spoljnotrgovinskih kretanja, a jedan od uzroka za to je i prekomerna realna aprecijacija dinara u prethodnom periodu, koji je od kraja 2016. realno ojačao u odnosu na evro za čak 7,5%.

Cene

Inflacija je u Q1 značajno ubrzala, ali je to dobrim delom rezultat neuobičajeno velikog poskupljenja pojedinih prehrambenih proizvoda

Međugodišnja inflacija je od početka godine postepeno rasla – od 2% u januaru, do maksimalnih 3,1% u aprilu (Tabela T5-1). Premda je određeno ubrzanje ukupne inflacije u 2019. bilo očekivano, zabeleženi porast cena donekle je premašio očekivanja zbog poskupljenja neprerađene hrane iznad sezonski uobičajenog. Naime, kumulativni porast nivoa cena je zaključno sa aprilom iznosio 2,3% – čemu su prvenstveno doprineli poskupljenje svežeg povrća za čak 30% (doprinos 1,3 p.p.) i voća za oko 15% (doprinos 0,3 p.p.). Ubrzanju inflacije doprineli su i redovno januarsko povećanje akcize na duvanske proizvode (doprinos 0,2 p.p.), kao i porast cena naftnih derivata usled rasta svetskih cena nafte u prethodnom periodu (doprinos 0,1 p.p.). U određenoj meri, ubrzanje ovogodišnje inflacije može se pripisati i blagom jačanju inflatornih pritisaka. Domaća potrošnja je u Q1 rasla brže od BDP-a, čemu najviše doprinose fiskalna politika (preko snažnog povećanja plata u javnom sektoru, kao i penzija), relativno povoljni trendovi na tržištu rada (usled čega i plate u privatnom sektoru rastu brže od proizvodnje) i porast kreditnih plasmana stanovništву. To potvrđuje i kretanje noseće inflacije (merene indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energetika), koja je u aprilu porasla na 1,5% i tako prvi put još od septembra 2017. godine završila u granicama ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$).

U maju je iscrpljen uticaj porasta cena svežeg povrća na ukupnu inflaciju i cene su u proseku pale za 0,3%

Zaokret u kretanju cena svežeg povrća doveo je do zaustavljanja relativno snažnog ubrzanja inflacije od početka godine, tako da je u maju zabeležena blaga deflacija (-0,3%) i pad međugodišnje inflacije na 2,2%. (Tabela T5-1). Majske podaci potvrđuju da je dosadašnje kretanje inflacije dobrim delom bilo uslovljeno jednokratnim porastom cena malog broja proizvoda, a ne snažnim jačanjem opštih inflatornih pritisaka u ekonomiji. Prosečna inflacija u prvih pet meseci iznosila je 2,5% i upravo je to nivo koji bi se, uz blaža odstupanja u oba smera, mogao očekivati do kraja godine. Ključni inflatorični činioci u 2019. trebalo bi da budu rast domaće potrošnje, iscrpljivanje

5. Cene i devizni kurs

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

Indeks potrošačkih cena					
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2012					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
2015					
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
2016					
dec	185,6	1,5	1,5	-0,2	1,8
2017					
dec	191,2	3,0	3,0	0,1	1,1
2018					
jan	191,8	1,9	0,3	0,3	1,3
feb	192,4	1,5	0,6	0,3	2,7
mar	192,7	1,4	0,8	0,2	3,2
apr	193,5	1,0	1,2	0,4	3,6
maj	194,7	2,2	1,8	0,6	4,9
jun	195,4	2,3	2,2	0,4	5,7
jul	194,8	2,4	1,9	-0,3	2,7
avg	195,4	2,6	2,2	0,3	1,5
sep	194,8	2,1	1,9	-0,3	-1,2
okt	195,4	2,2	2,2	0,3	1,2
nov	194,8	1,9	1,9	-0,3	-1,2
dec	195,0	2,0	2,0	0,1	0,4
2019					
jan	195,7	2,0	0,4	0,4	0,6
feb	197,1	2,4	1,1	0,7	4,8
mar	198,0	2,8	1,5	0,5	6,3
apr	199,4	3,0	2,3	0,7	7,8
maj	198,9	2,2	2,0	-0,3	3,7

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

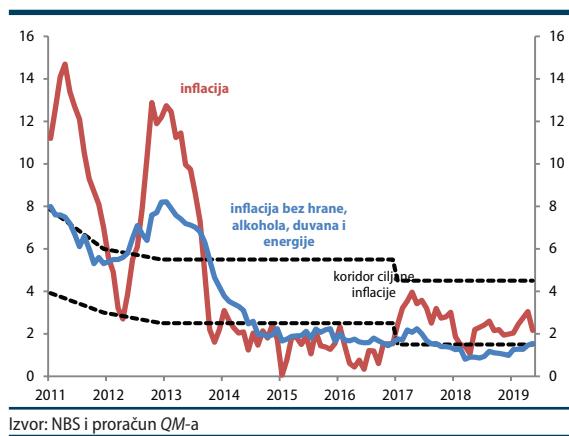
Izvor: RZS.

snažnog dezinflatornog uticaja aprecijacije dinara u prethodnom periodu, kao i porast cene nafte na svetskom tržištu u prethodnih nekoliko meseci. S troškovne strane inflaciju bi mogao da pogura naviše i nastavak snažnog rasta zarada u javnom i privatnom sektoru. Uzimajući ove činioce i prošlogodišnju bazu u obzir, procenjujemo da će se inflacija u nastavku godine uglavnom kretati u donjoj polovini ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$), u proseku blizu 2,5% na godišnjem nivou.

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) postepeno je ubrzavala od početka 2019. – sa 1% u decembru prošle godine na 1,5%, koliko je iznosila u maju (Grafikon T5-2). Premda je ubrzanje ukupne inflacije u ovoj godini uglavnom bilo vođeno poskupljenjem ograničenog broja proizvoda koji se isključuju iz obračuna noseće inflacije – povrća, voća, naftnih derivata i duvanskih proizvoda – blagi rast noseće inflacije ukazuje na to da polako dolazi i do šireg

jačanja inflatornih pritisaka u domaćoj ekonomiji. Tome prvenstveno doprinosi rast domaće tražnje, budući da je realni rast privatne potrošnje u Q1 (3,2%) premašio rast nepoljoprivrednog BDP-a (oko 2,7%), ali i troškovni pritisak usled bržeg rasta zarada od rasta produktivnosti.

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



U 2019. očekujemo i iscrpljivanje dezinflatornog uticaja snažne aprecijacije dinara u prethodnom periodu, što bi za rezultat trebalo da blagi rast uticaja uvoznih cena na kretanje noseće inflacije. Međutim, procenjujemo da je krajnji domet ovih činilaca u generisanju snažnijih inflatornih pritisaka još uvek ograničen. Posledično, očekujemo da će se noseća inflacija u nastavku godine uglavnom kretati oko donje granice ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$).

NBS u 2019. nije menjala referentnu kamatu stopu, koja se sada već više od godinu dana nalazi na nivou od 3% (Grafikon T5-3).¹ Imajući u vidu to da se u međuvremenu

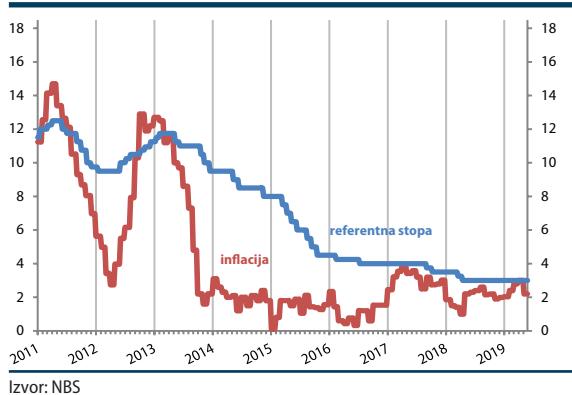
¹ Referentna kamatna stopa je poslednji put smanjivana u martu i aprilu 2018. godine, za po 25 baznih poena.

NBS je u dosadašnjem delu 2019. očekivano zadržala referentnu kamatnu stopu na nivou od 3%

ukupna inflacija kretala u donjoj polovini ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$), a noseća inflacija na nivou od oko 1%, zadržavanje referentne kamatne stope na nepromjenjenom nivou bilo je i opravdano. Kao što smo već napomenuli, od početka 2019. došlo je do blagog jačanja inflatornih pritisaka koji su doprineli ubrzajući i noseće i ukupne inflacije u Srbiji. Međutim, naše projekcije inflacije za ovu godinu, kao i srednjoročna projekcija NBS, ukazuju na to da će prosečna inflacija tek blago da ubrza u odnosu na 2018. godinu, dok će noseća inflacija takođe ostati na nivou od oko 1,5%. Uzimajući to u obzir, procenjujemo da je malo verovatno da će u nastavku 2019. biti dodatnih korekcija referentne kamatne stope. Na opreznost u vođenju monetarne politike u ovoj godini pozivaju i kretanja u međunarodnom okruženju, pre svega odluke vodećih

centralnih banaka – američkog FED-a i Evropske centralne banke. Prvobitne izjave predstavnika FED-a da u 2019. sledi osetnije pooštavanje monetarne politike sada su donekle ublažene, dok će se efekti kvantitativnih podsticaja ECB (iako formalno završeni u decembru 2018.) verovatno osetiti i u većem delu ove godine. Dodatni izvor neizvesnosti predstavlja kretanje cena nafte, koje su pod uticajem geopolitičkih tenzija u prethodnih nekoliko meseci skočile za preko 20%. U slučaju da ovakvi trendovi potraju ili da svetska cena nafte još poraste, to bi moglo da utiče na inflatorne pritiske u domaćoj ekonomiji.

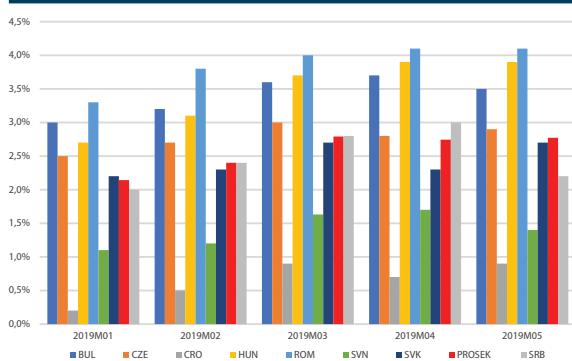
Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2011-2018



Izvor: NBS

Slični trendovi prisutni su i u drugim zemljama Centralne i Istočne Evrope, u kojima je ubrzanje inflacije u 2019. takođe rezultat poskupljenja hrane i energetika

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



Izvor: Nacionalni statistički zavodi i proračun QM-a

tražnji i sve većim troškovnim pritiscima usled snažnog rasta zarada – što ima za posledicu da je ovaj pokazatelj dostigao rekordno visok nivo u Mađarskoj i Rumuniji kad se posmatra čitav period nakon izbijanja svetske ekonomske krize. Do kraja godine očekuje se da će u čitavom regionu popustiti pritisak na ukupnu inflaciju usled kretanja cena povrća, voća i energetika. Istovremeno, noseća inflacija bi trebalo da ostane na relativno visokom nivou, jer će domaća tražnja ostati jedan od osnovnih pokretača privrednog rasta. Drugi fundamentalni pokretač inflacije je snažan rast zarada u zemljama CIE tokom poslednjih godina, što predstavlja odgovor na nedostatak radne snage usled emigracije u razvijeni deo EU. Međutim, brži rast zarada od rasta produktivnosti na jednoj strani kreira troškovni pritisak na cene, dok na drugoj strani podstiče inflaciju preko rasta domaće tražnje. Premda su osnovne determinante inflacije u ovoj godini prilično slične za čitav region, uključujući i Srbiju, domaća inflacija ipak je bila ispod proseka CIE. Razlog za to bi trebalo tražiti u tome što privredni ciklus u Srbiji kasni u odnosu na zemlje CIE i inflatorni pritisci još uvek nisu toliko izraženi da bi još više pogurali inflaciju naviše.

2 Reč je o prosečnoj inflaciji u prvih pet meseci 2019. godine.

5. Cene i devizni kurs

U Q1 2019. došlo je do privremenog ubrzanja inflacije, prvenstveno zbog snažnog povećanja cena svežeg povrća i voća

Slični trendovi nastavljeni u aprilu, ali je u maju ipak došlo do očekivanog usporavanja inflacije

Na početku 2019. zabeleženo je osetno ubrzanje inflacije, budući da su cene u Q1 u proseku porasle za 1,5% (Tabela T5-5). Posmatrano po pojedinačnim mesecima, u januaru je inflacija iznosila 0,4%, u februaru je dostigla 0,7%, dok je u martu prosečna potrošačka korpa poskupela za dodatnih 0,5%. Iza relativno snažnog ubrzanja inflacije od početka godine najvećim delom stoji poskupljenje hrane, prvenstveno svežeg povrća i voća – koje je bilo znatno iznad sezonski uobičajenog. Naime, cene svežeg povrća porasle su za čak 25,7% i svežeg voća za 12,3%, što gotovo celosti objašnjava ukupnu inflaciju u Q1 (doprinos 1,4 p.p.). Pored toga, poskupeli su i duvanski proizvodi za 3,8% (doprinos 0,2 p.p.), usled redovnog januarskog uskladištanja akciza. Dezinflatorno je delovalo sezonsko pojeftinjenje proizvoda iz grupe odeća i obuća za 3,3% (doprinos -0,2 p.p.) i turističkih paket-aranžmana za 10,3% (doprinos -0,1 p.p.). Promene cena ostalih proizvoda i usluga u Q1 bile su zanemarljivo male, a njihov zbirni doprinos ukupnoj inflaciji bio je tek neznatan.

Aprilska inflacija bila je relativno visoka i iznosila je 0,7% (Tabela T5-5), ponovo najvećim delom usled povećanja cena hrane i bezalkoholnih pića za 1,3% (doprinos 0,4 p.p.). Poskupljenje ove grupe proizvoda duguje se pre svega rastu cena neprerađene hrane: mesa za 2,3% i svežeg povrća za 3,7% (doprinosi po nepunih 0,2 p.p.) i svežeg voća za 2,9% (doprinos gotovo 0,1 p.p.). Pored toga, došlo je do sezonski uobičajenog povećanja cena proizvoda iz grupe odeća i obuća za 1,9% (doprinos 0,1 p.p.), dok su proizvodi i usluge u oblasti komunikacija poskupeli u proseku za 1,1% (doprinos 0,1 p.p.). Na kraju, rast svetskih cena nafte i jačanje američkog dolara u prethodnom periodu preneli su se na domaće cene naftnih derivata, koji su poskupeli za 1,8% (doprinos 0,1 p.p.). Kao rezultat ovih poskupljenja međugodišnja inflacija je u aprilu dostigla maksimalnu vrednost u ovoj godini i iznosila je 3%. Neuobičajeno snažan rast cena svežeg povrća od početka 2019. zaustavljen je u maju, tako da je cena ove grupe proizvoda u proseku smanjena za 9,6% (doprinos -0,4 p.p.). Upravo je pojeftinjenje svežeg povrća osnovni uzrok majskog smanjenja cene prosečne potrošačke korpe za 0,3%. Imajući u vidu da je prošle godine u istom mesecu zabeležena inflacija od 0,5%, deflacija u maju ove godine uslovila je relativno oštar pad međugodišnje inflacije – sa 3% na 2,2%.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q1 2019.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u aprilu 2019.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u maju 2019.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	1,5	1,5	0,7	0,7	-0,3	-0,3
Hrana i bezalkoholna pića	32,8	4,5	1,4	1,3	0,4	-1,5	-0,5
Hrana	29,2	5,0	1,4	1,5	0,4	-1,6	-0,5
Alkoholna pića i duvan	7,4	2,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Duvan	4,7	3,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,5	-3,3	-0,2	1,9	0,1	0,3	0,0
Stanovanje, voda struja	13,6	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Električna energija	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	0,8	0,0	0,4	0,0	0,3	0,0
Zdravstvo	5,0	0,7	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0
Transport	12,9	0,3	0,0	0,8	0,1	0,7	0,1
Goriva i maziva	5,8	-0,2	0,0	1,8	0,1	1,4	0,1
Komunikacije	5,0	0,2	0,0	1,1	0,1	0,6	0,0
Ostalo	14,3		0,0		0,0		0,0

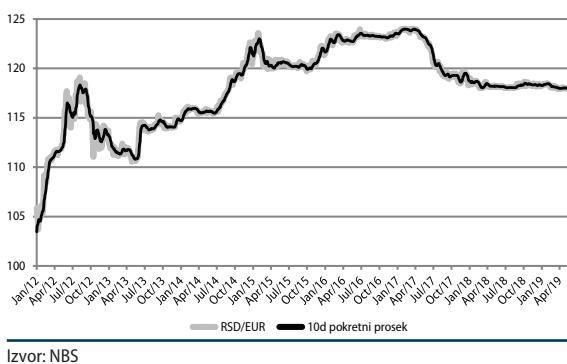
Izvor: RZS i proračun QM-a

Nastavlja se trend blage aprecijacije dinara i u 2019. godini, kao i sprovođenje čvrste politike odbrane nominalnog deviznog kursa od strane NBS

Devizni kurs

Nakon sezonski uobičajenih deprecijacijskih pritisaka na dinar u januaru, uglavnom zbog povećane tražnje za devizama uvoznika energetika, od februara ponovo beležimo pretežno aprecijacijske pritiske na domaću valutu. Dinar je u Q1 2019. godine nominalno blago ojačao u odnosu na evro (za 0,2%), dok je kurs dinara u aprilu i maju ostao vrlo stabilan na nivou od oko 118 dinara (Grafikon T5-6). Izrazita stabilnost dinara od početka ove godine delimično

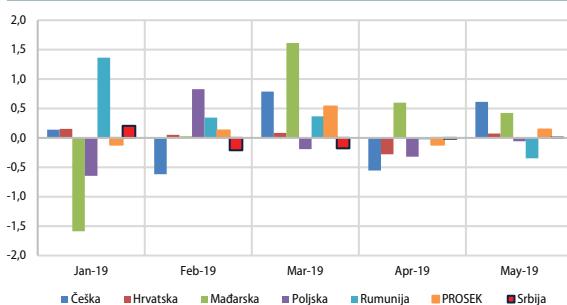
Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2012-2018



suprotne tendencije beležimo kad je reč o kursu dinara prema američkom dolaru i švajcarskom franku. Zbog daljeg jačanja dolara prema evru, dinar je zaključno s majem mesecom nominalno oslabio u odnosu na američku valutu za 2,5%. Slični, iako manje izraženi, trendovi prisutni su i kod kursa dinara u odnosu na franak, budući da je domaća valuta oslabila za 0,4% u prvih pet meseci.

Dinar je i u 2019. ostao jedna od najstabilnijih valuta u regionu, ali po cenu daljeg rasta spoljnog deficitia

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



Izvor: Eurostat, NBS, proračun QM-a

Napomena: prirast označava deprecijaciju.

je rezultat nastavka sprovođenja čvrste politike deviznog kursa i relativno čestih intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu (MDT). Tako je NBS u januaru najpre prodala 130 mln evra kako bi ublažila deprecijacijske pritiske na dinar, dok je u periodu od februara do maja NBS bila kupac na MDT u ukupnom iznosu od 240 mln evra, radi ublažavanja pritisaka za jačanje dinara. Preliminarni podaci ukazuju na to da su snažni aprecijacijski pritisci na dinar prisutni i u junu, pa je NBS za odbranu deviznog kursa samo u prvih desetak dana ovog meseca kupila 390 mln evra. Sasvim

U prvih pet meseci 2019. godine dinar je neznatno nominalno ojačao u odnosu na evro (0,2%), pri čemu je volatilnost kursa dinara na mesečnom nivou uglavnom bila manje izražena u poređenju s valutama drugih zemalja CIE sa istim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7). Sasvim suprotno, korpa valuta posmatranih zemalja je do kraja maja u proseku nominalno oslabila za 0,6%, među kojima je samo poljski zlot aprecirao za 0,4%. U poslednjih nekoliko nedelja prisutni su aprecijacijski pritisci na većinu valuta u regionu, budući da su smanjena očekivanja o rastu kamatnih stopa u svetu povećala priliv

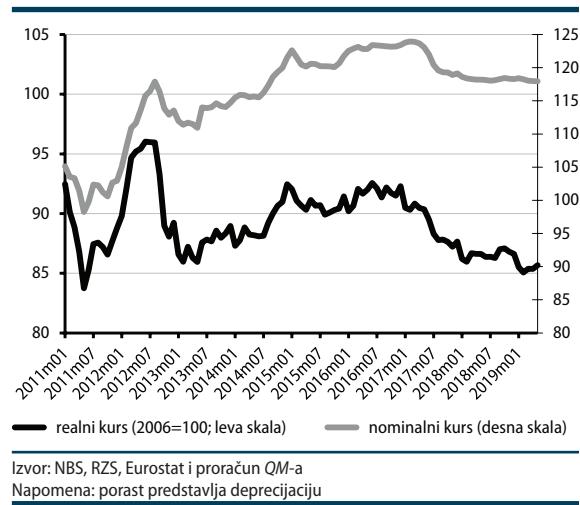
deviza u zemlje CIE. Dinar je dodatno bio izložen aprecijacijskim pritiscima zbog povećanog priliva SDI, ali je NBS obimnim intervencijama na MDT uspešno suzbila izraženije oscilacije deviznog kursa na mesečnom nivou (unutar intervala $\pm 0,2\%$). Na taj način, NBS nastavlja sa doslednim sprovođenjem svoje politike *de facto* ciljanja nivoa nominalnog deviznog kursa, iako je zvanično opredeljenje da devizni kurs bude rukovođeno plivajući. Sprečavanje prekomernog jačanja dinara trenutno je dobra politika, budući da se produženi period neutemeljeno jakog dinara (još od 2016. godine) nepovoljno odražava na cenovnu konkurentnost privrede i rast trgovinskog deficitia Srbije. Upitno je to što NBS reaguje i na prve naznake deprecijacijskih pritiska na dinar (kao što je bio slučaj u januaru), jer to nije u skladu s politikom usmeravanja deviznog kursa ka nivou koji uravnotežuje spoljne bilanse zemlje.

Uz nominalnu aprecijaciju, u 2019. nastavlja se i realno jačanje dinara u odnosu na evro

Dinar je zaključno sa aprilom realno aprecirao u odnosu na evro za 1,5% i na taj način nastavljen je trend realnog jačanja domaće valute koji je uspostavljen još krajem 2016. godine (Grafikon T5-8). U Q1 2019. su i valute većine drugih zemalja u CIE takođe realno aprecirale – najviše mađarska forinta (1,9%) i češka kruna (1,2%) – što nije bio slučaj u prethodnim kvartalima. Tokom ovog produženog perioda realne aprecijacije dinara, jačanje u odnosu na evro dostiglo je čak 7,5% (u odnosu na nivo na kraju 2016. godine), ali to nije bilo podržano kretanjem ostalih makroekonomskih fundamenata. Zbog toga procenjujemo da je domaća valuta trenutno preterano jaka u odnosu na konkurentnost privrede Srbije, a posmatrano istorijski, dinar nije imao sadašnju realnu vrednost još od sredine 2011. godine. Iako nije jedini razlog, zabeleženo jačanje dinara u prethodnom periodu svakako bitno doprinosi pogoršanju spoljnotrgovinskih tokova, koje je

5. Cene i devizni kurs

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



nastavljeno i u ovoj godini. Premda stabilan nominalni kurs ima i svoje prednosti, povećanje robnog deficit-a (međugodišnje za 1,3 p.p. BDP-a u Q1) tokom više uzastopnih kvartala jasno ukazuje na to da trenutni realni kurs dinara nije na nivou koji uravnovežuje spoljne bilanse. U situaciji kada relativno snažno raste domaća tražnja (što podstiče uvoz), a privredna aktivnost blago usporava u odnosu na 2018. godinu, smatramo da bi blaga realna deprecacija imala mnogo pozitivnije efekte na domaću privredu od politike čvrste odbrane nominalnog kursa dinara.

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q1 je ostvaren konsolidovani fiskalni suficit od 11,2 mlrd. dinara (0,9% kvartalnog BDP-a), usled daljeg solidnog rasta javnih prihoda (i poreskih i neporeskih), koji je bio nešto brži (8,3%) od rasta javnih rashoda (6,8%). Poreski prihodi su u Q1 zabeležili znatan rast (6,8%), što je posledica rasta gotovo svih vrsta poreskih prihoda, osim prihoda od akciza, pri čemu je najveći relativni rast zabeležen po osnovu poreza na dobit preduzeća. Rast poreskih prihoda se uglavnom može objasniti kretanjem odgovarajućih poreskih osnovica, osim kod PDV-a, gde je rast prihoda bio brži, što može predstavljati posledicu namernog prebacivanja dela prihoda od strane države, iz prethodne u tekuću godinu. Snažan rast prihoda od poreza na dobit delimično se može objasniti rastom neto dobiti privrede (pre oporezivanja), kao i efektom niske osnovice, budući da je u 2018. godini rast prihoda od ovog poreza bio sporiji od očekivanog, imajući u vidu dinamiku profitabilnosti. Na strani javnih rashoda povećanje je zabeleženo kod svih vrsta rashoda, a najveći relativni rast ostvaren je kod subvencija i kapitalnih rashoda. Rashodi na penzije i plate rastu brže od privredne aktivnosti, što se ocenjuje kao neadekvatno. Ostvareni fiskalni rezultat u Q1 veći je od planiranog za oko 20 mlrd. dinara. Ukoliko se ovakvi trendovi nastave, Srbija bi u 2019. mogla ponovo da ostvari suficit od 0,5-1% BDP-a. Uslovima sporog rasta privrede, optimalno bi bilo voditi politiku fiskalnog deficit-a od oko 0,5% BDP-a. Fiskalni prostor od oko 1% BDP-a bi, pre svega, trebalo iskoristiti za povećanje ulaganja u infrastrukturu i smanjenje fiskalnog opterećenja rada. Javni dug na kraju Q1 iznosio je 23,4 mlrd. evra (oko 54% BDP-a), što je za oko 380 miliona evra više u odnosu na kraj 2018. godine, pre svega usled zaduživanja države radi otplate dugova koji uskoro dospevaju. Ukoliko se postojeća kretanja nastave, javni dug bi u krajem godine mogao da iznosi oko 50% BDP-a.

Fiskalne tendencije i makroekonomске implikacije

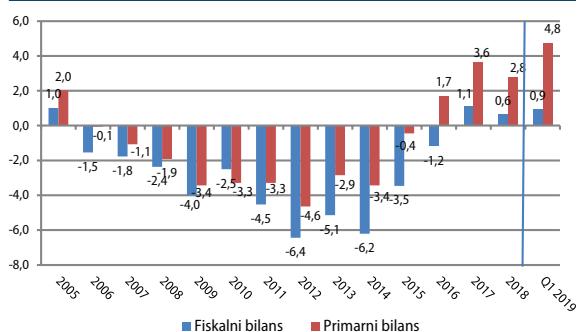
U Q1 ostvaren fiskalni suficit od 11,2 mlrd. dinara (0,9% BDP-a)...

...što je više u odnosu na plan za 20 mlrd. dinara

U Q1 je nastavljen međugodišnji rast javnih prihoda kao i javnih rashoda, pri čemu je rast prihoda bio nešto brži, tako da je ostvaren konsolidovani fiskalni suficit od 11,2 mlrd. dinara (0,9% kvartalnog BDP-a). Kada se isključe rashodi kamata, primarni suficit je iznosio oko 57,4 mlrd. dinara (oko 4,8% kvartalnog BDP-a).

Polazeći od uobičajene unutargodišnje dinamike javnih prihoda i javnih rashoda u prethodnim godinama, te od plana za 2019. i realizacije u periodu januar–mart, procenjuje se da je fiskalni rezultat ostvaren u Q1 veći od planiranog za oko 20 mlrd. dinara. To je posledica, pre svega, bolje realizacije javnih prihoda u odnosu na plan, kako poreskih, tako i neporeskih. U prvom kvartalu ostvarena je veća naplata po osnovu gotovo svih vrsta poreza, pri čemu je pozitivno odstupanje u odnosu na plan posebno izraženo kod poreza na dobit preduzeća. S druge strane, i javni rashodi su u Q1 realizovani u većem iznosu u odnosu na očekivanu dinamiku, pri čemu je najveće odstupanje ostvareno kod otplata kamata i kapitalnih rashoda.

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



Izvor: Obračun QM-a

Osim toga, u nastavku godine će biti i vanrednih izdataka po osnovu subvencija države za rešavanje pitanja zaduženih u švajcarskim francima, od oko 11 mlrd. dinara. Usvajanje zakona kojim se privatni valutni rizici, kolektivizuju, tj. finansiraju na teret svih poreskih obveznika se ocenjuje kao ekonomski i etički neopravdano, budući da se na taj način nagrađuje rizično, a kažnjava oprezno ponašanje.

6. Fiskalni tokovi i politika

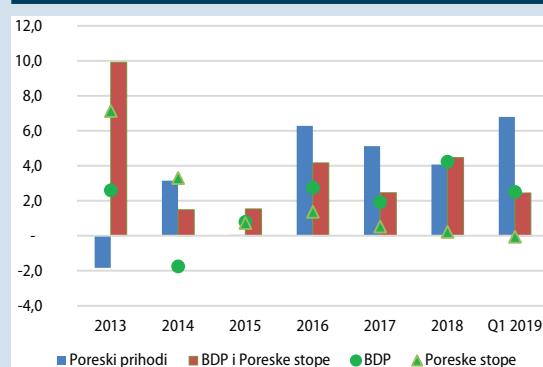
Javni prihodi u Q1 ubrzavaju rast Javni prihodi su u Q1 2019. nastavili realan međugodišnji rast, koji je iznosio 8,3%, što predstavlja nastavak trenda ubrzanja rasta iz prethodnih kvartala. U prilog tome govorи i podatak da je u Q1 ostvaren realan desezonirani rast javnih prihoda i u odnosu na prethodni kvartal (za 3,3%), što predstavlja posledicu rasta i poreskih i neporeskih prihoda.¹

Sve vrste poreskih prihoda, osim po osnovu akciza, beleže rast U Q1 je nastavljen trend ubrzavanja međugodišnjeg realnog rasta poreskih prihoda, tako da su oni u tom periodu bili realno veći za 6,8% u odnosu na isti period prošle godine, a znatan rast (od 3,2%) je ostvaren i u odnosu na prethodni kvartal. Na dinamiku ukupnih poreskih prihoda u Q1 dominantno je uticao snažan međugodišnji rast prihoda od PDV (za 13,9%) i poreza na dobit preduzeća (za 41,8%), ali i doprinsa (za 4,3%), poreza na dohodak građana (za 8,3%) i carina (za 6%). Prihodi od akciza su, pak, u Q1 zabeležili međugodišnji pad (za 11,4%). Unutargodišnja dinamika prihoda od akciza je često pod uticajem vanrednih i specifičnih faktora, zbog čega se o trendovima može zaključivati tek nakon uzimanja u obzir podataka za duži vremenski period. Dinamika prihoda od PDV se može delimično objasniti kretanjem potrošnje. Ipak, dvocifrena stopa međugodišnjeg rasta prihoda od PDV, ostvarena u Q1, usledila je nakon njihovog realnog pada u Q4, što može sugerisati da je krajem godine došlo i do namernog prebacivanja dela prihoda iz prethodne u narednu kalendarsku godinu, budući da je procenjeno da će fiskalni bilans u 2018. izvesno biti pozitivan. Kretanje prihoda od carina može se objasniti snažnim rastom uvoza, čiji efekti su delimično umanjeni usled realne aprecijacije kursa dinara. Snažan rast prihoda od poreza na dobit predstavlja, između ostalog, posledica je rasta profitabilnosti privrede u 2018. godini (vidi: Osvrt), ali i efekta niske osnovice, budući da je u 2018. godini rast prihoda od poreza na dobit bio sporiji od očekivanog, imajući u vidu profitabilnost privrede u

Okvir 1. Kretanje sive ekonomije u Srbiji

Solidna naplata poreskih prihoda, koja je u pojedinim periodima bila i iznad plana, može predstavljati posledicu bržeg rasta relevantnih poreskih osnovica (dohodaka, dobiti, potrošnje i sl.), povećanja poreskih stopa ili suzbijanja sive ekonomije. Uz nepromenjene poreske stope i konstantan nivo sive ekonomije, dinamika poreskih prihoda bi trebalo da odgovara dinamici poreskih osnovica.* U 2016. i 2017. poreski prihodi u Srbiji su realno rasli brže od kumulativnog rasta poreskih osnovica, dok su poreske stope bile uglavnom stabilne, što moglo da predstavlja signal smanjenja sive ekonomije. Taj trend je u 2018. godini zaustavljen, budući da je realni rast poreskih prihoda bio približan rastu osnovica i stopa, tako se ocenjuje da u prošloj godini nije došlo do daljeg napretka u suzbijanju sive ekonomije, već da je ona stagnirala. U prvom kvartalu 2019. rast poreskih prihoda je bio brži od promene osnovica i stopa, ali je za ocenu dinamike sive ekonomije potrebno u obzir uzeti i podatke za naredne kvartale, s obzirom na specifičnost sezonske dinamike nekih vrsta poreskih prihoda.

Grafikon T6-2. Stope rasta poreskih prihoda, BDP i prosečnih poreskih stopa (u %)



Izvor: Obračun autora

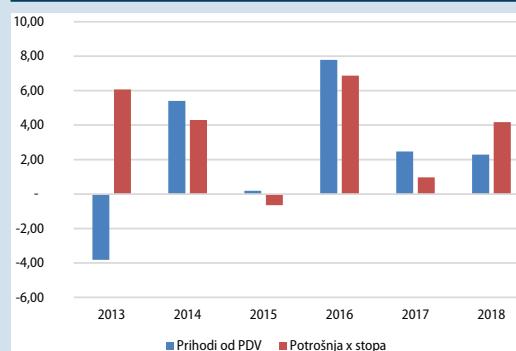
Efikasnost naplate najznačajnijih vrsta poreza (PDV, doprinsa i poreza na zarade) je slična dinamici efikasnosti naplate ukupnih poreskih prihoda. Prihodi od PDV su u 2018. realno rasli sporije od rasta potrošnje, pri čemu su poreske stope bile konstantne, što bi ukazivalo da je došlo do pada efikasnosti naplate, na šta ukazuje i kretanje koeficijenta C-efikasnosti. Ipak, procenjuje se da to predstavlja posledicu i prebacivanja dela poreskih prihoda iz 2018. u 2019. godinu, što bi moglo da znači da je efikasnost naplate PDV u 2018. bila na približno istom nivou kao i u 2017.

Kada je reč o porezima i doprinosima koji se plaćaju na zaradu, procenjuje se da je

* Videti detaljnije u: Arsić, M., Randelović, S. i N. Altiparmakov (2019) *Gde je nestala siva ekonomija?* Ekonomski ideje i praksa, br. 31.

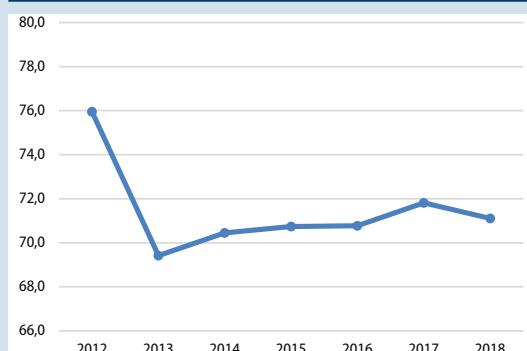
¹ Stope realnog rasta svih varijabli u odnosu na prethodni kvartal tekuće godine izračunate su na bazi desezoniranih podataka.

Grafikon T6-3. Stope realnog rasta prihoda od PDV, potrošnje i poreskih stopa



Izvor: Obračun autora

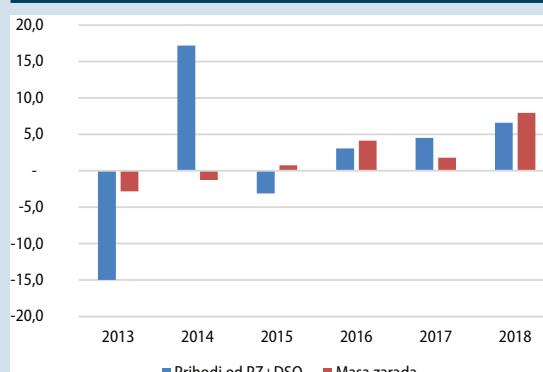
Grafikon T6-4. C-efikasnost naplate PDV-a



Izvor: Obračun autora

efikasnost naplate u 2018. godini stagnirala, budući da je realan rast prihoda tek nešto manji od rasta mase zarada, pri čemu je u 2018. došlo i do osetnijeg povećanja neoporezivog dela zarade, što je negativno uticalo na kretanje poreskih prihoda.

Grafikon T6-5. Stope realnog rasta prihoda od poreza na zarade i doprinosa, mase zarada i poreskih stopa



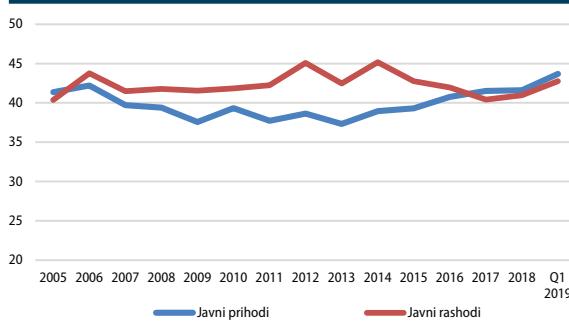
Izvor: Obračun autora

Izostanak daljeg napretka u suzbijanju sive ekonomije, iako je ona i dalje relativno visoka, predstavlja posledicu odsustva odlučnosti Vlade da se na sistemski način pristupi unapređenju efikasnosti naplate poreza, kroz reformu inspekcijskih službi, te tolerancije države na pojedine pojavnne oblike sive ekonomije. Osim toga, negativni trendovi u pogledu poverenja u državu i kvalitet javnih usluga, te često nagradjivanje onih koji ne poštuju opšta pravila (kroz poreske amnestije, vanredne subvencije, kao u slučaju zadrženih u švajcarskim francima i sl.) takođe negativno utiče na spremnost obveznika da obaveze prema državi izmiruju na vreme i u potpunosti.

2017. godini. Dinamika prihod od poreza na dohodak i doprinosa uglavnom se može objasniti kretanjem formalne zaposlenosti i zarada.

U Q1 nastavljen rast neporeskih prihoda

Grafikon T6-6. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

U Q1 je ostvaren i veliki međugodišnji realan rast neporeskih prihoda (za 19,9%), što je konzistentno sa velikim rastom i u odnosu na prethodni kvartal (za 5%).² Od ukupno 64,4 mlrd. dinara neporeskih prihoda, ostvarenih u Q1, oko 9,4 mlrd. se odnosi na naplaćene dividende, i to pre svega od Narodne banke Srbije (9,3 mlrd. dinara). Fiskalnom strategijom za 2019. godinu predviđeno je smanjenje neporeskih prihoda za oko 15% (sa 5,1% BDP-a, na 4,3% BDP-a). Da bi taj rezultat bio ostvaren, potrebno je da država postepeno odustaje od politike agresivne naplate dividendi i time oslobođi sredstva za investicije javnih i državnih preduzeća.

² Prilivi po osnovu koncesione naknade ostvareni su u aprilu 2019., od čega je 2,5 mlrd. dinara iskazano kao neporeski prihoda, a 42,2 mlrd. kao priliv po osnovu izvora finansiranja „ispod crte“, te se stoga rast neporeskih prihoda u Q1 ne može pripisati ovoj transakciji.

6. Fiskalni tokovi i politika

Javni rashodi – i tekući i kapitalni, rast U Q1 je došlo i do ubrzanja rasta javnih rashoda, koji su realno međugodišnje povećani za 6,8% u odnosu na isti period prethodne godine. Snažan rast rashoda je zabeležen i u odnosu na prethodni kvartal (za 4%). Rast je zabeležen po osnovu svih kategorija rashoda, pri čemu je najveći relativni rast ostvaren po osnovu subvencija (26,4%) i kapitalnih rashoda (22,2%), koji su u Q1 iznosili oko 3% BDP-a. Rast kapitalnih rashoda u Q1 predstavlja nastavak trenda iz prethodna tri kvartala, što se ocenjuje kao povoljno u meri u kojoj predstavlja posledicu većih ulaganja u infrastrukturu. Budući da je uglavnom reč o nabavci opreme iz inostranstva, rast kapitalnih rashoda u Q1 neće imati značajnije pozitivne efekte na rast privrede. Rashodi na zaposlene i na penzije, kao dve bilansno najznačajnije kategorije javnih rashoda, u Q1 su zabeležili osetan međugodišnji rast (za 4,3% i 6,6% respektivno), što je posledica pre svega povećanja nominalnih zarada i penzija početkom godine. Realni rast rashoda na zaposlene i penzije je u Q1 bio iznad gornje granice održivog, budući da je bio brži od rasta privredne aktivnosti.

Okvir 2: Politika zarada i zapošljavanja u javnom sektoru i politika penzija

U 2018. godini ukupni izdaci na zaposlene i na penzije (9,3% BDP-a i 10,4% BDP-a) konvergirali su ka dugoročno održivom nivou, iako su ovi izdaci u Srbiji i dalje nešto veći u odnosu na prosečan iznos uporedivih evropskih zemalja iz Centralne i Istočne Evrope. Da bi na tom nivou bili i održani, rast ukupnih izdataka na plate i penzije u narednom periodu ne bi trebalo da bude veći od rasta BDP-a. S tim u vezi, neophodno je da se uvede praksa povećanja plata i penzija jednom godišnje (na početku godine), po unapred utvrđenim kriterijumima, te odustajanje od prakse najavljivanja vanrednih povećanja primanja već početkom godine, za šta naročito veliki rizik postoji u predizbornom periodu. U pogledu indeksiranja zarada, neophodno je uvođenje principa „ista plata za isti posao“, kroz primenu platnih razreda, kao i uvođenje pravila koje bi dovelo do toga da rast zarada ne bude brži od rasta privredne aktivnosti, dok je za indeksaciju penzija opravdana upotreba tzv. „švajcarske formule“, koja je najavljena prilikom poslednje posete delegacije MMF-a. Eventualni vanredni fiskalni prostor, koji bi nastao boljom naplatom javnih prihoda, ne bi trebalo koristiti za vanredno povećanje plata i penzija, već za produktivne izdatke - u infrastrukturu, obrazovanje i nauku.

Osim toga, na ukupne rashode, pored visine plata i penzija, utiče i broj zaposlenih odnosno penzionera. Primena politike zamrzavanja zapošljavanja u prethodnih gotovo pet godina imala je ograničene efekte na ukupan broj zaposlenih u javnom sektoru, koji je u tom periodu smanjen za manje od 30 hiljada, iako je broj onih koji su prirodnim odlivom napustili radno mesto bio višestruko veći. Istovremeno, primena ovog pravila dovela je do centralizacije odlučivanja o zapošljavanju, na nivou Komisije Vlade RS. To ukazuje da je efektivno došlo do povećanja prostora za zloupotrebe, pre svega u smislu partijskog zapošljavanja u javnom sektoru. Shodno tome, u narednom periodu bi trebalo ukinuti opštu zabranu zapošljavanja u javnom sektoru i preći na sistemsko uređenje politike zapošljavanja po sektorima, na osnovu objektivno definisanih parametara i kriterijuma, pri čemu bi se na nivou centralne države pratilo poštovanje propisanih kvota. U pogledu penzijskog osiguranja, potrebno je nastaviti sa primenom postojećih pravila, uključujući i primenu penala za prevremeno penzionisanje. S tim u vezi, potrebno je učiniti veće napore u pravcu pojašnjenja razloga za primenu ovih penala i njihove ekonomske i etičke opravdanosti, kako bi se u budućnosti smanjio pritisak za njihovo ukidanje, koji će biti izražen naročito po isteku aranžmana sa MMF-om.

Slični trendovi nastavljeni su i u aprilu, kada su javni prihodi zabeležili međugodišnji rast od 6,1%, usled rasta i poreskih i neporeskih prihoda. U tom mesecu je došlo i do daljeg ubrzanja rasta rashoda, za oko 10%. Shodno tome, u aprilu je ostvaren konsolidovani fiskalni deficit od 3,5 mlrd. dinara.

Fiskalna politika nije u skladu sa stanjem privrede Rast privrede Srbije je, kada se isključi uticaj jednokratnih faktora (poljoprivreda, energetika) u 2018. godini bio umeren, dok je u Q1 2019. došlo do dodatnog usporavanja, tako da je prema dosadašnjim rezultatima, privreda Srbije u tekućoj godini među najsporije rastućim u regionu (videti: *Privredna aktivnost*). Iako je zbog promene strukture rashoda došlo do povećanja ekspanzivnosti fiskalne politike, vođenje politike fiskalnog suficita u uslovima tromog rasta privrede se ocenjuje kao neadekvatno. Imajući u vidu dinamiku privredne aktivnosti i stanje u javnim finansijama, opšti okvir za vođenje fiskalne politike bi trebalo da podrazumeva fiskalni

**Fiskalni prostor
od oko 1%
BDP iskoristiti
za ulaganja u
infrastrukturu,
obrazovanje
i nauku, te
za fiskalno
rasterećenja
zarada**

deficit od oko 0,5% BDP-a, uz promene strukture javne potrošnje, od tekućih ka produktivnim izdacima. Ako se trendovi ostvareni u Q1 nastave, u 2019. godini će verovatno biti ostvaren konsolidovani fiskalni suficit od oko 0,5-1% BDP-a.

Budući da će stopa rasta biti umerena (približna potencijalnoj), ciklično prilagođeni suficit će biti približan stvarnom. To znači da u Srbiji postoji fiskalni prostor od oko 1% BDP-a, koji je moguće iskoristiti za primenu diskrecionih mera fiskalne politike. U cilju podizanja potencijalne stope privrednog rasta, opravdano je taj fiskalni prostor iskoristiti pre svega za osetnije povećanje ulaganja u infrastrukturu (putnu, železničku, ekološku), kao i u obrazovanje i nauku, uz unapređenje kriterijuma za raspodelu sredstava. Osim toga, deo fiskalnog prostora bi trebalo iskoristiti i za dalje smanjenje fiskalnog opterećenja rada.

Analiza kretanja javnog duga

**Javni dug na kraju Q1
iznosio je 23,4 mlrd.
evra (54% BDP-a)...**

**Dug porastao za
380 mil. evra usled
zaduživanja radi
otplate dugova koji
uskoro dospevaju**

Na kraju Q1 2019. godine javni dug Srbije iznosio je 23,4 mlrd. evra (54% BDP), a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica, oko 54,9% BDP-a, što je za oko 380 miliona evra više nego na kraju 2018. Relativni rast javnog duga u toku Q1 (za oko 0,2% BDP-a) bio je sporiji od rasta absolutnog nivoa duga, zbog blagog rasta BDP-a, kao i usled realne aprecijacije kursa dinara.

Do rasta javnog duga u Q1 došlo je pre svega po osnovu zaduživanja države u inostranstvu, radi formiranja rezervi neophodnih za otplatu dugova koji dospevaju u narednom periodu. Istovremeno, nastavljen je trend blagog opadanja indirektnog duga (za oko 20 mil. evra), budući da nije bilo potrebe za znatnijim zaduživanjem javnih i državnih preduzeća, uz garanciju države.

Tabela T6-7. Srbija: Javni dug¹ 2000-2019. (mlrd. dinara)

	2000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Q1 2019
I. Ukupne direktnе obaveze	14,2	7,9	8,5	10,5	12,4	15,1	17,3	20,2	22,4	22,7	21,4	21,5	21,9
Unutrašnji dug	4,1	3,2	4,1	4,6	5,1	6,5	7,0	8,2	9,1	8,8	9,1	9,4	9,5
Spoljni dug	10,1	4,7	4,4	5,9	7,2	8,6	10,2	12,0	13,4	13,9	12,4	12,1	12,4
II. Indirektnе obaveze	-	0,9	1,4	1,7	2,1	2,6	2,81	2,5	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5
III. Javni dug (I+II+III)	14,2	8,8	9,8	12,2	14,5	17,7	20,1	22,8	24,8	24,8	23,2	23,0	23,4
Javni dug/BDP (QM) ³	169,3%	28,3%	32,8%	41,9%	44,4%	56,1%	55,9%	66,2%	70,0%	68,0%	57,8%	53,8%	54,0%

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

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije

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

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

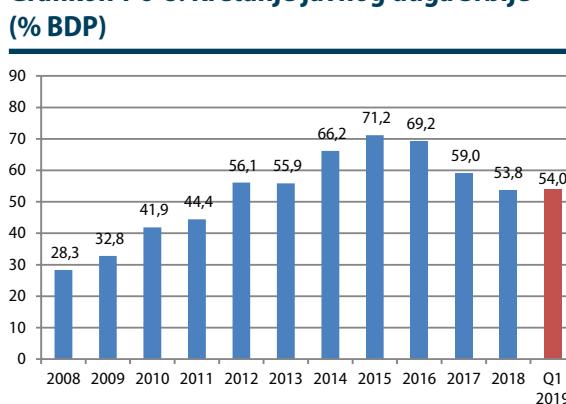
**Realna aprecijacija
kursa blago uticala na
smanjenje duga**

**Javni dug do kraja
godine bi mogao da
iznosi oko 50% BDP-a**

U toku Q1 2019. kurs dinara prema evru je realno aprecirao za 1,7%, a u odnosu na američki dolar je realno približno stagnirao, tako da je ukupno posmatrano, promena kursa uticala na blago smanjenje duga u ovom periodu. Ipak, realna aprecijacija kursa se negativno odražava na budući rast privrede, što može dugoročno negativno da utiče na održivost duga.³

Ukoliko ne bude većih realnih oscilacija kursa, te fiskalni suficit bude iznosio između 0,5% i 1% BDP-a, rast privrede bude iznosio oko 3%, a prilivi od koncesione naknade i privatizacije (npr. Komercijalne banke) budu

**Grafikon T 6-8. Kretanje javnog duga Srbije
(% BDP)**



Izvor: Obračun QM-a³

iskorišćeni za otplatu starih dugova koji uskoro dospevaju, javni dug bi na kraju godine mogao da

3) Uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica

6. Fiskalni tokovi i politika

iznosi oko 50% BDP-a. Ukoliko se pak budu nastavili aprecijacioni trendovi, nivo duga na kraju godine bi mogao da bude i nešto niži.

Prilozi

Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2010-2019. (mlrd. dinara)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019				
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
I UKUPNI PRIHODI	1.278,4	1.362,6	1.472,1	1.538,1	1.620,8	1.694,8	1.842,7	1.973,4	473,8	526,9	536,9	567,7	2.105,3	525,4
1. Tekući prihodi	1.215,7	1.297,9	1.393,8	1.461,3	1.540,8	1.687,6	1.833,3	1.964,9	472,5	525,1	534,3	558,7	2090,6	523,8
Poreski prihodi	1.056,5	1.131,0	1.225,9	1.296,4	1.369,9	1.463,6	1.585,8	1.717,9	420,0	456,4	465,3	480,5	1822,2	459,4
Porez na dohodak	139,1	150,8	153,3	156,1	146,5	146,8	155,1	167,9	40,1	40,6	48,2	50,5	179,4	44,5
Porez na dobit	32,6	37,8	54,8	60,7	72,7	62,7	80,4	111,8	22,9	44,6	22,9	22,1	112,5	33,3
PDV	319,4	342,4	367,5	380,6	409,6	416,1	453,5	479,3	110,3	125,6	139,7	124,2	499,8	128,7
Akize	152,4	170,9	181,1	204,8	212,5	235,8	265,6	279,9	76,9	62,2	71,5	79,4	290,0	69,8
Carine	44,3	38,8	35,8	32,5	31,2	33,3	36,4	39,7	10,0	10,4	10,9	12,4	43,6	10,8
Doprinosi	323,0	346,6	378,9	418,3	440,3	505,7	527,5	71,9	142,5	153,5	153,8	170,0	619,7	1,6
Ostali poreski prihodi	46,0	43,5	42,6	43,5	57,3	63,3	67,3	567,4	17,2	19,5	18,4	22,1	77,1	20,1
Neporeski prihodi	159,2	36,9	37,9	34,9	170,9	224,0	247,5	247,0	52,4	68,7	69,1	78,2	268,4	64,4
II UKUPNI RASHODI	-1.419,5	-1.526,1	-1.717,3	-1.750,2	-1.878,9	-1.844,0	-1.899,7	1.921,1	470,1	496,8	515,5	590,7	2.073,0	514,1
1. Tekući rashodi	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-1.696,6	-1.717,9	1745,3	434,8	451,6	453,9	507,0	1847,2	475,0
Rashodi za zapoštene	-308,1	-342,5	-374,7	-392,7	-388,6	-419,2	-417,7	426,3	116,0	117,4	115,9	119,6	468,8	123,9
Kupovina roba i usluga	-202,5	-23,3	-235,7	-236,9	-256,8	-257,6	-283,6	301,6	66,4	85,0	82,6	109,3	343,4	72,3
Otplata kamata	-34,2	-44,8	-68,2	-94,5	-115,2	-129,9	-131,6	121,2	42,0	22,1	30,8	13,7	108,6	46,1
Subvencije	-77,9	-80,5	-111,5	-101,2	-117,0	-134,7	-112,7	113,3	17,9	29,0	23,0	39,7	109,7	23,2
Socijalni transferi	-579,2	-609,0	-652,5	-687,6	-696,8	-710,0	-716,8	720,1	180,3	182,8	181,8	201,0	746,0	194,5
od čega: penzije ⁵⁾	-394,0	-422,8	-473,7	-498,0	-508,1	-490,2	-494,2	497,8	128,6	130,2	129,6	136,9	525,2	140,3
Ostali tekuci rashodi	-22,9	-31,7	-37,4	-36,9	-53,7	-45,3	-55,6	62,7	12,1	15,3	19,7	23,7	70,8	15,0
2. Kapitalni rashodi ⁽⁶⁾	-105,1	-111,1	-126,3	-84,0	-96,7	-114,5	-139,3	133,9	28,9	39,7	54,0	76,8	199,3	36,1
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	-7,9	-29,7	-30,1	-39,7	28,8	4,0	4,5	7,1	4,1	19,7	2,3
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	-35,6	-55,4	-2,7	-3,3	13,2	2,4	1,1	0,5	2,7	6,8	0,7
III KONSOLIDOVANI BILANS	-141,0	-163,5	-245,2	-212,1	-258,1	-149,1	-57,1	52,3	3,7	30,1	21,4	-23,0	32,2	11,2

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2010-2019. (%)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019				
										Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
I UKUPNI PRIHODI	3,3	-8,9	-1,5	-4,6	0,6	-2,2	3,2	3,1	7,5	4,0	3,6	2,7	5,4	6,5	4,6	8,3
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-1,5	-4,4	0,1	-2,6	3,3	3,3	7,4	4,1	3,3	2,4	5,1	5,7	4,3	8,3
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-2,5	-4,1	1,0	-1,7	3,5	0,3	7,2	5,2	7,0	0,8	3,6	5,1	4,0	6,8
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-3,9	-2,9	2,1	-12,2	-8,1	-1,2	4,5	5,1	5,3	-1,9	8,5	6,8	4,8	8,3
Porez na dobit	18,5	-27,0	-3,6	3,9	35,1	2,9	17,4	-15,0	26,9	35,0	19,5	-10,6	3,2	-2,7	-1,3	41,8
PDV	2,5	-10,2	-0,7	-4,0	0,0	-3,8	5,4	0,2	7,8	2,6	-0,9	3,3	7,4	-1,2	2,2	13,9
Akize	0,7	11,6	4,2	0,6	-1,2	5,1	1,6	9,4	11,4	2,3	16,7	-6,2	-10,8	8,7	1,6	-11,4
Carine	1,8	-32,4	-14,9	-21,5	-14,0	-15,6	-6,5	5,9	8,1	5,8	5,5	5,9	7,3	12,0	7,8	6,0
Doprinosi	4,3	-7,0	-6,5	-3,9	1,9	2,6	3,1	-2,1	3,2	3,8	8,2	5,9	6,8	7,6	7,1	4,3
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	14,5	-15,2	-8,8	-5,2	29,2	8,9	5,1	4,4	2,0	3,6	1,1	13,5	5,2	13,8
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	5,8	-6,1	-6,2	-8,7	1,5	27,9	9,3	-3,1	-16,3	17,3	16,9	9,4	6,5	19,9
II UKUPNI RASHODI	5,0	-4,8	-1,7	3,3	4,3	-0,3	5,2	-3,2	1,9	-1,7	5,6	3,7	9,5	4,9	5,8	6,8
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-2,2	3,1	4,1	-2,7	2,9	-1,4	0,2	-1,2	2,7	1,1	5,5	2,6	3,8	6,7
Rashodi za zapoštene	10,9	-6,0	-5,9	0,4	2,0	-2,6	-3,1	-9,7	-1,4	-0,9	11,4	6,6	6,4	7,3	7,8	4,3
Kupovina roba i usluga	-5,7	-0,3	4,3	1,5	-6,6	6,2	-1,1	8,9	3,3	8,1	14,9	11,8	11,2	11,6	6,3	
Otplata kamata	-2,8	-5,7	-0,3	17,4	41,9	28,8	19,3	11,2	0,2	-10,6	-12,8	-14,5	-3,7	-21,8	-12,1	7,2
Subvencije	-13,3	19,0	40,6	7,4	29,1	-15,6	13,2	13,6	-17,3	-2,3	-6,6	6,7	2,3	-15,0	-5,1	26,4
Socijalni transferi	10,1	-26,0	13,9	5,8	-0,1	-2,1	-0,7	0,5	-0,1	-2,1	1,7	0,6	2,5	1,5	1,6	5,3
od čega: penzije ⁵⁾	9,5	2,2	-3,9	3,9	4,4	-2,3	-0,1	-4,8	-0,3	-2,2	2,8	2,7	2,1	6,2	3,4	6,6
Ostali tekuci rashodi	14,9	6,7	-6,1	23,9	9,9	-8,4	42,6	-16,7	21,4	9,6	-10,1	10,6	26,8	5,5	10,7	21,4
2. Kapitalni rashodi ⁽⁶⁾	-4,3	-6,7	-11,8	5,3	6,0	-38,2	12,7	16,8	20,3	-6,7	136,8	9,6	77,5	32,9	45,9	22,2
3. Aktivirane garancije	283,5	-2,2	-2,7	-3,3	-3,7	248,7	267,8	0,1	28,5	-28,5	-52,3	-23,4	4,7	-50,5	-32,9	-44,2
4. Budžetske pozajmice	13,3	-24,0	-30,0	-25,0	-38,2	44,2	52,2	-95,1	20,8	283,9	62,2	-61,0	-83,7	1,8	-49,3	195,0

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

7. Monetarni tokovi i politika

Uprkos ubrzavanju inflacije u Q1 njena vrednost na kraju marta je i dalje bila ispod ciljanog nivoa od 3%, što je uz očekivano usporavanje u maju kada su iscrpljeni efekti sezonskog rasta cena povrća uticalo da NBS zadrži nepromenjenu referentnu kamatu stopu. Deprecijacijski pritisci sa kraja 2018. godine ubrzo su se pretvorili u snažne pritiske ka jačanju kursa dinara koji još uvek traju. Tokom Q1 intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu su bile usmerene ka odbrani kursa dinara kako sa strane ponude tako i sa strane tražnje za devizama usled čega je neto efekat bio samo 30 miliona evra kupljenih deviza. NBS je nastavila sa intervencijama i do prve nedelje juna je bila neto kupac deviza u iznosu od preko 550 miliona evra. Neto devizne rezerve NBS su zabeležile povećanje u Q1 za 68 miliona evra, što je sa povlačenjem banaka iz REPO plasmana delovalo na strani kreiranja primarnog novca ali su ovi efekti neutralisani povećanjem depozita na računu države. Posmatrano u odnosu na vrednosti iz istog perioda prethodne godine, novčana masa nastavlja da raste sa nominalnom stopom od 14,6% što je najviše podstaknuto rastom kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva ali i privrede. Neto novi plasmani banaka od početka godine su negativni prvenstveno usled negativnih neto plasmana državi ali se pozitivan trend pozitivnih plasmana stanovništvu i privredi nakon korekcije za otpis loših kredita i dalje nastavlja. Uz rast neto novih plasmana privredi iz inostranstva ukupni neto plasmani privredi i stanovništvu u Q1 iznose oko 400 miliona evra. Iako su neto depoziti stanovništva ponovo porasli, ukupni izvori za nove plasmane banaka su u padu u Q1 usled sezonskog povlačenja depozita privrede i vraćanja kredita koje su banke uzele od svojih centrala u inostranstvu. Učešće problematičnih kredita od početka godine blago je smanjeno najviše usled rasta nivoa ukupnih kredita, dok je sam nivo loših kredita zabeležio neznatno smanjenje. Realne kamatne stope na dinarske kredite usled nešto više inflacije u Q1 su zabeležile pad, dok se kod indeksiranih stambenih kredita i kredita za obrtna sredstva beleži rast u odnosu na kraj 2018. godine.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

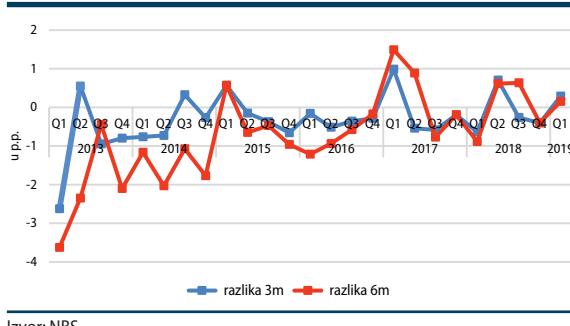
I u Q1 bez promene
referentne kamatne
stope...

...usled zadržavanja
inflacije unutar ciljanog
okvira

Uprkos ubrzavanju inflacije od početka godine, NBS nije menjala nivo referentne kamatne stope zaključno sa poslednjom sednicom izvršnog odbora koja je održana početkom juna. Referentna kamatna stopa je sada već više od godinu dana nepromenjena što je u slučaju inflacije koja se u 2018. godini nalazila blizu donje granice ciljanog okvira sigurno bilo opravdano. Ipak inflatori pritisci od početka godine su se pojačavali usled sezonskog rasta cena svežeg povrća i voća zaključno sa aprilom kada je inflacija dostigla 3,1%, da bi se u maju usled iscrpljenja ovih efekata inflacija vratila na nivo od 2,2% međugodišnje. Faktori koji će delovati u ostatku godine poput rasta domaće tražnje po osnovu najavljenog povećanja zarada u javnom sektoru ali i potencijalnog povećanja cene energenata usled geopolitičke nestabilnosti, mogu uticati da se inflacija do kraja godine kretati oko sredine ciljanog koridora od $3\pm1,5\%$.

U zavisnosti od realizacije navedenih faktora NBS će verovatno zadržati trenutni nivo referentne kamatne stope i u narednom periodu uz mogućnost korekcije u slučaju javljanja većih pritisaka na cene. Inflacija u Q1 je prevazišla očekivanja koja je NBS imala pre tri odnosno šest meseci (Grafikonu T7-1) što govori da su kratkoročne fluktuacije u ovom periodu bile znatno snažnije od očekivanih, dok kada je u pitanju bazna inflacija međugodišnje stope beleže nešto manju promenu koje su je zadržale na nivou

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



Izvor: NBS

7. Monetarni tokovi i politika

od oko 1,5%. Uzimajući u obzir da predstavnici ECB i FED-a razmišljaju o odlaganju najavljenе politike postepenog monetarnog pooštavanja ili čak ponovnom uvođenju određenih monetarnih popuštanja, možemo očekivati da će sa strane priliva kapitala ovi faktori podsticati rast cene krajem ove i u narednoj godini. Iako je kreditna aktivnost u sektoru privrede kada se isključe efekti otpisa loših kredita bila značajno manja u odnosu na prethodni kvartal, u Q2 i ostatku godine možemo očekivati ubrzanje ukoliko ne dođe do bitnijeg pooštavanja uslova kreditiranja što je po svim trenutnim pokazateljima izuzetno malo verovatno. Do kraja leta ćemo verovatno biti svedoci pojačanih intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu u cilju održavanja ciljanog nivoa kursa dinara koji je sa poslednjim jačanjem počeo da se približava nivou iz 2014. godine. Uprkos izjavama NBS da poverenje ozbiljnih stranih investitora jača domaću valutu, ovakvo kretanje dinara je u suprotnosti sa bazičnim makroekonomskim pozicijama Srbije. Iako ovo može imati pozitivne efekte na jedan deo privrede koji je uvozno orijentisan, dugoročno će više šteti usled pogoršanja položaja domaćih proizvođača koji su sve izloženiji nižim cenama uvoznih proizvoda. Time se dodatno pogoršavaju opterećujuće privreda koja i bez toga već pokazuje prve znakove usporavanja privrednog rasta.

Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2015-2018

	2016				2017				2018				2019
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
Repo stok (u milionima evra)	246,50	239,12	528,92	279,23	480,53	572,42	634,74	384,53	348,00	562,51	339,53	142,95	139,16
Repo stopa NBS	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00
repo stopa korigovana za inflaciju	2,60	1,78	3,17	1,94	-5,11	4,17	2,68	0,40	-2,60	4,24	2,59	-2,98	-2,98
repo stopa korigovana za promene kursa	-0,34	3,35	4,57	3,37	4,48	15,71	7,77	3,50	4,75	3,50	1,65	3,10	3,00
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-555,00	-820,00	-345,00	-160,00	-345,00	160,00	765,00	680,00	400,00	1.190,00	1.595,00	1.580,00	35,00
u milionima evra, kumulativni od početka godine													
Neto sopstvene rezerve ¹⁾	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-154,90	653,92	547,26	616,64	67,93
Neto domaća aktiva (NDA)	45,62	395,60	-99,67	94,92	-171,42	-248,75	-704,00	137,47	-264,65	-845,34	-649,45	-142,59	-199,62
Dinarski depoziti države ²⁾	41,52	275,36	35,00	195,73	-41,59	-358,48	-755,64	-247,10	-376,19	-567,19	-612,17	-153,41	-158,73
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	5,09	19,53	-279,20	-25,66	-207,38	-285,41	-346,27	-95,49	43,47	-168,83	42,95	241,88	12,74
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-0,99	100,71	144,53	-75,15	77,56	395,14	397,91	480,06	68,07	-109,33	-80,23	-231,06	-53,63
Primarni novac	-423,81	-390,27	-446,13	-68,11	-441,15	-513,96	-339,84	132,60	-419,56	-191,42	-102,19	474,05	-131,69
od čega: gotovina u opticaju	-68,06	-20,21	40,74	157,26	-104,02	-114,39	-103,93	39,59	-102,01	-41,46	60,29	157,82	-37,81
od čega: slobodne rezerve	-284,91	-319,01	-465,39	-241,74	-351,17	-422,08	-269,15	22,35	-335,18	-200,87	-265,64	185,56	-143,78
u milionima evra, kumulativni od početka godine													
Narodna banka Srbije, neto	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73	64,63	915,44	997,16	1.069,34	187,71
Bruto rezerve	-880,04	-1.080,32	-807,49	-153,76	-469,25	-632,21	431,51	-302,83	36,47	894,42	977,20	1.048,44	181,07
Obaveze	14,21	18,69	22,97	16,14	4,66	13,34	20,70	22,10	28,16	21,03	19,96	20,90	6,64
MMF	8,10	15,09	16,00	14,12	-0,04	5,81	7,68	8,67	9,42	1,44	1,75	0,84	-0,95
Ostale obaveze	6,10	3,59	6,98	2,02	4,69	7,53	13,02	13,43	18,75	19,59	18,21	20,07	7,59
STRUKTURA NETO REZERVI NBS													
1. Narodna banka Srbije, neto	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73	64,63	915,44	997,16	1.069,34	187,71
1.1 Depoziti poslovnih banaka	331,11	302,75	339,40	90,80	144,67	156,34	123,17	159,61	47,26	38,80	-33,79	-572,93	-69,13
1.2 Depoziti države	65,30	-26,98	98,65	-116,22	50,18	197,32	-211,22	116,25	-271,67	-305,19	-420,98	115,36	-50,65
1.3 NBS sopstvene rezerve	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-154,90	649,05	542,39	611,77	67,93
(1,3 = 1 - 1.1 - 1.2)													

Izvor: NBS.

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

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

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

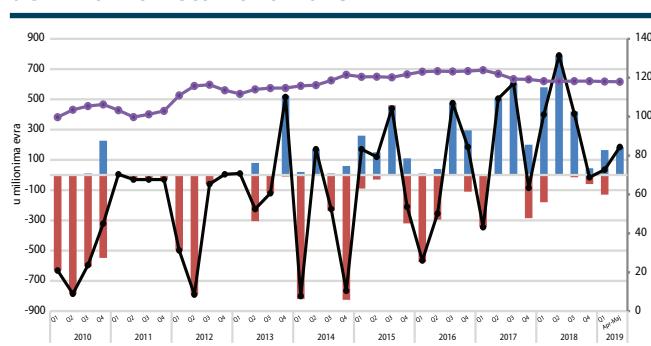
4) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

Otkup deviza na MDT pozitivno delova na rast neto sopstvenih rezervi

U januaru su se deprecijacijski pritisci sa kraja prethodne godine prelili delom i na Q1 usled čega je NBS intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu na strani prodaje deviza. Ubrzo

u februaru dolazi do promene smera pritiska što je uticalo da NBS počne da interveniše na strani kupovine deviza na MDT. Na nivou kvartala ove dve epizode su se neutralisale usled čega je neto pozicija NBS bila 35 miliona evra kupljenih deviza u Q1 (Grafikon T7-3). Ipak pritisci ka jačanju dinara se nastavljaju u aprilu usled čega je NBS kupila dodatnih 75 miliona evra na MDT i delimično usporila efekte na jačanje kursa. U maju je NBS kupila dodatnih 110 miliona evra, da bi se sličan

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

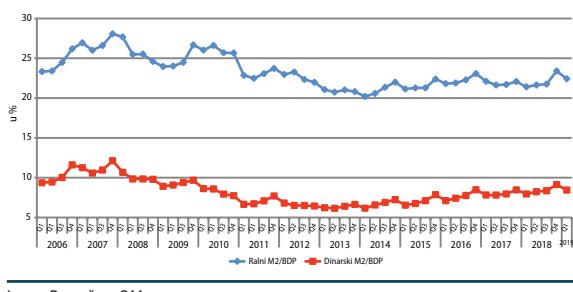


Izvor: NBS.

tempo nastavio i u prvih sedam dana juna, kada je kupila još 370 miliona evra. Uprkos ovim intervencijama dinar je nastavio nominalno da apresira što uzimajući u obzir višu inflaciju u Srbiji u odnosu na EU zonu dodatno pogoršava cenovnu konkurentnost kako izvoznog dela privrede tako i onog koji je suočen sa sada pojeftinjenjem konkurenčkih proizvoda iz inostranstva. Neto

sopstvene rezerve NBS u Q1 zabeležile su povećanje za 68 miliona evra, pri čemu je neto domaća aktiva (NDA) smanjenja za 200 miliona evra. Smanjenje NDA posledica je povećanja depozita države od 159 miliona evra u kombinaciji sa povećanjem ostale domaće aktive za 54 miliona evra, što je samo neznatno umanjeno povlačenjem banaka iz REPO operacija za 13 miliona evra. Usled snažnijeg smanjenja NDA u odnosu na povećanje neto sopstvenih rezervi, primarni novac u Q1 je zabeležio pad od 132 miliona evra od vrednosti sa početka godine.

Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2018



Izvor: Proračun QM-a

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Nastavlja se rast novčane mase u Q1 ...

... usled rasta kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva i privrede

Ubrzani nominalni rast M2¹ na kraju prošle godine nastavljen je i u Q1 usled čega je povećanje primarnog novca od početka godine iznosilo 14,8% međugodišnje (u Q4 2018. godine nominalni rast M2 iznosio 14,5% međugodišnje, Tabela T7-5). Na kvartalnom nivou primarni novac je zabeležio smanjenje od -0,7% vrednosti zabeležene na kraju decembra 2018. godine, najviše usled smanjenja NSA dok je na kvartalnom nivou NDA ostvarila rast. U odnosu na nivo sa kraja prethodne godine NSA smanjena je za 1,6% usled čega je i primarni novac u Q1 ostvario pad koji je donekle ublažen povećanjem NDA od 1% u odnosu na kraj 2018. godine. Nakon korekcije za inflaciju koja je u Q1 bila nešto viša, realni rast M2 iznosi 11,8% međugodišnje što je blago usporavanje u odnosu na prethodni kvartal ali je zato realni rast kredita privredi i domaćinstvima nešto viši i iznosi 8% međugodišnje (realni rast M2 u Q4 2018. godine iznosi 12,4% dok je rast kredita iznosi 7,8% međugodišnje). Realna stopa rasta kredita stanovništvu sa 10% međugodišnje blago je ispod nivoa iz prethodnog kvartala dok je realna stopa rasta kredita privredi nastavila da ubrzava na 6,3% međugodišnje (u Q4 2018. godine realna stopa rasta kredita privredi iznosi 5,7% međugodišnje).

Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2015–2018

	2016				2017				2018				2019
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
M2 ¹⁾	7,9	7,8	10,2	9,9	10,3	7,4	5,6	3,6	3,3	7,9	8,2	14,5	14,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima) ³⁾	2,2	4,7	5,9	2,6	4,1	2,0	0,7	1,8	1,9	4,0	5,9	9,4	9,7
Krediti nedržavnom sektoru ⁴⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	0,6	3,1	3,9	1,5	3,5	3,5	2,9	4,7	5,1	5,6	6,5	9,6	10,0
Domačinstva	3,8	5,8	8,4	9,4	11,0	11,8	10,8	10,9	10,2	10,6	12,3	12,7	12,4
Privreda	-1,4	1,4	1,0	-3,3	-1,3	-2,1	-2,4	0,4	1,3	1,8	2,0	7,1	8,0
12-m. u %													
M2 ¹⁾	7,2	7,3	9,4	8,0	6,4	3,8	2,3	0,6	2,0	5,6	7,2	12,4	11,8
Krediti nedržavnom sektoru ⁵⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	0,2	2,3	2,8	0,9	2,4	2,7	2,4	4,0	4,6	4,7	5,5	7,8	8,0
Domačinstva	2,9	4,6	6,6	7,5	8,6	9,7	9,0	9,2	8,9	8,8	10,0	10,3	10,0
Privreda	-1,5	0,9	0,4	-3,2	-1,7	-2,0	-2,1	0,4	1,5	1,5	1,9	5,7	6,3
12-m. realni, u %													
u milijardama dinara na kraju perioda													
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.979,6	2.023,2	2.087,0	2.196,8	2.182,7	2.173,3	2.204,5	2.275,5	2.255,1	2.345,7	2.424,3	2.605,3	2.588,9
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	645,5	685,0	727,1	808,0	772,7	785,2	808,3	872,1	838,6	893,1	924,3	1017,3	974,8
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.334,1	1.338,2	1.359,9	1.388,7	1.410,0	1.388,1	1.396,2	1.403,4	1.416,5	1.452,6	1.500,0	1.588,0	1.614,0
kvartalni rast M2 i učešća													
M2 ¹⁾	-1,0	2,2	3,2	5,3	-0,6	-0,4	1,4	3,2	-0,9	4,0	3,3	9,2	-0,7
Neto strana aktiva (NSA), dinarski pristaz	-2,9	2,0	2,1	3,9	-1,6	0,6	1,1	2,9	-1,5	6,5	1,2	4,2	-1,6
Neto domaća aktiva (NDA)	1,9	0,2	1,1	1,4	1,0	-1,0	0,4	0,3	0,6	2,5	1,8	5,0	1,0

Izvor: NBS

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

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

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

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

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

7. Monetarni tokovi i politika

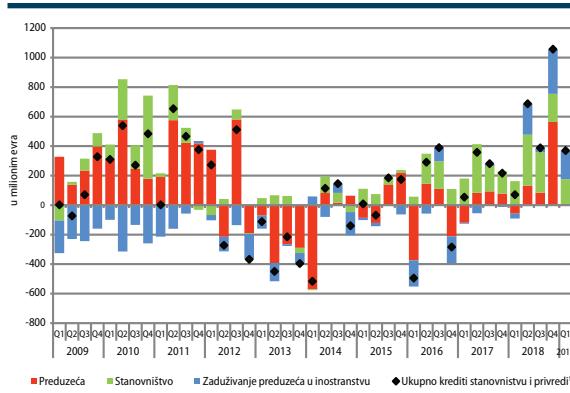
Nominalni rast novčane mase u Q1 vođen rastom deviznih depozita Posmatrano po pojedinačnim elementima, ukupan nominalni rast novčane mase M2 od 14,8% međugodišnje ostvaren je uz najveći doprinos povećanja deviznih depozita. U Q1 devizni depoziti doprineli su rastu M2 sa 8,76 p.p. što objašnjava gotovo 60% ukupnog rasta novčane mase. Drugi po redu doprinos duguje se najužem agregatu M1 čije povećanje je doprinelo sa 4,6 p.p. ukupnom nominalnom rastu M2 u Q1. Stedni i oročeni depoziti su blago su povećali svoj značaj u odnosu na prethodni kvartal i sa 1,44 p.p. su doprineli ukupnom povećanju primarnog novca od početka godine.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

U Q1 nastavljeni pozitivni trendovi oporavka kreditne aktivnosti

Ukupni neto plasmani poslovnih banaka od početka godine su negativni, prvenstveno usled povećanja depozita države kao rezultat budžetskog suficita u Q1, kao i usled prikupljanja sredstva od strane države za prevremeni otkup dela emitovanih obveznica. Rast depozita države na računima kod poslovnih banaka iznosio je 259 miliona evra što je u kombinaciji sa sezonski slabijom kreditnom aktivnošću od početka godine u segmentu privrede i stanovništva uticalo na pad ukupnih neto plasmana bankarskog sektora od 89 miliona evra (Tabela T7-7). Negativan efekat na nivo ukupnih neto plasmana u maloj meri je imalo i povlačenje banaka iz REPO plasmana od 4 miliona evra u Q1. Na pozitivnoj strani beleži se rast plasmana privredni i stanovništву koje je početkom godine tipično manje nego u ostalim kvartalima. Neto kreditni plasmani privredi su minimalno smanjeni za 2 miliona evra u odnosu na kraj 2018. godine, ali ako se uzme u obzir otpis loših kredita plasiranih privredi koji je izvršen u ovom periodu, neto plasmani privredi su zapravo povećani za oko 22 miliona evra. Neto kreditni plasmani stanovništву su u Q1 po već utvrđenom trendu zabeležili povećanje za 174 miliona evra što više nego u istom kvartalu 2018. godine i na osnovu podataka iz aprila može se očekivati ubrzanje rasta u Q2. Najveći deo novoodobrenih kredita privredi predstavljaju krediti za likvidnost i obrtna sredstva sa učešćem od oko 51% dok je učešće kredita za investicije bilo oko 32%. Novoodobrene kredite stanovništву su većim delom činili gotovinski i krediti za refinansiranje sa učešćem od 57%, dok je obim stambenih kredita veći nego u istom periodu prethodne godine.

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



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

Iako je neto kreditna aktivnost banaka prema privredi, nakon isključenja efekata otpisa loših kredita, bila prilično slaba u Q1, nešto bolji utisak se dobija ako se uključe i efekti prekograničnog zaduživanja domaćih preduzeća. Ovaj oblik finansiranja privrede je bio praktično nepostojeći do polovine prošle godine kada su primećeni prvi pozitivni trendovi. Iako je povećanje neto prekograničnih kredita od 196 miliona evra u Q1 manje nego u prethodnom kvartalu ipak ukazuje na oporavljanje ovog vida finansiranja koji je u periodu pre izbijanja globalne finansijske krize bio dominantan za privredu Srbije (u Q4 2018. godine neto prekogranični krediti uvećani za 303 miliona evra, Grafikon T7-6). Kada se uzme u obzir povećanje neto plasmana privredi i stanovništву iz domaćih i inostranih izvora, ukupna vrednost na nivou Q1 je 370 miliona evra što je uz isključenje efekta otpisa loših kredita bliže vrednosti od 400 miliona evra. U preostalom delu godine ponovna mogućnost relaksiranja monetarnih uslova na tržištima EU i Amerike će delimično neutralisati negativne efekte kroz pojeftinjenje uslova finansiranja. Krediti privredi i stanovništву iz domaćih i inostranih izvora su trenutno na nivou od oko 68% BDP-a, što je u odnosu na uporedive privrede u proseku za oko 15 p.p. niže i sugerise da postoji dodatni prostor za dalji rast kreditne aktivnosti.

Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2015-2018

	2016				2017				2018				2019
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
u milionima evra, kumulativi od po etka godine													
Izvori sredstava (-, povlačenje)	377	168	-363	-1.130	354	-252	-1.138	-2.129	286	-727	-1.388	-3.641	573
Domaći depoziti	223	-235	-708	-1.425	107	-104	-426	-1.031	65	-664	-854	-2.694	80
Depoziti stanovništva	-16	-235	-362	-625	-69	-164	-258	-517	-166	-411	-646	-1.016	-292
dinarski depoziti	3	-75	-154	-290	27	-7	25	-121	15	-110	-250	-442	-35
devizni depoziti	-19	-161	-208	-334	-96	-157	-283	-395	-181	-301	-396	-574	-256
Depoziti privrede	239	0	-346	-800	175	60	-167	-514	231	-253	-208	-1.677	372
dinarski depoziti	385	222	5	-352	207	142	-30	-306	170	-95	-44	-657	358
devizni depoziti	-146	-222	-351	-448	-31	-82	-137	-208	61	-158	-164	-1.021	14
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	181	397	427	335	218	49	-317	-547	-169	-217	-531	-821	136
Kapital i rezerve	-27	6	-82	-40	29	-198	-395	-550	390	154	-3	-126	357
Devizne rezerve (-, povlačenje)	214	337	284	244	-35	-153	-286	-261	215	-75	138	625	-54
Plasmani¹⁾	128	426	1.129	997	255	856	1.162	1.234	219	978	1.227	1.548	-89
Ukupno privreda i stanovništvo	-316	32	329	186	61	474	740	969	105	582	941	1.695	174
Privreda	-374	-228	-118	-372	-119	-36	58	135	-58	75	159	723	-2
Stanovništvo	57	260	447	559	180	510	682	833	162	507	781	972	176
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-7	-14	276	27	202	289	341	90	-39	175	-48	-244	-4
Neto kreditiranje države ³⁾	452	408	525	784	-8	93	82	176	154	221	334	96	-259
PRO MEMORIA													
Obavezne rezerve i depoziti	-598	-864	-859	-565	-161	-94	-83	-30	120	213	287	1.130	1
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-107	160	6	201	-324	-401	-220	62	-338	-249	-262	-80	-31
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-102	160	3	187	-326	-415	-223	42	-339	-254	-280	-197	40
Ostale stavke ⁵⁾	0	-204	-175	253	-79	18	545	1.176	-514	-152	-8	428	-400
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	17	16	15	16	16	15	15	15	15	15	15	17	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 nivoje vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.
- 4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.
- 5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubanarni odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.
- 6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

Upikos rastu depozita stanovništva, kreditni potencijal u Q1 smanjen...

...usled razduživanja banaka prema inostranstvu i smanjenja kapitala i rezervi

Kao i u prethodnim godinama, kreditni potencijal domaćeg bankarskog sistema smanjen je u Q1 za 573 miliona evra. Smanjenje je manjim delom od 80 miliona evra rezultat smanjenja neto domaćih depozita, dok je ostatak posledica razduživanja domaćih banaka prema inostranim centralama i smanjenja kapitala i rezervi. Neto domaći depoziti smanjeni su od početka godine usled povlačenja sa računa neto depozita privrede koje je u Q1 iznosilo 372 miliona evra. U istom periodu stanovništvo je povećalo neto depozite kod poslovnih banaka za 292 milina evra ali nedovoljno da pokrije povlačenje na strani privrede (Tabela T7-7). Najveći doprinos smanjenju izvora za nove plasmane banaka duguje se smanjenju kapitala i rezervi koje je u Q1 iznosilo 357 miliona evra, što je za 33 miliona evra u poređenju na smanjenje kapitala i rezervi koje je zabeleženo u istom kvartalu prethodne godine. Iako su celokupne prošle godine poslovne banke povećavale svoju zaduženost prema inostranstvu, u Q1 se beleži neto razduživenje od 136 miliona evra što je dodatno umanjilo izvore za nove plasmane banaka.

Tabela T7-8. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2018

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2016				2017				2018				2019
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
stanje na kraju perioda																			
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	25,5	24,4	26,89	26,26	23,56	19,48	19,92	19,24	16,86	13,83	12,51	12,51	10,37	9,63
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	43,29	29,92	33,03	30,12	28,44	27,42	26,49	25,02	23,90	16,96	12,60	12,16	9,98	9,07
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	9,97	10,53	10,95	10,63	10,36	9,66	9,21	8,35	7,56	6,43	5,84	5,71	5,15	4,72
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	3,70	3,52	3,76	3,75	3,45	2,83	2,83	2,77	2,63	2,16	1,91	1,83	1,59	1,52

Izvor: Proračun QM-a

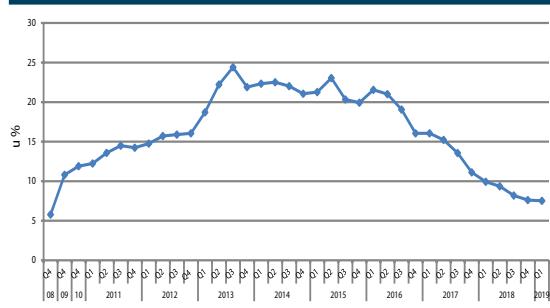
Učešće loših kredita od početka blago smanjeno

Od početka godine učešće loših kredita u ukupno plasiranim blago je smanjeno, što je u skladu sa našim ocenama da će buduće promene ovog pokazatelja biti dominantno određene promenom imenioca u tj. ukupnom masom plasiranih krediti. Na kraju marta prema podacima Kreditnog biroa i metodologiji QM-a²⁾ zabeleženo je smanjenje učešća loših kredita u ukupno plasiranim od 0,1 p.p. što odgovara nivou od 7,52%. Već drugi kvartal po redu smanjenje učešća je ispod 0,5 p.p. što će se verovatno nastaviti i do kraja godine (Grafikon T7-9). Posmatrano prema tipu dužnika, najveće smanjenje u relativnom iznosu zabeleženo je kod preduzetnika čije

2 Za detalje o načinu izračunavanja učešća loših kredita pogledati QM6 - Pod lupom 1: Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

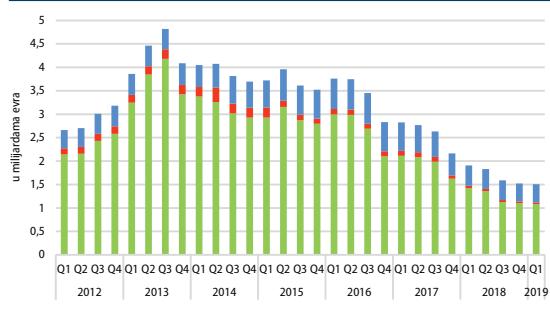
7. Monetarni tokovi i politika

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



Izvor: Proračun QM-a

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



Izvor: Proračun QM-a

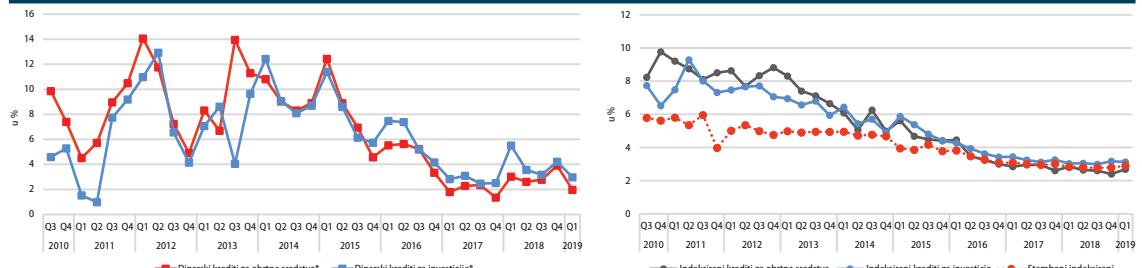
Rast inflacija na početku godine oborio realne dinarske kamatne stope...

...dok se kod indeksiranih beleži delimičan rast

polovine naredne godine. Najava je došla kada je ECB oštro smanjila prognoze rasta evrozone za 2019. godinu sa 1,7% na 1,1%. Američke Federalne rezerve (FED) su zadržale nivo ciljane stope na 2,25% na svom sastanku u maju, zaključujući da ekonomska aktivnost raste solidno i da tržište rada ostaje snažno. Predsednik FED-a Jerome Powell izjavio je na poslednjem sastanu da će FED odgovoriti "na odgovarajući način" na rizike koje predstavlja globalni trgovinski rat i drugi nedavni događaji, čime se nagoveštava moguća promena monetarne politike ka relaksaciji u drugoj polovini godine.

Kamatne stope u Srbiji od početka godine beleže dijametalno kretanje u zavisnosti da li se prati njihovo kretanje kod indeksiranih ili kredita u dinarima. Ova je posledica nešto više inflacije od očekivane od početka godine koja je ostvarila veći efekat u poređenju sa prethodnim kvartalom. Prosečna ponderisana kamatna stopa za indeksirane stambene kredite povećana je za 0,11 p.p. u odnosu na kraj 2018. godine (Grafikon T7-11b). Nešto osetnije povećanje je zabeleženo i kod prosečnih ponderisanih kamatnih stopa na indeksirane krediti za obrtna sredstva od 0,29 p.p. dok su prosečne ponderisane kamatne stope na indeksirane kredite za investicije neznatno smanjene za 0,03 p.p. u Q1. Uslovi kreditiranja mereni realnom prosečnom ponderisanom kamatnom

Grafikon T7-11. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010–2018



Izvor: Proračun QM-a

* realne kamatne stope

je učešće loših kredita u Q1 smanjeno za 0,25 p.p. na 8,82%. U apsolutnom iznosu ovaj pad je imao mnogo manji efekat usled malog ukupnog iznosa kredita koji su plasirani preduzetnicima i usled toga niskom apsolutnom iznosu loših kredita u ovoj grupi. Najveće apsolutno smanjenje ostvareno je kod loših kredita plasiranih pravnim licima, koji su na kraju marta smanjeni za 0,06 p.p. na 9,57%, odnosno za oko 20 miliona evra u poređenju sa stanjem na kraju decembra 2018. godine (Tabela T7-9). Iako je učešće loših kredita plasiranih fizičkim licima zabeležilo smanjenje od 0,06 p.p. na 4,66%, izvor ovog smanjenja krije se u rastu kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva dok je apsolutni nivo loših kredita čak zabeležio blago povećanje (Grafikon T7-10). Na isto upućuju i podaci iz aprila i maja kada se beleži i rast učešća loših kredita u ovom ali i segmentu preduzetnika.

Kamatne stope: stanje i trendovi

Evropska centralna banka (ECB) reagovala je na opasnost od recesije širom eurozone obećavajući da će kamatne stope zadržati na istorijski niskim nivoima najmanje do

stopom za dinarske kredite, su u Q1 pojeftinili usled smanjenja nominalnih kamatnih stopa i blagog ubrzanja inflacije od početka godine. Prosečna realna ponderisana kamatna stopa na dinarske kredite za obrtna sredstva zabeležila je smanjenje od gotovo 2 p.p. u poređenju sa prethodnim kvartalom i ponovo se našla ispod nivoa od 2% (Grafikon T7-12a). Slično je zabeleženo i kod prosečne realne ponderisane kamatne stope na dinarske kredite za investicije koja je u Q1 smanjena za 1,25 p.p. na nivo ispod 3%.

OSVRTI

Osvrt 1. Analiza profitabilnosti privrede Srbije

Milutin Živanović¹

U 2018. godini profitabilnost preduzeća privrede Srbije blago je poboljšana, čime je nastavljen pozitivan trend prisutan od 2014. godine. Za razliku od prethodnih godina u kojima su na profitabilnost preduzeća snažno uticale promene na finansijskim tržištima i promene cena na tržištima energenata i sirovina, rast profitabilnosti u prethodnoj godini prevashodno je bio determinisan rastom poslovne aktivnosti preduzeća.

Analiza profitabilnosti celokupne privrede

Na samom početku analize profitabilnosti privrede Srbije neophodno je sagledati kretanje profitabilnosti na nivou cele privrede i to korišćenjem, sa jedne strane, margini profitabilnosti, odnosno, korišćenjem stope poslovnog dobitka i stope neto dobitka i, sa druge strane, korišćenjem stopa prinosa kao što su stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA) i stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE). Osim toga profitabilnost ukupne privrede i pojedinačnih privrednih delatnosti u Srbiji upoređena je sa profitabilnošću koja se ostvaruje u svetu.

Poslovna profitabilnost vs. ukupna profitabilnost

Kako bi analiza kretanja profitabilnosti bila jasnija neophodno je napraviti razliku između profitabilnosti osnovnog biznisa i ukupne profitabilnosti preduzeća, imajući u vidu različit relativan značaj ova dva tipa profitabilnosti kao i različite faktore koji na ta dva tipa profitabilnosti utiču.

Poboljšanje *profitabilnosti osnovnog biznisa* preduzeća u periodu 2014 - 2018., koje se meri *stopom poslovnog dobitka*², je stabilno i ono se može objasniti cikličnim oporavkom privrede Srbije koji je deo ekspanzije evropskih privreda. Ipak, rast stope poslovnog dobitka u ovom periodu bio je relativno nizak, što je posledica skromnog rasta domaće privrede. Skroman rast poslovne profitabilnosti za sada ne predstavlja problem i ne ugrožava ukupnu profitabilnost privrede budući da makroekonomski varijable, kao što su niske kamatne stope i relativno jak i stabilan kurs dinara u odnosu na evro i dolar, idu na ruku domaćim preduzećima i

pozitivno utiču na ukupnu profitabilnost. Međutim, eventualno pogoršanje makroekonomskih uslova uz trenutne, relativno niske, stope rasta poslovne profitabilnosti moglo bi u budućnosti ugroziti poziciju profitabilnosti privrede.

Za razliku od 2017. godine u kojoj je zabeležen neznatan pad poslovne profitabilnosti, u 2018. dolazi do njenog oporavka. To je dovelo do toga da stopa poslovnog dobitka u 2018. godini iznosi 5,6%, čime je njena vrednost vraćena na nivo koji je zabeležen u 2016. godini. Iako će razlozi blagog povećanja poslovne profitabilnosti biti jasniji kada se budemo spustili na nivo analize po sektorima, ovde ćemo predstaviti neke opšte zaključke.

U 2018. godini, za razliku od 2017., poslovni prihodi su rasli po većoj stopi (7,1%) u odnosu na poslovne rashode (6,8%). Drugu godinu zaredom u okviru poslovnih prihoda, prihodi od prodaje proizvoda i usluga rastu po većoj stopi (7,6%) u odnosu na prihode od prodaje robe (5,2%). Ovakva kretanja mogu predstavljati signal refokusiranja sa rasta zasnovanog na trgovini robom, na rast zasnovan na proizvodnji proizvoda i usluga.

Na strani poslovnih rashoda, posmatrano za privedu u celini, većina značajnijih pozicija poslovnih rashoda imala je relativno ujednačen rast između 5% - 8%. Zanimljivo je primetiti da su troškovi materijala, goriva i energije u 2018. godini rasli po značajno nižoj stopi (6,1%) u odnosu na rast koji je zabeležen u 2017. godini (12,4%). Nekoliko faktora je uticalo na vidljivo sporiji rast pomenute kategorije troškova. Najpre, za razliku od 2017. godine u kojoj je usled jakih suša zabeležen pad fizičkog obima poljoprivredne proizvodnje od 11,9%, u 2018. godini došlo je do rasta poljoprivredne proizvodnje od 16,3%. Rast ponude doveo je do obaranja cena poljoprivrednih proizvoda, pa su tako proizvođačke cene poljoprivrednih proizvoda u 2018. bile za 4,2% niže u odnosu na prethodnu godinu. Pad cena poljoprivrednih proizvoda uticao je na smanjenje troškova sirovina preduzeća iz prerađivačke industrije koja koriste poljoprivredne proizvode kao osnovne inpute u proizvodnom procesu. Takođe, prema podacima sa svetskih tržišta, u 2018. godini došlo je do pada cena gotovo svih industrijskih metala što je dodatno uticalo na smanjenje cena inputa u pojedinim segmentima prerađivačke industrije. Kada su u pitanju cene energenata, cena električne energije je dodatno porasla u 2018. godini dok je cena nafte konstantno rasla sve do početka četvrtog kvartala kada je počela naglo da pada. Promene cena energenata nisu uticale na značajniji rast troškova materijala i goriva i energije na nivou privrede kao celine ali su zato imale značajan uticaj na uspešnost pojedinih sektora. Zanimljivo je primetiti da su u 2018. godini troškovi zarada rasli

1 Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet.

2 Stopa poslovnog dobitka predstavlja odnos između poslovnog dobitka i poslovnih prihoda. Poslovni dobitak predstavlja razliku između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda.

po stopi od 10,3% što je brži rast u odnosu na 2017. godinu kao i u odnosu na poslovne rashode i poslovne prihode u 2018. godini. Visok rast troškova zarada u preduzećima posledica je smanjenja ponude na tržištu radne snage usled emigracije, rasta zarada u javnom sektoru i smanjenja sive ekonomije.

Kako bi se stekla jasnija predstava o nivou i dinamici poslovne profitabilnosti preduzeća koja posluju u domaćoj privredi neophodno je izvršiti odgovarajuća poređenja sa drugim privredama. Poređenje nivoa poslovne profitabilnosti često nije previše informativno budući da se stope poslovnog dobitka nalaze pod jakim uticajem sektorske strukture određene privrede. Međutim, poređenje dinamike poslovne profitabilnosti može otkriti u kom smeru se kreće privredna aktivnost određene privrede u odnosu na referentne privrede, kao i da li i u kojoj meri postoji međuzavisnost u tom pogledu.

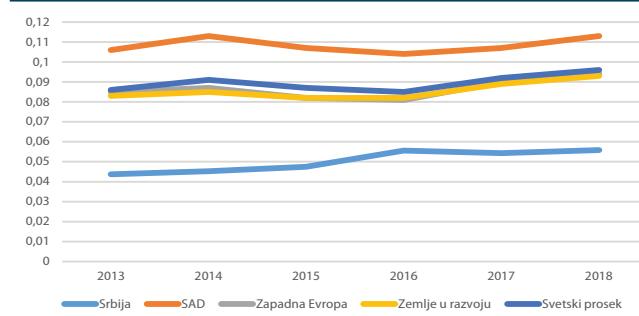
Tabela 1. Stopa poslovnog dobitka Srbija i svet – uporedna analiza, 2013 – 2018

	Srbija	SAD	Zapadna Evropa	Zemlje u razvoju	Svetski prosek
2013	4,4%	10,6%	8,5%	8,3%	8,6%
2014	4,5%	11,3%	8,7%	8,5%	9,1%
2015	4,7%	10,7%	8,2%	8,2%	8,7%
2016	5,6%	10,4%	8,1%	8,2%	8,5%
2017	5,4%	10,7%	9,0%	8,9%	9,2%
2018	5,6%	11,3%	9,4%	9,3%	9,6%

Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datadcurrent.html

Očekivano, preduzeća koja posluju u domaćoj privredi beleže nižu stopu poslovnog dobitka u odnosu na preduzeća koja posluju na tržištima SAD i Zapadne Evrope. Možda manje očekivano je to da poslovna profitabilnost domaće privrede značajno zaostaje i za profitabilnošću zemalja u razvoju. Ono što je pohvalno jeste činjenica da su domaća preduzeća beležila gotovo konstantan rast stope poslovnog dobitka u analiziranom periodu, dok je u svetu ona varirala u skladu sa kretanjem poslovnog ciklusa. Iako je kretanje poslovne profitabilnosti domaće privrede i privreda koje su uzete kao osnov za poređenje po pojedinim godinama uglavnom različit, ukoliko se posmatra celokupan period vidimo da je stopa poslovnog dobitka u svim analiziranim privredama porasla za oko 1 procentni poen – što znači da je trend kretanja vrlo sličan. To bi moglo da implicira da u izrazito kratkom roku određeni faktori imaju različit uticaj na profitabilnost domaće privrede i analiziranih svetskih privreda dok je u srednjem roku taj uticaj identičan. Potencijalno zabrinjavajuće može biti to da je na globalnom nivou došlo do značajnog rasta poslovne profitabilnosti u periodu koji obuhvata 2017. i 2018. godinu, dok je u Srbiji poslovna profitabilnost u 2018. na istom nivou kao i u 2016 godini, i to pre svega zbog pada poslovne profitabilnosti u 2017.

Grafikon 1. Stopa poslovnog dobitka – uporedna analiza, 2013 – 2018



Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datadcurrent.html

Ukupna profitabilnost privrede, koja se meri *stopom neto dobitka*³, nakon snažnog rasta u periodu 2014 – 2017. godina, u prošloj godini je ostvarila jedva primetan rast. Snažan rast ukupne profitabilnosti u periodu 2014 – 2017. godina bio je pod dominantnim uticajem privremenih kretanja na finansijskim tržištima kao što su jačanje realne vrednosti dinara i pad realnih kamatnih stopa. U 2018. godini realne kamatne stope su stagnirale u odnosu na prethodnu godinu, tako da one nisu značajnije uticale na troškove privrede. Kretanje realnog kursa u odnosu na evro i dolar imalo je umereno pozitivne efekte na profitabilnost privrede. Realna vrednost dinara u odnosu na evro i dolar u 2018. godini bila je za 3,6% veća nego u prethodnoj godini, što je uticalo na manje troškove kamata na devizne kredite, a time i na poboljšanje finansijskog rezultata. Međutim, vrednost dinara u odnosu na ponderisani prosek evra i dolara na kraju 2018. godine bila je nepromenjena u odnosu na kraj 2017. godine, zbog čega su efekti pozitivnih kursnih razlika bili manji za čak 83% u odnosu na prethodnu godinu. Sve to je uticalo da domaća preduzeća u 2018. godini ostvare negativan rezultat iz finansiranja⁴ i time znatno uspore rast ukupne profitabilnosti privrede.

Ono što je obeležilo 2018. godinu, kada je u pitanju analiza ukupne profitabilnosti privrede, jeste snažan rast ostalih prihoda koji su u 2018. godini bili veći za čak 108 milijardi dinara u odnosu na 2017. godinu. Povećanju ostalih prihoda najviše je doprineo sektor rудarstva u kojem je primećeno neobično veliko povećanje ove kategorije prihoda u vrednosti od oko 100 milijardi dinara⁵. Ovde bi trebalo imati u vidu dve stvari.

³ Stopa neto dobitka prikazuje koliko se neto dobitka ostvaruje na svaki ostvareni dinar poslovnih prihoda. Na neto rezultat, osim poslovnog rezultata, utiču i druge komponente, kao što su pozitivne i negativne kursne razlike, prihodi i rashodi kamata kamata, promene vrednosti imovine, dobici i gubici od prodaje imovine.

⁴ Rezultat iz finansiranja predstavlja razliku između finansijskih prihoda i finansijskih rashoda.

⁵ Prepostavlja se da je ovaj iznos povezan sa ostalim prihodima koje je iskazalo preduzeće RTB Bor u 2018. godini imajući u vidu da je ovo godina u kojoj je izvršena njegova privatizacija. Nakon zvaničnog objavljuvanja finansijskih izveštaja biće moguće preciznije objasnitи poreklo ovog iznosa.

Osvrt 1. Analiza profitabilnosti privrede Srbije

Prvo, da je rast ostalih prihoda uglavnom jednokratnog karaktera i da se na njega ne može računati kao na trajni izvor povećanja profitabilnosti. Drugo, povećanje ostalih prihoda u 2018. godini iskrivilo je sliku ukupne profitabilnosti privrede. Da do ovog povećanja nije došlo ukupna profitabilnost u 2018. godini, merena stopom neto dobitka, bila bi za jedan procent poen manja u odnosu na obračunati iznos i za 0,6 procenatnih poena manja nego u 2017. godini.

Kako bi se stekla jasnija predstava o nivou i dinamici ukupne profitabilnosti preduzeća koja posluju u domaćoj privredi neophodno je izvršiti odgovarajuća poređenja sa drugim privredama.

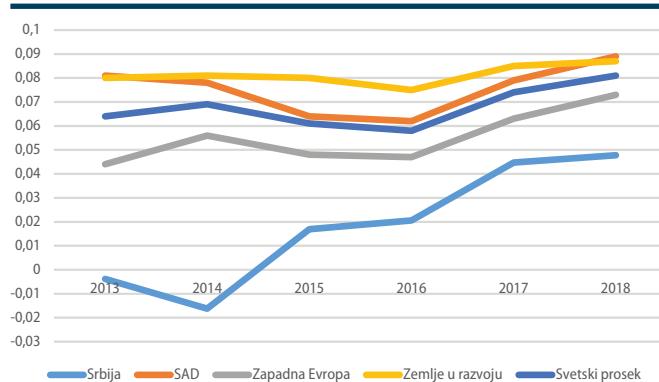
Tabela 2. Stopa neto dobitka – uporedna analiza, 2013 – 2018

	Srbija	SAD	Zapadna Evropa	Zemlje u razvoju	Svetski prosek
2013	-0,4%	8,1%	4,4%	8,0%	6,4%
2014	-1,6%	7,8%	5,6%	8,1%	6,9%
2015	1,7%	6,4%	4,8%	8,0%	6,1%
2016	2,1%	6,2%	4,7%	7,5%	5,8%
2017	4,5%	7,9%	6,3%	8,5%	7,4%
2018	4,8%	8,9%	7,3%	8,7%	8,1%

Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datadcurrent.html

Kao što je ranije naglašeno, privreda Srbije je u periodu 2013 – 2018. značajno poboljšala ukupnu profitabilnost merenu stopom neto dobitka. Time je uspela da smanji zaostajanje za posmatranim privredama kao i za svetskim prosekom, ali je ona još uvek za 40% niža od svetskog proseka. Možemo primetiti da su u analiziranom periodu, pored Srbije, i privrede Zapadne Evrope zabeležile značajan rast ukupne profitabilnosti. Ovo bi moglo da znači da se kretanje ukupne profitabilnosti domaće privrede i privreda Zapadne Evrope nalazi pod dejstvom istih faktora.

Grafikon 2. Stopa neto dobitka – uporedna analiza, 2013 – 2018



Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datadcurrent.html

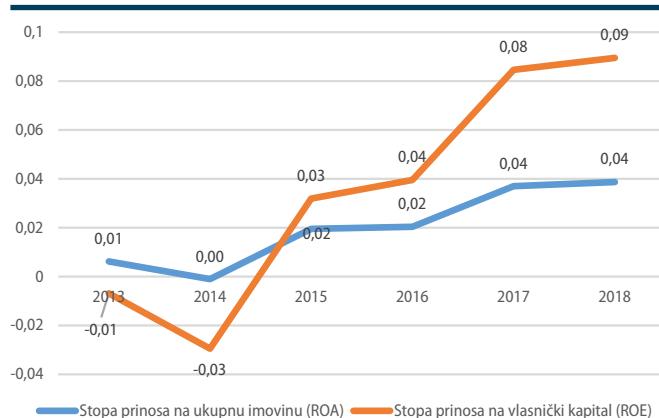
Stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA) vs. Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)

Stope poslovnog i neto dobitka su važni pokazatelji profitabilnosti preduzeća, ali nam one ne daju informacije o prinosima na ulaganja koje ostvaruju ključni stejkholderi u preduzećima (vlasnici i kreditori). Za te potrebe koriste se stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA)⁶ i stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)⁷. Stopa prinosa na ukupnu imovinu i stopa prinosa na sopstveni kapital bile su u konstantnom porastu u periodu 2013 – 2018, sa izuzetkom 2014. godine kada su ove stope zabeležile pad i imale negativne vrednosti što bi se moglo povezati sa posledicama poplava koje su iste godine pogodile određena područja Srbije. Iako se efikasnost upravljanja imovinom i kapitalom tokom posmatranog perioda uglavnom blago povećavala, rast posmatranih stope prinosa ipak je dominantno bio određen rastom neto dobitka. Međutim, ovde treba imati u vidu da su ključni faktori koji su doveli do rasta neto dobitka oni na koje sama preduzeća imaju relativno mali uticaj. Tu se pre svega misli na jačanje domaće valute u odnosu na evro i dolar i konstantan pad kamatnih stopa, pri čemu je relevantno da u budućnosti može doći do slabljenja dinara, a kamatne stope mogu početi da rastu. Takođe se može primetiti da je u 2013. i 2014. godini stopa prinosa na ukupna sredstva bila veća od stope prinosa na sopstveni kapital. Od 2015. godine taj odnos se menja i ROE postaje veće od ROA. Ovakav odnos između ROA i ROE implicira da je do 2015. godine na nivou privrede bio prisutan negativan efekat finansijskog leveridža, što bi značilo da su dugovi previše opterećivali privredu i dovodili do toga da ona bude manje profitabilna, odnosno, prinos koji su preduzeća ostvarivala na ukupnu imovinu bio je niži od cene finansiranja te imovine. Od 2015. godine u privredi je prisutan pozitivan efekat finansijskog leveridža, što bi značilo da su dugovi pozitivno uticali na profitabilnost vlasničkog kapitala. Ovome je u velikoj meri doprinela manja relativna zaduženost preduzeća usled jačanja domaće valute kao i kontinuirani pad kamatnih stopa koje zapravo predstavljaju cenu duga.

⁶ Stopa prinosa na ukupnu imovinu predstavlja odnos između neto dobitka uvećanog za troškove kamata i poslovne imovine preduzeća.

⁷ Stopa prinosa na sopstveni kapital predstavlja odnos između neto dobitka i sopstvenog kapitala.

Grafikon 3. Stope prinosa na ukupnu imovinu (ROA) i vlasnički kapital (ROE), 2013 – 2018



Izvor: Autor na bazi podataka APR

Kako u bazi podataka koja je korišćena za potrebe poređenja profitabilnosti domaće privrede i privrede odabranih zemalja nisu sadržani podaci o stopi prinosa na ukupnu imovinu (ROA), za potrebe poređenja ostvarenih stopa prinosa biće korišćena stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE).

Tabela 3. Stopa prinosa na sopstveni kapital - uporedna analiza, 2013 - 2018

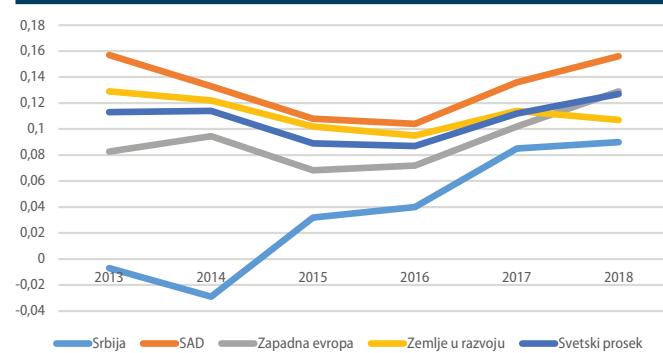
	Srbija	SAD	Zapadna evropa	Zemlje u razvoju	Svetski prosek
2013.	-0,7%	15,7%	8,3%	12,9%	11,3%
2014.	-2,9%	13,3%	9,5%	12,2%	11,4%
2015.	3,2%	10,8%	6,8%	10,2%	8,9%
2016.	4,0%	10,4%	7,2%	9,5%	8,7%
2017.	8,5%	13,6%	10,2%	11,4%	11,2%
2018.	9,0%	15,6%	12,9%	10,7%	12,7%

Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Trebalo bi imati u vidu da je ROE, kao što je to slučaj i sa stopom poslovnog dobitka, pod značajnim uticajem grane u kojoj preduzeća posluju pa samim tim i pod uticajem strukture privrede čija se uspešnost meri i analizira. Ovo sa jedne strane umanjuje informativnu moć ROE kada se ona koristi za poređenje profitabilnosti različitih zemalja, dok sa druge strane omogućava da se porede trendovi kretanja profitabilnosti mereni ovim pokazateljem. Iako je u domaćoj privredi tokom čitavog analiziranog perioda prisutan konstantan porast stope prinosa na sopstveni kapital ona se, kao što je to bio slučaj i sa prethodno analiziranim pokazateljima, nalazi ispod vrednosti koje su identifikovane u prikazanim privredama kao i ispod svetskog proseka. U cilju sagledavanja poluga rasta stope prinosa na sopstveni kapital, ROE se često dekomponuje na: (1) stopu neto dobitka koja pokazuje u kojoj meri su preduzeća sposobna da upravljaju ukupnim prihodima i rashodima i (2) koeficijent obrta kapitala koji pokazuje u kojoj meri su preduzeća sposobna da upravljaju imovinom i obavezama. Ono što

je zanimljivo jeste da domaća privreda, iako ima niže stope neto dobitka u odnosu na analizirane privrede, beleži veću efikasnost upravljanja sopstvenim kapitalom čime smanjuje zaostajanje za svetskim prosekom kada je u pitanju ROE. Budući da je za domaća preduzeća karakteristična manja efikasnost upravljanja imovinom u odnosu na posmatrane privrede, veća efikasnost upravljanja sopstvenim kapitalom je verovatno povezana sa značajnim prolongiranjem vremena isplate obaveza prema dobavljačima i korišćenjem beskamatnih izvora finansiranja. Poređenja radi prosečno vreme izmirenja obaveza prema dobavljačima je u Srbiji gotovo duple duže u odnosu na svetski prosek⁸.

Grafikon 4. Stopa prinosa na sopstveni kapital - uporedna analiza, 2013 – 2018



Izvor: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Analiza profitabilnosti po sektorima

U drugoj celini fokus je stavljen na analizu pokazatelja profitabilnosti po pojedinim delatnostima. Analizom su obuhvaćene dve poslednje godine, 2017. i 2018. pri čemu su u obzir uzete samo one delatnosti koje imaju značajniji uticaj na ukupna privredna kretanja (sve delatnosti koje su u 2017. godini ostvarile minimum 100 milijardi ukupnih prihoda).

Iako je na nivou privrede došlo do blagog povećanja poslovne profitabilnosti u 2018. godini, kada se analiza spusti na nivo pojedinačnih sektora primećuje se da je u većini sektora zapravo zabeležen pad profitabilnosti osnovne delatnosti. Rast stope poslovnog dobitka zabeležen je u sektorima saobraćaja i skladištenja, građevinarstva, stručnih i naučnih delatnosti i administrativnih i uslužnih delatnosti. Ovaj rast je bio dovoljan da neutrališe pad poslovne profitabilnosti koji je zabeležen u ostalim sektorima i da dovede do toga da se na nivou privrede kao celine iskaže blago povećanje profitabilnosti osnovnog biznisa.

⁸ Prosečno vreme naplate potraživanja u domaćoj privredi u 2018. godini iznosilo je 66 dana, dok je prosečno vreme izmirenje obaveza prema dobavljačima u istoj godini iznosilo čak 137 dana.

Osvrt 1. Analiza profitabilnosti privrede Srbije

Ubedljivo najveći rast poslovne profitabilnosti identifikovan je u sektoru saobraćaja i skladištenja u kojem je stopa poslovnog dobitka zabeležila značajan rast od skoro 9 procenatnih poena, sa 5,1% u 2017. na čak 13,8% u 2018. godini. Ovom povećanju najviše je doprineo snažan rast poslovnih prihoda od 16% (u 2017. ovaj rast je iznosio 7,4%), dok su poslovni rashodi rasli po gotovo identičnoj stopi kao i u 2017. godini (oko 7%). Na bazi podataka RZS koji se odnose na prvu polovinu 2018. godine⁹ može se zaključiti da je pomenutom povećanju prihoda najviše doprineo porast obima teretnog saobraćaja, budući da je obim putničkog saobraćaja u navedenom periodu bio u blagom padu. Sektor građevinarstva drugu godinu zaredom beleži rast profitabilnosti osnovnog biznisa, pričem ujet rastu 2018. godini znatno veći u odnosu na onaj koji je identifikovan u 2017. Prepostavlja se da su administrativne reforme iz 2015. godine koje su dovele do pojednostavljenja procedura u pogledu izдавanja građevinskih dozvola uz nastavak trenda niskih kamatnih stopa i nepostojanja alternativa za plasiranje viškova gotovine, usled nedovoljno razvijenog domaćeg finansijskog tržišta, omogućili dalje poboljšanje profitabilnosti osnovnog biznisa u sektoru građevinarstva. Prema podacima RZS, vrednost izvedenih građevinskih radova u 2018. godini na teritoriji Srbije povećana je za 13,9% u odnosu na prethodnu godinu, odnosno, za viš od 40 milijardi dinara. Pored građevinarstva i sektor stručnih i naučnih delatnosti drugu godinu zaredom beleži rast stope poslovnog dobitka. Ona je u 2018. godini iznosila 8%, što je jedan procentni poen više nego u 2017. a dva više nego u 2016. godini. Četvrti sektor koji je ostvario rast profitabilnosti *core* biznisa jeste sektor administrativnih i uslužnih delatnosti. Stopa poslovnog dobitka u pomenutom sektoru porasla je sa 5,8% u 2017. godini na 6,4% u 2018. godini. Budući da su poslednja dva analizirana sektora relativno heterogeni po svojoj strukturi teško je dublje identifikovati izvore rasta poslovne profitabilnosti koji su u njima zabeleženi. Međutim, ono što se svakako nameće kao zaključak jeste da se preduzeća iz pomenutih sektora u okviru svog osnovnog biznisa bave pružanjem usluga što se uklapa u priču o rastu privrede zasnovanom na proizvodnji proizvoda i pružanju usluga umesto na trgovini robom.

Ubedljivo najveći pad poslovne profitabilnosti u 2018. godini, od skoro 7 procenatnih poena, zabeležen je u sektoru rудarstva, što je posebno zanimljivo imajući u vidu da je to sektor koji je u 2017. zabeležio upravo najznačajniji rast poslovne profitabilnosti. Ovaj pad profitabilnosti bi se mogao dovesti u vezu sa usporavanjem poslovnih procesa u preduzeću RTB Bor, imajući u vidu da je 2018. godina, godina u kojoj je došlo

do finaliziranja procesa privatizacije ovog preduzeća. Takođe treba imati u vidu da je na nivou sektora ostvaren rast poslovnih prihoda od oko 20%, što je veći rast u odnosu na onaj koji je zabeležen u 2017. godini (18%). Međutim, istovremeno je došlo i do naglog povećanja poslovnih rashoda (29%) što je daleko više od povećanja u 2017. (12%). Značajan rast prihoda mogao bi se povezati sa onim preduzećima koja se u okviru analiziranog sektora bave preradom i prodajom nafta i naftnih derivata budući da je u 2018. godini došlo do značajnog skoka cena goriva. Ostala preduzeća u ovom sektoru, pogotovo ona koja se bave eksploatacijom ruda i metala imala su značajan rast poslovnih rashoda usled rasta troškova materijala, goriva i energije uslovijenim upravo naglim skokom cene goriva kao i povećanjem cene električne energije za privredu.

U ostalim sektorima u kojima je došlo do pada poslovne profitabilnosti taj pad je iznosio između 0,2 i 1,4 procenatna poena. Kao i 2017. godine i u 2018. sektor snabdevanja vodom zabeležio je pad poslovne profitabilnosti. Pad poslovne profitabilnosti u iznosu od 1,2 procenatna poena uzrokovani je sa jedne strane duplo nižim rastom poslovnih prihoda u 2018. godini kao i rastom poslovnih rashoda koji je bio iznad rasta poslovnih prihoda. Ovo je, sa jedne strane, posledica toga što se potrošnja vode iz godine u godinu smanjuje i kod domaćinstava i kod privrede kao i toga što je cena vode po kubiku često ispod ekonomski opravdane, pogotovo kada se radi o cenama za fizička lica. Sa druge strane, od vode potisnute u potrošnju samo 65% je voda koja donosi prihod dok je ostalo voda koja se ne fakturiše i koja samim tim iako izaziva povećanje poslovnih rashoda ne donosi prihod. Sektor snabdevanja električnom energijom nakon pada poslovne profitabilnosti u 2017. godini nastavlja sa istim trendom i u 2018. Osnovni uzroci pada poslovnog dobitka u pomenute dve godine su gotovo isti a povezani su sa porastom poslovnih rashoda koji nije bio praćen odgovarajućim rastom poslovnih prihoda. Rast poslovnih rashoda u ovom sektoru je pre svega posledica pada proizvodnje električne energije koji se u cilju redovnog i sigurnog snabdevanja tarifnih kupaca nadoknađuje nabavkom struje na domaćim i stranim berzama na kojima je primećen značajan skok cena u drugoj polovini 2018. godine. Sektor poljoprivrede koji je u 2017. godini bio sektor sa najvećim padom poslovne profitabilnosti, u 2018. godini nastavlja da beleži pad poslovne profitabilnosti. Za razliku od 2017. godine u kojoj je usled jakih suša zabeležen pad fizičkog obima poljoprivredne proizvodnje od 11,9%, u 2018. godini došlo je do rasta poljoprivredne proizvodnje od 16,3%. Međutim, rast ponude doveo je do obaranja cena poljoprivrednih proizvoda, pa su tako proizvođačke cene poljoprivrednih proizvoda u 2018. godini bile za 4,2%

⁹ Podaci za celu 2018. godinu još uvek nisu dostupni.

niže u odnosu na prethodnu godinu što je uticalo na to da rast prihoda u 2018. bude manji od rasta poslovnih rashoda. Sektor usluga smeštaja i hrane je nakon uspešne 2017. godine u kojoj je ostvaren rast poslovne profitabilnosti, u 2018. zabeležio pad stope poslovnog dobitka koja je time vraćena na nivo iz 2016. godine i iznosi 2,7%. Padu profitabilnosti *core* biznisa doprineo je brži rast poslovnih rashoda od rasta poslovnih prihoda. Pretpostavlja se da je rastu poslovnih prihoda od 19,3%, koji je bio nešto niži u odnosu na 2017. godinu, doprineo nastavak trenda rasta broja turista imajući u vidu da se prema podacima RZS broj dolazaka i noćenja turista u 2018. godini povećao za 11% u odnosu na prethodnu godinu. Međutim, treba naglasiti da je za sektor usluga smeštaja i hrane karakterističan konstantni porast konkurenčije budući da je stopa rasta registrovanih privrednih društava u ovoj delatnosti veća u odnosu na prosek privrede. Ovo bi moglo da doveđe do obaranja cena usluga i manjeg rasta poslovnih prihoda uprkos većoj tražnji za ovim tipom usluga. Rastu poslovnih rashoda (20%) najviše je doprineo rast nematerijalnih troškova (51,2%) koji za preduzeća iz ove delatnosti predstavljaju najznačajniju stavku poslovnih rashoda. U ovu kategoriju rashoda spadaju provizije koje hoteli plaćaju turističkim agencijama i ostalim posrednicima u poslovnom procesu. U sektoru informisanja i komunikacija profitabilnost osnovnog biznisa je u padu od 2016. godine, pri čemu je pad u 2018. veći u odnosu na onaj koji je zabeležen u 2017. godini. Počev od 2013. godine, za veliku većinu zemalja Evropske unije

karakterističan je trend pada prihoda u ovom sektoru usled pada prihoda od usluga govornog saobraćaja preko fiksne i mobilne telefonije. Iako udeo prenosa podataka putem mobilne mreže u ukupnim prihodima na tržištu EU raste, on nije dovoljan da nadomesti gubitke prihoda od govornog saobraćaja. Prema izveštaju RATEL-a, na tržištu Srbije, za razliku od tržišta EU, prihodi i dalje rastu ali je moguće da opisani trendovi sprečavaju brži rast prihoda. Poslovni prihodi su u 2018. rasli po većoj stopi u odnosu na 2017. Pretpostavlja se da su tome doprineli segmenti koji se odnose na kablovske telekomunikacije, programiranje i konsultantske usluge iz oblasti informacionih tehnologija. Međutim, iako su poslovni prihodi u ovom sektoru rasli, taj rast je bio niži od rasta poslovnih rashoda, što je dovelo do pada poslovne profitabilnosti. Sektori prerađivačke industrije i trgovine na veliko i malo ostvarili su blagi pad poslovne profitabilnosti od 0,4, odnosno, 0,2 procentna poena.

Za razliku od 2017. godine u kojoj je kod svih sektora zabeležen rast stope neto dobitka, prevashodno uslovijen dejstvom egzogenih faktora, u 2018. godini smer kretanja ukupne profitabilnosti bio je isti kao i smer kretanja poslovne profitabilnosti u gotovo svim sektorima. Ovo bi trebalo da znači da je u 2018. godini poslovni rezultat bio taj koji je opredeljivao znak ukupne profitabilnosti preduzeća. Izuzeci u ovom pogledu su sektor uslužnih i administrativnih delatnosti u kojem je došlo do pada stope neto dobitka iako je poslovna profitabilnost rasla i sektor rudarstva gde iako je došlo do značajnog pada poslovne profitabilnosti, stopa neto dobitka je povećana

Tabela 4. Profitabilnost odabralih sektora privrede Srbije 2017 – 2018

	Pokazatelji profitabilnosti								
	Stopa poslovnog dobitka			Stopa neto dobitka		Stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA)		Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
Poljoprivreda	3,5%	2,5%	3%	-0,3%	1,7%	0,2%	2,2%	-0,2%	
Rudarstvo	12,4%	5,7%	10,9%	31,9%	6,5%	20,4%	15,7%	42,9%	
Prerađivačka industrija	6%	5,6%	5,6%	3,8%	5,9%	4,1%	19,4%	11,3%	
Snabdevanje el. energijom	6,6%	5,5%	5,8%	1,3%	2,3%	0,7%	3,5%	0,7%	
Snabdevanje vodom	6,3%	4,9%	3,8%	2,1%	1,8%	0,9%	2,4%	1,6%	
Građevinarstvo	3,8%	5,3%	1,5%	4,1%	1,2%	2,4%	1,6%	4,6%	
Trgovina na veliko i malo	3,6%	3,4%	2,4%	2,3%	4,1%	3,7%	14,4%	12,6%	
Saobraćaj i skladištenje	5,1%	13,8%	3,7%	11,5%	3,1%	7,8%	4,7%	14,3%	
Usluge smeštaja i hrane	3,6%	2,7%	2,8%	2,1%	2,2%	1,7%	4,2%	3,5%	
Informisanje i komunikacije	11,8%	11,1%	11,4%	9,4%	8,2%	6,9%	23,2%	19,2%	
Stručne i naučne delatnosti	7,1%	8,0%	6,2%	7,1%	2,5%	3,1%	5,9%	7,1%	
Administrativne i uslužne del.	5,8%	6,4%	7,2%	4,9%	8,2%	5,0%	28,8%	14,4%	

Izvor: Autor na bazi podataka APR

Osvrt 1. Analiza profitabilnosti privrede Srbije

za gotovo 300%¹⁰. Sektor poljoprivrede je jedini sektor koji je ostvario negativan neto rezultat i samim tim negativnu stopu neto dobitka.

Sektori koji su u 2018. godini zabeležili rast ROA i ROE su sektori rudarstva, saobraćaja i skladištenja, građevinarstva, stručnih i naučnih delatnosti. U sektoru rudarstva značajan rast ovih pokazatelja je posledica već pomenutog rasta neto dobitka koji se javio kao posledica rasta ostalih prihoda, dok je kod preostala tri sektora rast ovih pokazatelja koincidirao sa rastom stopa poslovnog i neto rezultata. U svim ostalim sektorima zabeležen je pad stopa prinosa na ukupnu imovinu i sopstveni kapital. Ono što bi se moglo zaključiti razlaganjem ROE na stopu neto dobitka i koeficijent obrta kapitala jeste zavidna efikasnost upravljanja kapitalom u sektorima prerađivačke industrije, trgovine na veliko i malo kao i informisanja i komunikacije. Za sve pomenute sektore karakteristično je iznadprosečno kašnjenje u izmirenju obaveza prema dobavljačima te bi u tome trebalo tražiti osnovne izvore visoke efikasnosti upravljanja kapitalom. Niska efikasnost upravljanja kapitalom, koja je dovela do toga da ROE bude niža od stope neto dobitka, karakteristična je za sektor snabdevanja električnom

¹⁰ Ovo je povezano sa povećanjem ostalih prihoda za iznos od 100 milijardi dinara u sektoru rudarstva koji su značajno povećali neto dobitak ostvaren na nivou ovog sektora. Videti fusnotu 2.

energijom i vodom pre svega zbog niske efikasnosti naplate potraživanja.

Tokom prethodnih analiza mogli smo da vidimo da domaća privreda zaostaje za svetskim prosekom u pogledu svih korišćenih pokazatelja. Međutim, na kraju nam ostaje da izvršimo poređenje uspešnosti odabranih sektora domaće privrede sa uspešnošću tih istih sektora na nivou svetskog prosekа kako bismo utvrdili da li i u kojoj meri su odabrani sektori domaće privrede manje ili više profitabilni u odnosu na svetski prosek. Ono što donekle smanjuje informativnu moć analize jesu različiti nivoi dezagregiranja privrede na pojedinačne sektore. Klasifikacija sektora koja se primenjuje u Srbiji je takva da je kod pojedinih sektora prisutan znatno manji nivo dezagregiranja nego što je to slučaj u međunarodnoj bazi podataka koja je u ovoj analizi korišćena. Iz tog razloga su vrednosti pojedinih pokazatelja, računatih za potrebe poređenja, aproksimirane i prikazane u odgovarajućim rasponima. Takođe iz poređenja je izostavljena stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA) kao i sektor administrativnih i uslužnih delatnosti, budući da ovi podaci nisu dostupni u korišćenoj bazi podataka.

Kada je u pitanju stopa poslovnog dobitka najveće zaostajanje za svetskim prosekom je identifikovano u sektoru snabdevanja vodom što ne treba preterano da čudi imajući u vidu da na domaćem tržištu u ovoj grani

Tabela 5. Poređenje profitabilnosti odabranih sektora privrede Srbije sa svetskim prosekom za 2018. godinu

	Pokazatelji profitabilnosti					
	Stopa poslovnog dobitka		Stopa neto dobitka		Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)	
	2018 (Srbija)	2018 (Svetski prosek)	2018 (Srbija)	2018 (Svetski prosek)	2018 (Srbija)	2018 (Svetski prosek)
Poljoprivreda	2,5%	6%	-0,3%	4%	-0,2%	9%
Rudarstvo	5,7%	9% - 18%	7,1%	6% - 7%	9,6%	11% - 15%
Prerađivačka industrija	5,6%	6% - 21%	3,8%	3% - 13%	11,3%	7% - 22%
Snabdevanje el. energijom	5,5%	12%	1,3%	6%	0,7%	8%
Snabdevanje vodom	4,9%	28%	2,1%	16%	1,6%	10%
Građevinarstvo	5,3%	11%	4,1%	8%	4,6%	15%
Trgovina na veliko i malo	3,4%	4%	2,3%	3%	12,6%	11%
Saobraćaj i skladištenje	13,8%	5% - 22%	11,5%	15% - 23%	14,3%	19%
Usluge smeštaja i hrane	2,7%	14%	2,1%	10%	3,5%	27%
Informisanje i komunikacije	11,1%	14% - 24%	9,4%	8% - 17%	19,2%	11% - 34%
Stručne i naučne delatnosti	8,0%	10% - 26%	7,1%	6% - 17%	7,1%	10% - 28%
Administrativne i uslužne del	6,4%	n/a	4,9%	n/a	14,4%	n/a

postoji prirodni monopol te su cene uglavnom ispod tržišno opravdanih. Značajno zaostajanje postoji i u sektoru snabdevanja električne energije što opet treba povezati sa niskom cenom električne energije, kao i sa značajnom neefikasnošću upravljanja preduzećem koji je glavni proizvođač električne energije u domaćoj privredi (EPS). Takođe, primetno zaostajanje postoji i u sektoru usluga smeštaja i hrane i građevinarstva. Ostali sektori beleže nešto blaža zaostajanja u poslovnoj profitabilnosti. Jedini sektor koji je u 2018. godini ostvario nivo poslovne profitabilnosti koji se kreće u granicama svetskog proseka jeste sektor saobraćaja i skladištenja.

Kada je u pitanju ukupna profitabilnost, merena stopom neto dobitka, situacija je drastično bolja u odnosu na poslovnu profitabilnost, što bi značilo da trenutna kretanja makroekonomskih varijabli u većoj meri odgovaraju domaćoj privredi u poređenju sa svetskim prosekom. Nekoliko sektora kao što su rudarstvo, informisanje i komunikacije, stručne i naučne delatnosti i prerađivačka industrija uklapaju se u intervale koji su identifikovani na nivou svetskog proseka. Naravno, kao što je ranije naglašeno, ovde bi trebalo biti oprezan budući da su za navedene grane navedeni intervali u kojima se u okviru različitih podsektora kretala ukupna profitabilnost. Nepromenjeno, kao i u slučaju poslovne profitabilnosti, najveće zaostajanje postoji u sektoru snabdevanja vodom.

Na kraju, poredimo stopu prinosa na sopstveni kapital (ROE) između odabranih sektora domaće privrede i svetskog proseka. Sektor trgovine na veliko i malo nalazi se iznad svetskog proseka, što je posledica efikasnijeg upravljanja kapitalom, odnosno, značajno dužim periodom izmirenja obaveza prema dobavljačima, ali i manjim intenzitetom konkurenčije. Sektori informisanja i komunikacija i prerađivačke industrije uklapaju se u intervale koji su identifikovani na nivou svetskog proseka. Kod ova dva sektora ROE je još bliži proseku nego što je to bio slučaj sa stopom neto dobitka, što upućuje na efikasnije upravljanje kapitalom u odnosu na svetski prosek. Opet se prepostavlja da je to povezano sa znatno dužim periodima plaćanja dobavljača u odnosu na svetski prosek¹¹. Najveće zaostajanje je prisutno u sektoru usluga smeštaja i hrane, zatim, građevinarstva, poljoprivrede, snabdevanja vodom i snabdevanja električnom energijom.

Literatura

1. Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N., 2012, *Upravljačko računovodstvo*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
2. Penman S., (2003), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, second edition, McGraw-Hill, 348-381
3. Todorović, M., Ivanišević, M., (2017), Poslovne finansije, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet u Beogradu
4. <http://www.apr.gov.rs/>
5. <http://ec.europa.eu/eurostat>
6. <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/index.html>
7. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
8. <http://www.ratel.rs>
9. <http://www.stat.gov.rs/>

¹¹ Mada to nije moguće sa sigurnošću tvrditi dok se ne uradi detaljnija analiza i poređenje efikasanosti upravljanja i pojedinim delovima aktive.

Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji

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



UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

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



Fondacija za razvoj ekonomске nauke (FREN)

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

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

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



Implemented by:

