

## 6. Fiskalni tokovi i politika

U posljednjem kvartalu 2012. godine vođena je ekspanzivna fiskalna politika, tako da je u tom periodu ostvaren konsolidovani fiskalni deficit od 69 mlrd. dinara (oko 7,8% kvartalnog BDP), što je znatno više nego u istom kvartalu prethodnih godina. Visok fiskalni deficit ostvaren u Q4 posledica je pre svega snažnog rasta rashoda na subvencije i blagog povećanja kapitalnih rashoda, dok su ostale kategorije javnih rashoda i javni prihodi zabeležili blagi pad. Na nivou cele 2012. godine ostvaren je fiskalni deficit od 217 mlrd. dinara (6,6% BDP), što je za 0,5% BDP više u odnosu na procenjeni iznos naveden u Fiskalnoj strategiji, usvojenoj u novembru. Ovo odstupanje ostvarenog u odnosu na procenjeni fiskalni deficit posledica je usporavanja prihoda u novembru i decembru, te povlačenja sredstava po projektnim zajmovima krajem godine, i ukazuje na potrebu za unapređenjem postupka planiranja i kontrole izvršenja javnih prihoda i javnih rashoda. Fiskalna kretanja u januaru ukazuju na usporavanje javnih rashoda, ali i na nastavak negativnih trendova u kretanju javnih prihoda, tako da je deficit budžeta Republike, od 7 mlrd. dinara, veći nego što je uobičajeno za januar. Zbog rizika u pogledu ostvarenja javnih prihoda, te izrazite varijabilnosti određenih kategorija rashoda, neophodno je napraviti i objaviti planiranu mesečnu ili kvartalnu dinamiku kretanja javnih prihoda, javnih rashoda i fiskalnog deficita. To bi omogućilo da se u slučaju nastavka negativnih trendova već tokom godine uoči potreba za delovanjem i predlože korektivne mere koje bi obezbedile da fiskalni deficit u 2013. ne pređe 4% BDP. Javni dug na kraju 2012. godine iznosio je 17,7 mlrd. dinara (61,3% BDP). Rast indirektnog javnog duga, po osnovu izdatih garancija države za zaduživanja javnih preduzeća se nastavlja, preteći da dodatno znatno poveća nivo zaduženosti zemlje, što se ocenjuje kao ekonomski neopravdano. Pod pretpostavkom da se ostvare projektovani ciljevi u pogledu makroekonomskih i fiskalnih kretanja u 2013. te da ne dođe do značajnije promene realnog kursa dinara, procenjuje se da će javni dug Srbije na kraju godine iznositi oko 62-63% BDP.

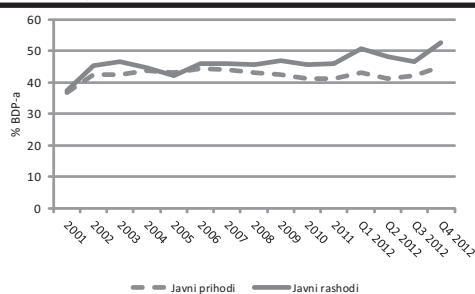
### Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

*U Q4 ponovo vođena ekspanzivna fiskalna politika - konsolidovani fiskalni deficit u tom kvartalu iznosi 69 mlrd. din (oko 7,8% kvartalnog BDP)*

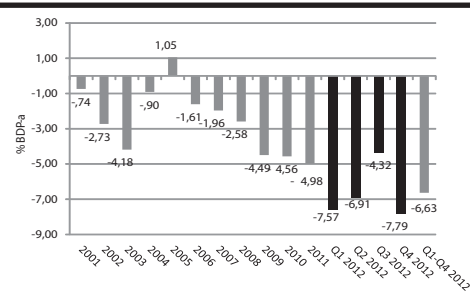
U Q4 2012. vođena je ekspanzivna fiskalna politika, na sličan način kao i u prva dva kvartala te godine. Konsolidovani fiskalni deficit u Q4 2012. godine iznosio je 69 mlrd. dinara, tj. oko 7,8% kvartalnog BDP-a, što je znatno više i odnosu na deficite ostvarene u prethodnim kvartalima, kao i u odnosu na deficite ostvarivane u poslednjem kvartalu prethodnih godina. Tako je fiskalni deficit ostvaren u Q4 2012. bio za čak 37% realno veći u odnosu na deficit ostvaren u istom periodu 2011, a za 9% realno veći u odnosu na fiskalni deficit ostvaren u Q4 2010. godine. Visok fiskalni deficit ostvaren u Q4 posledica je istovremenog rasta javnih rashoda i pada javnih prihoda, pri čemu je uticaj rasta rashoda bio veći. Pored sezonskih faktora, na značajan rast javnih rashoda u Q4 uticao je pre svega snažan rast rashoda na subvencije i umereni rast kapitalnih rashoda. Istovremeno, na strani javnih prihoda zabeležen je pad kod svih kategorija poreskih (fiskalnih) prihoda, a rast je zabeležen jedino kod neporeskih prihoda.

*...a ukupan fiskalni deficit u 2012. iznosio je 217 mlrd. dinara (oko 6,6% BDP)*

Kao posledica pre svega znatnog realnog rasta javnih rashoda (za 4,3% u odnosu na 2011. godinu), te znatno sporijeg realnog rasta javnih prihoda (za 0,6%), konsolidovani fiskalni deficit u 2012. godini je iznosio 217,4 mlrd. dinara (6,6% BDP-a), što je približno iznosu koji je planiran prilikom rebalansa budžeta u septembru 2012. godine. Međutim, prema Fiskalnoj strategiji za 2013, sa projekcijama za 2014. i 2015. usvojenoj u novembru, procenjeno je da će fiskalni deficit u 2012. biti manji, i iznositi oko 200,4 mlrd. dinara (6,1% BDP). Odstupanje ostvarenog fiskalnog deficita u odnosu na projektovani iznos (za 0,5% BDP), naveden u Fiskalnoj strategiji, posledica je usporavanja prihoda od akciza (na cigarete) i pripadajućeg PDV, kao i neporeskih prihoda, te trošenja sredstava po osnovu projektnih zajmova (iz sredstava obezbeđenih iz kredita od Azerbejdžana) u decembru. Najveće odstupanje je zabeleženo na nivou budžeta Republike. S obzirom da je Fiskalna strategija usvojena u novembru, značajno odstupanje ostvarenog konsolidovanog fiskalnog deficita od procenjenog iznosa navedenog u Fiskalnoj strategiji ukazuje na potrebu za unapređenjem postupka planiranja i upravljanja javnim prihodima i javnim rashodima.

**Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)**

Izvor: Obračun QM

**Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans (% BDP)**

Izvor: Obračun QM

**Visok deficit u Q4 posledica je kako usporavanja javnih prihoda, tako i rasta javnih rashoda**

U Q4 2012. je nakon duže vremena, zabeležen istovremeno i rast javnih rashoda i smanjenje javnih prihoda, posmatrano u odnosu na prethodni kvartal. Pad realnih javnih prihoda, zabeležen u Q4, je široko rasprostranjen, i predstavlja posledicu delovanja većeg broja faktora, od kojih su najznačajniji: nastavka recesije, smanjenje spoljnotrgovinskog deficita (apsorpcionog jaza) i blaga nominalna, te umerena realna apresijacija kursa dinara prema evru. Da od početka oktobra nije došlo do povećanja određenih poreza, pad prihoda bi bio znatniji. Iako prihodi u Q4 opadaju posmatrano u odnosu na prethodni kvartal, oni u Q4 u relativnom iznosu (kao % BDP) blago rastu, što ukazuje da je efekat fiskalne konsolidacije na nivo javnih prihoda, nakon isključenja efekta recesije, pozitivan. S druge strane, nakon usporavanja u Q2 i Q3, javni rashodi u Q4 ponovo znatno rastu, kao posledica velikog rasta rashoda na subvencije, i umerenog rasta kapitalnih rashoda (dok je kod svih ostalih kategorija rashoda zabeležen pad).

**Do značajnijeg oporavka u javnim finansijama nije došlo ni u januaru**

U januaru 2013. ostvaren je deficit budžeta Republike u iznosu od 7 mlrd. dinara, što je manje od prosečnog mesečnog deficita u prethodnim mesecima (koji je iznosio oko 12 mlrd. dinara mesečno), ali istovremeno i znatno više u odnosu na deficit budžeta Republike ostvarivan u januaru prethodnih godina (koji je u proseku iznosio oko 1 mlrd. dinara). U uslovima odsustva sporijeg rasta javnih prihoda (naročito akciza), i postojanja visokih rizika na strani rashoda (npr. subvencije za Železaru Smederevo), ocenjuje se da postoji rizik da planirani fiskalni deficit u 2013. bude preko 4% BDP, o čemu će biti moguće dati pouzdanije procene nakon sagledavanja kretanja u narednim mesecima. S tim u vezi, praćenje ostvarenja ciljeva u pogledu kretanja javnih prihoda i javnih rashoda na kvartalnom (ili još bolje – na mesečnom nivou) neophodno je radi pravovremenog preuzimanja daljih mera fiskalne politike, kako bi ukupan fiskalni deficit u 2013. ostao u održivom okvirima (do 4% BDP).

**Efekti fiskalne konsolidacije još uvek se ne mogu pouzdano proceniti**

Mere fiskalne konsolidacije usvojene u septembru 2012. usmerene su na smanjenje fiskalnog deficita kroz ravnomerno povećanje javnih prihoda i smanjenje javnih rashoda. Mere na strani prihoda (npr. povećanje poreza na potrošnju), efektivno se primenjuju od oktobra 2012, dok su mere na strani javnih rashoda počele da se primenjuju od januara 2013. tako da je još uvek rano za iznošenje preciznijih procena efekata usvojenih mera fiskalne konsolidacije (videti detaljnije u Osvrtu 1).

**Uspeh programa fiskalne konsolidacije zavisi od primene usvojenih mera, te usvajanja kredibilnih mera za dalje znatno smanjenje deficita u 2014.**

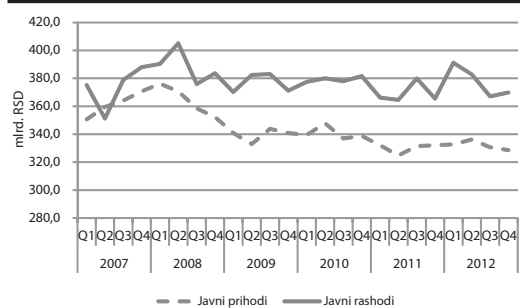
Dosledno sprovođenje usvojenih mera fiskalne konsolidacije, redovna kontrola ostvarenja fiskalnih efekata u toku 2013. godine, a naročito pravovremeno definisanje daljih koraka koji će obezbediti neophodno znatno smanjenje fiskalnog deficita u 2014. godini (za dodatnih 1,7% BDP, tj. oko 500 miliona evra) smatraju se ključnim pretpostavkama uspeha programa fiskalne konsolidacije i obezbeđenja dugoročne održivosti javnih finansija u Srbiji. Jedino fiskalna konsolidacija, koja će obezbediti dalje znatno smanjenje fiskalnog deficita, koje će dovesti prvo do stabilizacije javnog duga, a zatim i do njegovog relativnog pada, može stvoriti pretpostavke za održiv dinamičan privredni rast. Novije studije (za grupu od 16 razvijenih zemalja, u periodu od 22 godine) pokazuju da ograničena fiskalna konsolidacija, malih razmera, ima negativne efekte na troškove zaduživanja privatnih preduzeća (i posledično na njihov rast), dok snažna i dovoljno velika fiskalna konsolidacija, koja obezbeđuje održivost javnih finansija zemlje, već na srednji rok

dovodi do smanjenja troškova zaduživanja privatnih preduzeća (Agca and Igan (2013)).<sup>1</sup> Ovakvi rezultati se objašnjavaju time da doslednost u sprovođenju adekvatnih mera fiskalne konsolidacije predstavljaju indikator kredibilitnosti države, što dovodi do smanjenja rizika zemlje. Shodno prethodno navedenom, ocenjuje se da je za ostvarenje pozitivnih efekata fiskalne konsolidacije na stabilizaciju javnih finansija i budući privredni rast neophodno ostvarenje postavljenih opštih fiskalnih ciljeva u 2013. i usvajanje kredibilnih mera za ostvarenje fiskalnih ciljeva (pre svega visine fiskalnog deficita) u 2014. godini. S obzirom da je već u prvom krugu mera fiskalne konsolidacije izvršeno povećanje poreza, čime je ostvarena polovina smanjenja fiskalnog deficita, na mere na strani javnih prihoda nije moguće računati u kontekstu daljeg smanjenja deficita u 2014. godini. Posledično, neophodno je već u prvoj polovini 2012. godine izneti precizan plan ušteda na strani javnih rashoda, i mera koje će dovesti do tih ušteda, dovoljnih za ostvarenje opštih fiskalnih ciljeva u 2014. godini.

### Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

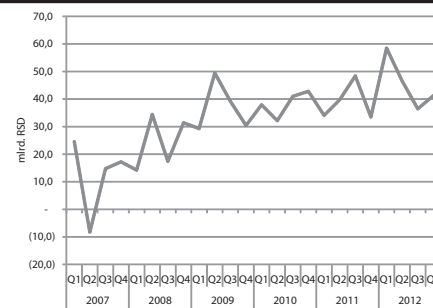
U Q4 nastavljen je blagi pad realnih desezoniranih javnih prihoda, koji su u ovom kvartalu bili niži za 0,6% u odnosu na Q3. Pad prihoda u Q4 je ipak bio manji od pada BDP, usled čega je došlo do blagog rasta relativnog iznosa javnih prihoda (kao % BDP), što znači da je efekat negativnih kretanja u pogledu privredne aktivnosti bio snažniji od efekta povećanja poreza. Istovremeno, javni prihodi ostvareni u Q4 2012. bili su realno niži za 3,2% u odnosu na isti period prethodne godine.<sup>2</sup> Posmatrano na nivou čitave 2012. godine, javni prihodi su realno blago porasli (za 0,6%) u odnosu na 2011. godinu. Pad prihoda na faktore proizvodnje je veći od pada prihoda na potrošnju – tako prihodi od poreza na potrošnju u odnosu na BDP rastu, dok prihodi od poreza na faktore proizvodnje opadaju.

**Grafikon T 6-3. Srbija: Desezonirani konsolidovani realni javni prihodi i javni rashodi u mlrd. RSD (u cenama iz 2012.)**



Izvor: Obračun QM

**Grafikon T 6-4. Srbija: Realni desezonirani fiskalni deficit u mlrd. RSD (u cenama iz 2012.)**



Izvor: Obračun QM

**Prihodi od PDV stagniraju, dok prihodi od akciza značajno opadaju**

Ukupni realni desezonirani prihodi od poreza na potrošnju ostvareni u Q4 2012. opali su u odnosu na prethodni kvartal, pri čemu je pad prihoda od PDV blag, pad prihoda od akciza umeren, dok je pad prihoda od carina znatan. Pad prihoda od poreza na potrošnju posledica je usporavanja privredne aktivnosti, smanjenja apsorpcionog jaza i umerene realne apresijacije kursa dinara.

Realni desezonirani prihodi od PDV zabeležili su u Q4 blagi pad (od 0,7%) u odnosu na Q3. Pad realnih desezoniranih prihoda od PDV u Q4 2012, i pored toga što je opšta PDV stopa povećana počev od 1. oktobra, posledica je delovanja nekoliko faktora, od kojih su najvažniji: *i*) povećanje prometa dobara i usluga u septembru pre povećanja PDV stope (nabavke dobara unapred i sl.), što je dovelo do pada prometa u oktobru i novembru (tj. prihoda od PDV u novembru i decembru), *ii*) smanjenje apsorpcionog jaza, tj. usporavanje uvoza, te povećanje izvoza, *iii*) nominalna i realna apresijacija kursa dinara, *iv*) povećanje PDV naknade poljoprivrednicima i podizanje praga za ulazak u sistem PDV. Osim toga, opšte usporavanje domaće tražnje takođe se negativno

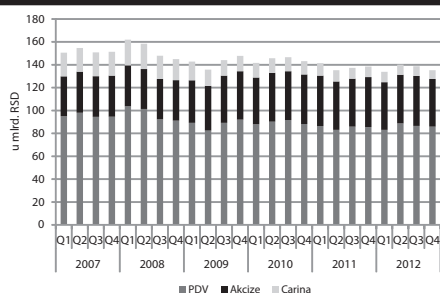
<sup>1</sup> Vidi: Agca, S. and D. Igan, (2013) „Fiscal Consolidation and the Cost of Credit: Evidence from Syndicated Loans“. *IMF Working Paper 13/36*.

<sup>2</sup> Podaci o međugodišnjem realnom rastu konsolidovanih javnih prihoda, konsolidovanih javnih rashoda, prema ekonomskoj klasifikaciji, dati su u Prilogu 1, dok su podaci o apsolutnom iznosu nominalnih javnih prihoda i javnih rashoda dati u Prilogu 2.

odražava na kretanje prihoda od PDV. Prihodi od PDV su u periodu januar-decembar 2012. realno stagnerali u odnosu na 2011. godinu, što je posledica divergentnog delovanja većeg broja faktora. Na rast prihoda od PDV u 2012. godini uticalo je povećanje spoljnotrgovinskog deficita i depresijacija dinara u prvoj polovini godine, kao i povećanje stope PDV od oktobra, dok je na njegovo usporavanje uticalo smanjenje apsorpcionog jaza i apresijacija dinara u drugoj polovini godine, te ostale pomenute parametarske promene u PDV sistemu.

U januaru 2013. zabeležen je snažan rast prihoda od PDV. Tako su prihodi po ovom osnovu bili u januaru realno veći za 9,2% u odnosu na januar 2012, dok su realni desezonirani prihodi od PDV u januaru 2013. bili veći za 6,2% u odnosu na prethodni mesec.<sup>3</sup> Rast prihoda od PDV u januaru 2013. posledica je pre svega povećanja opšte stope PDV.<sup>4</sup>

### Grafikon T 6-5. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na potrošnju (u cenama iz 2011)



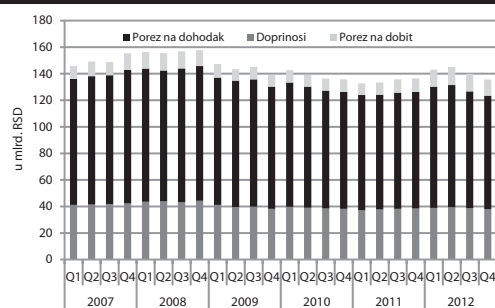
Izvor: Obračun Q/M-a

Realni desezonirani prihodi od akciza u Q4 su zabeležili znatan pad, od 4,7%, u odnosu na Q3. Pad prihoda od akciza u Q4 takođe može predstavljati posledicu povećanog prometa akciznih proizvoda u septembru, pre povećanja stope akciza izvršenog početkom Q4, što potvrđuje i kretanje realnih desezoniranih prihoda od akciza u oktobru (akcize za drugi deo septembra plaćene su 2. oktobra), koji su u tom mesecu bili za 1,3% veći nego u septembru. Na pad prihoda od akciza u Q4, pore toga, uticalo je i smanjenje domaće potrošnje akciznih proizvoda, te povećanja učešća izvoza akciznih proizvoda u njihovoj ukupnoj proizvodnji, ali verovatno i delovanje drugih faktora. Na nivou sva četiri kvartala 2012. godine prihodi od akciza su, i pored višekratnog povećanja stopa akciza, zabeležili realan pad od 7% u odnosu na prethodnu godinu, čemu najviše doprinosi pad prihoda od akciza na cigarete. Sličan trend nastavljen je i u januaru 2013. kada su prihodi budžeta Republike od akciza bili realno manji za 17,7% u odnosu na isti mesec prethodne godine.

S obzirom da će očekivani rast BDP u 2013. godini, ukoliko bude ostvaren, pre svega biti zasnovan na rastu izvoza (FIAT, NIS, i sl.), pri čemu se ne očekuje značajniji oporavak domaće tražnje, pod pretpostavkom da ne dođe do značajnijih realnih promena kursa dinara u toku godine, procenjuje se da će rast prihoda od poreza na potrošnju u 2013. biti umeren, i to pre svega usled povećanja opšte stope PDV. Povećanje aktivnosti države na suzbijanje sive ekonomije moglo

bi da doprinese rastu prihoda po ovom osnovu, ali se procenjuje da bi fiskalni efekti tih mera u 2013. ipak bili relativno ograničeni.

### Grafikon T 6-6. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na faktore proizvodnje (u cenama iz 2012.)



Izvor: Obračun Q/M

Usled usporavanja uvoza, i apresijacije dinara realni desezonirani prihodi od carina nastavljaju pad, tako da su u Q4 bili za 9,1% niži nego u prethodnom kvartalu. Na nivou čitave 2012. prihodi po osnovu carina su realno opali za 14%, pre svega usled usporavanja uvoza, daljeg sniženja carinskih stopa na uvoz robe iz Evropske unije i apresijacije kursa dinara. S obzirom da se ne očekuje značajnije povećanje domaće tražnje, pod pretpostavkom odsustva snažnije depresijacije dinara, a u usovima dalje liberali-

<sup>3</sup> Pokazatelj rasta realnih prihoda od PDV u januaru 2013. u odnosu na prethodni mesec se ocenjuje kao relevantniji, budući da su prihodi od PDV u januaru 2012. bili manji za 4 mlrd. dinara zbog odlaganja povraćaja poreza u prethodnom mesecu.

<sup>4</sup> Na ovaj način se objašnjava i rast prihoda od PDV u odnosu na decembar 2012, jer se u januaru plaća PDV na promet ostvaren u decembru, a kao što je navedeno, pre povećanja PDV u septembru znatno je povećan promet (unapred), što je negativno uticalo na promet ostvaren u oktobru i novembru, te na prihode od PDV u novembru i decembru.

zacije spoljne trgovine (dalje smanjenje carina na uvoz robe iz EU početkom 2013, u skladu sa odredbama Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju) može se očekivati dalji pad prihoda po ovom osnovu i u tekućoj godini.

**Prihodi od poreza na faktore proizvodnje snažno opadaju**

Realni desezonirani prihodi od poreza na dohodak građana i doprinosa za socijalno osiguranje u Q4 su značajno opali (za 1,4% i 3% respektivno) u odnosu na prethodni kvartal. Pad prihoda od poreza na dohodak i doprinosa je još jedan od brojnih indikatora koji dovodi u sumnju podatak o znatnom stvarnom rastu zaposlenosti/padu nezaposlenosti u periodu april-oktobar 2012. Pad realnih prihoda od poreza na dohodak građana i doprinosa u Q4 može predstavljati posledicu realnog obezvređenja dohodaka građana, usled rasta inflacije, čemu je u znatnoj meri doprinelo i ograničavanje rasta zarada u javnom sektoru, koje čine gotovo polovinu ukupne mase isplaćenih zarada u Srbiji. Na nivou čitave 2012. godine prihodi od poreza na dohodak i doprinosa zabeležili su realan rast (za 2,1%, tj. 1,9% respektivno) u odnosu na 2011. Rast prihoda od poreza na dohodak i doprinosa u 2012. posledica je pre svega povećanih isplata dohodaka u javnom sektoru u prvoj polovini 2012. godine, koja je predstavljala (pred)izborni period, u toku kojeg je zabeležen snažan rast rashoda na zarade zaposlenih u javnom sektoru. S obzirom da će se u aprilu 2013. zarade u javnom sektoru ponovo indeksirati za iznos koji će verovatno biti manji od stope inflacije u prethodnom šestomesečnom periodu, te da se ne očekuje znatnije povećanje formalne zaposlenosti ni u privatnom ni u javnom sektoru, kao ni dohodaka stanovništva, procenjuje se da se u 2013. godini ne može očekivati značajniji rast prihoda po ovom osnovu.

U Q4 je zabeležen znatan pad realnih desezoniranih prihoda od poreza na dobit pravnih lica (od 8,6%) u odnosu na Q3. Pad prihoda od poreza na dobit može predstavljati posledicu opšte nelikvidnosti privrede, što dovodi do kašnjenja obveznika sa plaćanjem akontacija za porez na dobit. Na nivou čitave 2012. godine prihodi od poreza na dobit su znatno realno porasli (za 35,1%) u odnosu na 2011. godinu. Rast prihoda od poreza na dobit u 2012. godini posledica je pre svega plaćanja poreza na kapitalnu dobit po osnovu prodaja udela u trgovačkom lancu Maxi belgijskom preduzeću Delez, kao i plaćanja poreza na relativno visoku dobit iskazanu u finansijskim izveštajima za 2011. velikih javnih i privatnih preduzeća (npr. EPS, NIS i dr.). Na kretanje prihoda po ovom osnovu u 2013. negativno će uticati usporavanje privredne aktivnosti u 2012. (koja služi kao osnov za plaćanje ovog poreza u 2013.), dok će pozitivno uticati apresijacija kursa dinara (koja dovodi do nastanka prihoda preduzeća od pozitivnih kursnih razlika), kao i povećanje stope poreza na dobit sa 10% na 15% (akontacije će se u 2013. plaćati po poreskoj stopi od 15%). S druge strane, faktori koji su doveli do rasta prihoda od poreza na dobit u 2012. su bili ili jednokratni (velika kapitalna dobit) ili privremeni (velika dobit EPS-a), tako da se ne može očekivati njihovo ponovno delovanje u 2013. godini. Shodno prethodno navedenom, procenjuje se da će se u 2013. zabeležiti umeren rast prihoda po ovom osnovu.

**Ostali poreski prihodi opadaju usled ukidanja kvazifiskalnih dažbina**

U Q4 je nastavljen je dalji pad realnih desezoniranih ostalih poreskih prihoda (za 12,1%) u odnosu na prethodni kvartal, pre svega usled reforme sistema kvazifiskalnih dažbina, kojom su brojne dažbine ukinute ili integrisane. U periodu januar-decembar 2012. ostali poreski prihodi su zabeležili znatan realan pad (za 8,8%) u odnosu na prethodno godinu, usled dejstva navedenih faktora u drugoj polovini godine. Bez istovremenog povećanja preostalih neporeskih dažbina ili opštih poreza, ukidanje i integrisanje velikog broja kvazifiskalnih dažbina doprineće realnom padu prihoda po ovom osnovu u 2013. i povećanju strukturnog fiskalnog deficita.

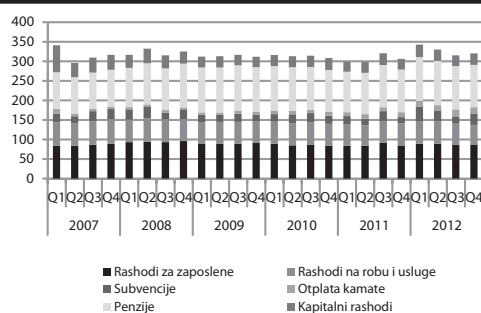
**...a neporeski i kapitalni prihodi rastu**

Istovremeno, realni desezonirani neporeski prihodi su u Q4 zabeležili znatan rast (od 9,8%) u odnosu na prethodni kvartal, dok je na nivou čitave godine zabeležen je umeren realni pad neporeskih prihoda (za 6,2%) u odnosu na 2011. godinu.

Kapitalni prihodi su u toku čitave 2012. godine beležili znatan rast, tako da su ukupni kapitalni prihodi po ovom osnovu bili veći preko tri puta, u odnosu na prethodnu godinu. Rast kapitalnih prihoda posledica je iskazivanja dobiti u finansijskim izveštajima za 2011. godinu od strane velikih javnih preduzeća (EPS, Telekom Srbija, Aerodrom Beograd, i dr.) te isplata dividendi po ovom osnovu od strane pojedinih preduzeća. U 2013. godini se može očekivati usporavanje ovih prihoda, usled manjih priliva po osnovu dividende koju isplaćuju javna preduzeća, budući da će

**U Q4 zabeležen snažan rast rashoda na subvencije**

**Grafikon T 6-7. Srbija: Kretanje konsolidovanih sezonaliziranih javnih rashoda (u cenama iz 2012.)**



Izvor: Obračun QM

Realni desezonirani rashodi konsolidovanog sektora države u Q4 2012. blago su porasli (za 0,8%) u odnosu na prethodni kvartal, usled oštrog rasta rashoda na subvencije. Istovremeno, kod svih ostalih kategorija javnih rashoda, zabeležen je realan pad.

Rashodi na subvencije (realni desezonirani) su u Q4 značajno porasli (za 58,5%) u odnosu na Q3. Ovaj rast rashoda na subvencije predstavlja posledicu isplata subvencija za poljoprivredu za sanaciju efekata suše u iznosu od 9,5 mlrd. dinara, te isplate subvencija za projekat Fiat. Osim toga, zbog problema sa likvidnošću budžeta u Q3 realizacija određenih subvencija je odložena i realizovana u Q4, što je dodatno uticalo na rast rashoda na ove namene u poslednjem kvartalu 2012. Rashodi na subvencije su (uz rashode kamata) u 2012. godini zabeležili najveći realan rast (od 29,1%) u odnosu na prethodnu godinu, i predstavljali su značajan generator rasta fiskalnog deficita. Znatna deo dodatnih rashoda na subvencije uvedenih u drugoj polovini godine jednokratnog karaktera, što potvrđuju i podaci za januar 2013. prema kojima je u tom mesecu zabeležen znatan pad rashoda budžeta Republike na ove namene. Ipak, procenjuje se da će određeni deo (oko polovine subvencija namenjenih poljoprivredi) prerasti u trajne subvencije, te trajno povećati rashode na ove namene. S obzirom da su rashodi na subvencije u Srbiji već relativno visoki, u poređenju sa drugim zemljama, povećanje subvencija za poljoprivredu je održivo i opravdano tek nakon smanjenja drugih vidova subvencija, koje su ekonomski manje opravdane (za investicije i zapošljavanje, za preduzeća u restrukturiranju i dr.).

**...a umereni rast se beleži i kod kapitalnih rashoda**

Nakon značajnog pada u prethodna dva kvartala, kapitalni rashodi (realni, desezonirani) su u Q4 umereno porasli (za 5,8%) u odnosu na prethodni kvartal. Rast kapitalnih rashoda posledica je povlačenja sredstava za finansiranje projekata iz projektnih zajmova, nešto niže osnove za porođenje (usled pada ovih rashoda u prethodnim kvartalima), nastavka realizacije većih infrastrukturnih projekata (južni krak Koridora 10, petlje za most na Adi, most Zemun-Borča i sl.) nakon uhodavanja novih državnih organa, a moguće i izmirenja docnji od strane države prema građevinskim preduzećima, za izvedene radove, budući da je nakon dvokratne emisije evroobveznica likvidnost države poboljšana, što joj omogućava da izmiri i prethodne obaveze. Na nivou čitave 2012. godine, kapitalni rashodi su zabeležili umeren realni rast (od 6%) u odnosu na prethodnu godinu što se ocenjuje kao pozitivno, ali i dalje nedovoljno, budući da kapitalni rashodi u 2012. iznose svega 3,9% BDP, što je za 0,4% BDP više nego u 2011. godini, ali i dalje znatno manje od potrebnog nivoa, za značajnije unapređenje opšteg stanja javne infrastrukture u Srbiji. Početak realizacije infrastrukturnih projekata, kao što je Moravski autoput, autoput Beograd-Čačak, kao i početak radova na unapređenju stanja železničke infrastrukture, moglo bi da dovede do rasta kapitalnih rashoda, u drugom delu 2013. godine. Međutim, za povoljne efekte povećanja kapitalnih rashoda na privredni rast i društveni razvoj neophodno je izvršiti i odgovarajući izbor prioriteta za finansiranje. U tom smislu se ideje o upotrebi kredita Ruske federacije za unapređenje železničke infrastrukture isključivo na železničkom Koridoru 10 (te zamena projekta izgradnje pruge Loznica-Valjevo, projektom revitalizacije pruge Indija-Novi Sad) ocenjuju kao ekonomski

opravdano. U uslovima opšteg lošeg stanja železničke infrastrukture na najprometnijim trasama (kao što je Koridor 10), izgradnja potpuno nove železničke infrastrukture na deonicama gde je očekivani promet višestruko manji, bi bio ekonomski neopravdan. Iako će indirektni efekti realizacije navedenih projekata iz domena putne i železničke infrastrukture na uslove poslovanja i pretpostavke privrednog rasta, nakon završetka biti nedvosmisleno pozitivni, njihovi direktni efekti na privrednu aktivnosti i zapošljavanje (po osnovu njihove same realizacije) će biti ograničeni, budući da je očekivano učešće srpskih preduzeća i materijala najčešće ispod 50%. U tom smislu, prilikom ugovaranja uslova ovakvih kreditnih aranžmana, za njihovu ocenu potrebno je u obzir uzeti kako osnovne elemente aranžmana (visina kamatne stope, grejs period, i rok otplate), tako i ostale uslove, koji uključuju i stepen angažovanja domaćih materijala i operative u njihovoj realizaciji.

***Rashodi za zaposlene i penzije padaju usled sporije indeksacije***

Kao bitan deo mera fiskalne konsolidacije, zarade zaposlenih u javnom sektoru i penzije su u oktobru 2012. povećane za 2%, što je znatno manje od ukupne inflacije ostvarene u periodu april-septembar (približno 9,8%), usled čega je došlo do njihovog realnog pada. Tako su realni desezonirani rashodi za zaposlene u Q4 bili niži za 0,8%, a rashodi na penzije niži za 2% u odnosu na Q3. Posmatrano na nivou čitave 2012. godine, rashodi za zaposlene su zabeležili realan rast (od 2%) u odnosu na 2011. godinu, pre svega usled snažnog rasta rashoda na zaposlene na lokalnom nivou do kojeg je došlo usled povećanja priliva u budžete lokalnih samouprava po osnovu poreza na zarade, ali i usled indeksacije zarada u javnom sektoru u aprilu.

Rashodi na penzije (realni desezonirani) su u Q4 bili niži za 2% u odnosu na Q3, i to pre svega usled ograničenja rasta penzija, tj. njihove indeksacije u oktobru za 2%, umesto za šestomesečnu stopu inflacije. Posmatrano na nivou čitave 2012. godine, rashodi na penzije su realno porasli za 4,4% u odnosu na prethodni godinu, usled povećanja broja penzionera, indeksacije penzija u aprilu i oktobru, te isplate pomoći penzionerima čija su primanja niža od 15.000 dinara, u iznosu od po 4.000 dinara po penzioneru, koje su izvršene u septembru i decembru 2012.

S obzirom da će se zarade u javnom sektoru u aprilu 2013. godine indeksirati po fiksnoj stopi od 2%, a u oktobru za stopu inflacije u prethodnih šest meseci, ukoliko se ostvari najavljeni usporavanje inflacije u toku 2013. godine, te blagi realni rast privredne aktivnosti, to bi moglo da dovede do blagog realnog i relativnog pada rashoda na ove namene, što se ocenjuje kao ekonomski poželjno. Međutim, za znatnije smanjenje ovih kategorija rashoda, na dugoročno održiv nivo, pored ograničenja rasta zarada u javnom sektoru i penzija, neophodno je otpočeti sa procesom utvrđivanja optimalnog broja i strukture zaposlenih u javnom sektoru, te sprovođenja mera usmerenih na dostizanje optimalnog broja u strukture zaposlenih. Takođe je neophodno nastaviti sa reformom penzijskog sistema, kroz uvođenje aktuarskih penala, pooštavanje uslova za penzionisanje i usklađivanje uslova za penzionisanje muškaraca i žena.

***A opadaju i rashodi za robu i usluge***

Nakon rasta u prvoj polovini godine, rashodi na robu i usluge u Q3 i Q4 opadaju, pri čemu je pad u Q4 nešto blaži nego u Q3. Tako su realni desezonirani rashodi na robu i usluge u Q4 opali za 4,1% u odnosu na prethodni kvartal. Nakon snažnog rasta u prvoj polovini godine, u Q4 došlo i do realnog pada rashoda na ove namene na lokalnom nivou, ali je taj pad i dalje znatno niži od smanjenja zabeleženog na centralnom nivou države. Ukoliko je rast rashoda na ove namene u prvoj polovini godine, na lokalnom nivou, nastao pre svega usled izmirenja docnji po osnovu prethodnih nabavki, onda se usporavanje ovih rashoda u Q4 može delimično objasniti regulisanjem većeg dela tih obaveza u prethodnim kvartalima i oceniti kao opravdano. Međutim, visoke stope rasta lokalnih rashoda na robu i usluge u većem broju kvartala ukazuju i na opšte povećanje izdataka na ove namene na lokalnom nivou, što bi u uslovima visokog konsolidovanog deficita bilo ekonomski neopravdano. Osim toga, smanjenje priliva u lokalne budžete po osnovu različitih kvazifiskalnih dažbina u Q4 primoralo je lokalne samouprave na odgovarajuće prilagodavanje potrošnje. Rashodi za robu i usluge u čitavoj 2012. godini realno su niži su za 11,4% u odnosu na prethodnu godinu. Nakon najavljenog usvajanja novog Zakona o javnim nabavkama, te najavljene centralizacije nabavki u zdravstvenom sistemu u 2013. godini, mogu se očekivati određene uštede po osnovu nabavke roba i usluga. Ipak, imajući u vidu da se veliki deo nabavki roba i usluga odnosi na nabavke komunalnih i sličnih usluga kod kojih je mogućnost za uštede

kroz unapređenje sistema nabavki ograničena (jer postoji jedan dobavljač i fiksna cena), procenjuje se da uštede po osnovu unapređenja sistema javnih nabavki roba i usluga u zbiru neće preći 0,5% BDP u srednjem roku, pri čemu bi mogući efekti u 2013. bili znatno manji, budući da će se sa primenom novih pravila u najboljem slučaju otpočeti tek polovinom godine.

**Rashodi kamata u Q4 opadaju, ali na nivou čitave 2012. godine snažno rastu**

Rashodi kamata (realni, sezonalizirani) u Q4 beleže znatan pad (od 13,9%) u odnosu na prethodni kvartal, što je posledica dinamike dospeća za plaćanje kamata na javni dug, apresijacije dinara, te visoke osnovice za poređenje (pošto su rashodi kamata u Q3 znatno porasli). Ipak, posmatrano na nivou čitave 2012. godine rashodi kamata su realno porasli za 23,4%, usled povećanja nivoa zaduženosti zemlje, relativno nepovoljnih uslova novih zaduživanja i depresijacije dinara početkom godine. U uslovima relativno visokog fiskalnog deficita u 2013. godini od oko 3,6-4% BDP, i daljeg rasta javnog duga, može se očekivati dalje povećanje rashoda kamata i u tekućoj godini. Na kretanje rashoda kamata uticaće i kretanje kursa dinara, tako da bi u slučaju njegove depresijacije, rashodi kamata porasli, i obrnuto, budući da je najveći deo javnog duga Srbije nominiran u stranim valutama. Osim toga, na kretanje rashoda kamata uticaće i uslovi na svetskim finansijskim tržištima, kao i doslednost u sprovođenju usvojenih mera fiskalne konsolidacije. Ostvarenje planiranog fiskalnog deficita u 2012. od 3,6% BDP i usvajanje kredibilnih mera usmerenih na njegovo smanjenje na nivo ispod 2% BDP u 2014. dovelo bi do zaustavljanja rasta javnog duga zemlje, što bi se povoljno odrazilo i na kretanje rashoda na kamate, čiji bi se rast u 2014. mogao usporiti, a nakon toga bi moglo da dođe i do njihovog smanjenja.

## Analiza fiskalnih kretanja po nivoima države

**Prekinut trend znatnog realnog rasta prihoda lokalnih zajednica, ali neravnoteža i dalje postoji**

U Q4 zabeležen je blagi realan rast prihoda budžeta Republike, dok su prihodi drugih nivoa vlasti, pre svega Republičkog fonda zdravstvenog osiguranja (RFZO) i lokalnih samouprava umereno opali (za 3,6% i 6,4% respektivno). Nakon snažnog rasta u četiri uzastopna kvartala, prihodi lokalnih zajednica su u Q4 zabeležili realan pad, usled činjenice da je prenos 40% prihoda od poreza na zarade iz budžeta Republike na lokalne samouprave izvršen počev od oktobra 2011, tako da je u Q4 2012. po prvi put i osnovica za poređenje (isti kvartal prethodne godine) uključivao i ove prihode. I pored realnog međugodišnjeg pada prihoda lokalnih samouprava u Q4, uzrokovanog pre svega rastom osnovice za poređenje, neravnoteža u preraspodeli javnih prihoda i rashoda, uzrokovana prenosom dodatnih 40% prihoda od poreza na zarade na lokalni nivo i dalje ostaje i predstavlja jedan od značajnih faktora visokog konsolidovanog fiskalnog deficita u 2012. godini. Tako se uočava da su u 2012. godini prihodi lokalnog nivoa države realno porasli za 12,8%, dok su prihodi budžeta Republike blago opali, a konsolidovani javni prihodi zabeležili neznatni realan rast.

Umeren rast prihoda budžeta Republike u Q4 posledica je povećanja prihoda od poreza na dohodak i dobit, te kapitalnih prihoda. Pad prihoda RFZO uzrokovan je pre svega smanjenjem prihoda od doprinosa za zdravstveno osiguranje. S druge strane, pad prihoda lokalnih samouprava rezultat je smanjenja prihoda od poreza na dohodak građana, poreza na imovinu i ostalih poreskih i neporeskih prihoda. Pad prihoda od poreza na imovinu posledica je pre svega smanjenja napora lokalnih zajednica usmerenih na realno utvrđivanje i punu naplatu poreza na imovinu, što je motivisano povećanim prilivima u budžete lokalnih samouprava po osnovu poreza na zaradu u prethodnim kvartalima. Pad ostalih poreskih i neporeskih prihoda posledica je sprovedene reforme sistema kvazifiskalnih dažbina krajem Q3 2012, kojom su neke lokalne dažbine ograničene ili ukinute (npr. takse za isticanje firme ukinute su za mala preduzeća). Pad prihoda lokalnih samouprava od poreza na dohodak građana, u uslovima kada prihodi po istom osnovu na nivou Republike beleže rast, može predstavljati posledicu znatnog rasta drugih prihoda od poreza na dohodak na nivou Republike (npr. poreza na prihode od kapitala i sl.) ili kašnjenja u prebacivanju dela sredstava od poreza na zarade lokalnom nivou vlasti.



## 6. Fiskalni tokovi i politika

**Rashodi na lokalnom nivou blago opadaju, a na centralnom nivou blago rastu**

U Q4 je zabeležen realan rast javnih rashoda na nivou Republike, pre svega usled rasta snažnog rasta rashoda na subvencije, i umerenog rasta rashoda na otplatu kamata i transfere drugim nivoima vlasti. Istovremeno je zabeležen i blagi realan rast rashoda RFZO, i to pre svega rashoda na zarade, što predstavlja posledicu dinamike isplata zarada u zdravstvenom sistemu, budući da su ovi rashodi zbog toga u Q3 zabeležili znatan pad u odnosu na isti period 2011. godine. Rashodi lokalnog nivoa vlasti su u Q4 po prvi put nakon četiri kvartala zabeležili umeren pad, koji je izazvan padom prihoda. Kao odgovor na smanjeni priliv sredstava lokalne zajednice su u Q4 smanjile pre svega rashode na robu i usluge, za socijalnu pomoć i kapitalne rashode, dok su rashodi za zaposlene i subvencije nastavili da rastu. Slična kretanja su zabeležena i na nivou čitave 2012. godine, kada su na lokalnom nivou, pored rashoda na kamate, najviše porasli rashodi za robu i usluge, i rashodi za zaposlene. Istovremeno, lokalni kapitalni rashodi su zabeležili znatan realan pad, dok su kapitalni rashodi iz budžeta Republike povećani. Ovakva kretanja rashoda na lokalnom nivou države ukazuju na postojanje politike neefikasnog upravljanja lokalnim javnim finasijama, budući da se lokalni javni prihodi troše u neproaktivne svrhe (plate zaposlenih, subvencije), pri čemu su ovi javni rashodi znatno povećani u prethodnih godinu dana. Istovremeno se u uslovima smanjenih priliva sredstava uštede vrše kroz smanjenje rashoda za socijalno ugrožene, što se ocenjuje kao društveno neopravdano, kao i rashoda na lokalne javne investicije, što je ekonomski neefikasno.

**Tabela T6-8. Srbija: Stopa realnog međugodišnjeg rasta javnih prihoda i javnih rashoda po nivoima vlasti**

	Q4 2012/Q4 2011			Q1-Q4 2012/Q1-Q4 2011		
	Konsolidovani budžet	Budžet Republike	Lokalne samouprave	Konsolidovani budžet	Budžet Republike	Lokalne samouprave
<b>A Ukupni prihodi (I)+(II)</b>	-3,0	0,7	-6,4	0,6	-1,3	12,8
I Tekući prihodi (1)+(2)	-4,3	-1,3	-11,6	0,1	-2,0	14,2
1. Poreski prihodi	-2,0	-1,2	-9,2	1,0	-1,0	25,0
1.1. Carine	-14,6	-17,5	-	-14,0	-14,0	0,0
1.2. Porez na dohodak građana	-2,3	6,5	-4,5	2,1	-38,4	40,1
1.3. Porez na dobit pravnih lica	20,9	13,0	-	35,1	33,0	0,0
1.4. PDV	-2,7	-3,6	-	0,0	0,0	0,0
1.5. Akcize	4,7	3,3	-	-1,2	10,5	0,0
1.6. Porezi na imovinu	12,7	-	-12,0	0,0	0,0	-3,1
1.9. Ostali poreski prihodi	-13,2	4,3	-41,4	-8,8	-14,7	-13,9
1.10. Doprinosi za socijalno osiguranje	-3,4	-	-	1,9	0,0	0,0
2. Neporeski prihodi	-21,9	-1,7	-17,6	-6,2	-9,2	-10,6
II Kapitalni prihodi	166,9	369,7	419,5	304,5	283,1	617,8
III Transferi sa ostalih nivoa države	0,0	-	26,6	0,0	0,0	4,5
IV Donacije	0,0	1,2	16,2	8,2	14,7	-17,1
<b>B Ukupni javni rashodi (I)+(II)+(III)+(IV)</b>	-5,3	6,7	-11,9	3,6	5,0	4,6
I Tekući rashodi	-3,9	3,5	-2,5	4,1	5,3	9,8
1.1 Zarade	-9,2	-1,0	4,4	2,0	3,4	7,9
1.2. Kupovina roba i usluga	-5,9	-28,7	-6,7	1,5	-1,0	11,3
1.3. Otplata kamate	86,5	25,6	35,2	41,9	46,0	39,6
1.4. Subvencije	-38,5	123,1	6,3	29,1	29,7	19,5
1.5. Socijalno osiguranje i socijalna pomoć	-3,8	-23,7	-12,4	-0,1	-21,9	5,5
1.6. Transferi ostalim nivoima vlasti	0,0	2,4	-	0,0	7,3	0,0
1.7. Ostali tekući rashodi	-4,3	20,3	-8,3	9,9	14,3	-5,1
II Kapitalni rashodi	-17,1	25,5	-36,8	6,0	14,4	-14,1
III Strateške rezerve	0,0	2.445,3	104,4	0,0	552,9	77,8
IV Neto pozajmice	-56,7	-25,4	-86,6	-37,9	-42,2	-48,8

Izvor: Obračun QM

## Analiza kretanja javnog duga

**Javni dug Srbije na kraju 2012. iznosio je 17,7 milijardi evra (61,3% BDP-a)**

Prema zvaničnim podacima Ministarstva finansija i privrede, na kraju 2012. ukupan javni dug Srbije iznosio je 17,7 milijardi evra (oko 61,3% BDP<sup>5</sup>), što je za oko 1,8 milijardi evra više nego na kraju Q3. Podaci za januar 2013. pokazuju da je na kraju tog meseca javni dug opao za 126 miliona evra, što je u kombinaciji sa apresijacijom dinara prema evru za 2% u ovom mesecu, dovelo i do relativnog pada javnog duga, na 59,8% BDP-a.

Značajan rast javnog duga u Q4 posledica je pre svega zaduživanja države unapred, radi finansiranja fiskalnog deficita u prvoj polovini 2013. godine, budući da je fiskalni deficit u Q4 iznosio oko 610 miliona evra i bio znatno manji od prirasta javnog duga u istom periodu. Naime, država je u Q4 ostvarila priliv po osnovu emisija evroobveznica izvršenih u dva navrata (u septembru i novembru 2012. godine) u ukupnom iznosu od 1,5 milijardi dolara (oko 1,1 mlrd. evra), a istovremeno je nastavljena i emisija trezorskih zapisa na domaćem tržištu, kao i davanje garancija za zaduživanje javnih preduzeća.

Iako je u Q4 javni dug nominalno znatno porastao, njegov relativni iznos (kao % BDP) je sporije rastao, zbog apresijacije dinara prema evru, koja je u ovom kvartalu iznosila oko 1,1%. Osim toga, kako u Q4 nije zabeležen osetniji realan pad BDP, kretanje BDP nije u većoj meri uticalo na relativnu visinu javnog duga u ovom periodu.

**Tabela T6-9. Srbija: Javni dug<sup>1</sup> 2000-2012.**

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra											
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	12,36	12,46	12,94	13,40	15,07
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,12	5,33	5,55	6,10	6,5
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	7,24	7,14	7,39	7,30	8,6
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	2,11	2,15	2,34	2,45	2,60
<b>III. Ukupan javni dug (I+II)</b>	<b>14,17</b>	<b>10,28</b>	<b>9,38</b>	<b>8,88</b>	<b>8,78</b>	<b>9,85</b>	<b>12,17</b>	<b>14,47</b>	<b>14,62</b>	<b>15,28</b>	<b>15,85</b>	<b>17,67</b>
<b>Javni dug / BDP<sup>2</sup> (MF)</b>	<b>169,3%</b>	<b>50,2%</b>	<b>36,2%</b>	<b>29,4%</b>	<b>25,6%</b>	<b>31,3%</b>	<b>41,5%</b>	<b>45,07%</b>			<b>55,4%</b>	
<b>Javni dug / BDP (QM)<sup>3</sup></b>	<b>169,3%</b>	<b>52,1%</b>	<b>37,8%</b>	<b>30,9%</b>	<b>29,2%</b>	<b>34,8%</b>	<b>44,6%</b>	<b>46,9%</b>	<b>51,3%</b>	<b>55,6%</b>	<b>56,8%</b>	<b>61,3%</b>

Ponovo dominira zaduživanje u inostranstvu

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 emitovanjem 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)

Rast javnog duga Srbije u Q4 2012. godine posledica je pre svega direktnog zaduživanja države, zarad finansiranja tekućeg i budućeg fiskalnog deficita i otplate obaveza koje dospevaju u narednim periodima. Za razliku od prethodnog perioda, kada je zaduživanje u zemlji i inostranstvu bilo ravnomerno, a u pojedinim periodima i dominiralo zaduživanje na domaćem tržištu, u Q4 je zaduživanje većim delom izvršeno u inostranstvu, kroz emisiju evroobveznica. Zaduzivanje države u inostranstvu, predstavlja i način finansiranja deficita tekućeg računa platnog bilansa, što je naročito bitno u periodima kada je taj deficit visok, a priliv kapitala iz inostranstva po drugim osnovama (strane direktne investicije i krediti privatnom sektoru) usporen. Osim toga, zaduzivanjem države u inostranstvu ostavlja se veća mogućnost za zaduzivanje privatnog sektora na domaćem finansijskom tržištu. Međutim, budući da se zaduzivanje u inostranstvu po pravilu vrši u stranoj valuti (evro ili američki dolar), finansiranje fiskalnog deficita na ovaj način dovodi do pogoršanja valutne strukture javnog duga zemlje, i povećava izloženost održivosti javnog duga kursnom riziku. Ovo je naročito relevantno u slučaju Srbije, s obzirom na to da je kurs dinara prema evru fluktuirajući i da postoji mogućnost depresijacije dinara, u slučaju značajnijih poremećaja na svetskim tržištima ili u slučaju rasta deficita tekućeg platnog bilansa (pre svega usled ekspanzivne fiskalne politike) koji ne bi bio praćen većim prilivima kapitala iz inostranstva po osnovu investicija i zaduzivanja.

5 Procena QM, na osnovu poređenja nominalnog javnog duga i sume BDP u Q4 i prethodna tri kvartala.

**...a nepovoljan trend rasta garancija države za zaduživanje javnih preduzeća se nastavlja**

U Q4 je nastavljen trend znatnog rasta indirektnih obaveza države, po osnovu izdatih garancija za zaduživanje javnih preduzeća. Izdate garancije države u Q4 iznosile su oko 150 miliona evra, a u čitavoj 2012. godini oko 490 miliona evra, što je čak i nešto više nego u 2011. i 2010. godini kada je prirast indirektnih obaveza države iznosio 400, tj. 320 miliona evra respektivno. Rast indirektnog duga države u Q4 odnosi se pre svega na garancije izdate Srbijagasu, za zaduživanje radi finansiranja uvoza gasa, čime *de facto* svi poreski obveznici finansiraju potrošnju gasa od strane korisnika ovog energenta. Politika obezbeđenja likvidnosti javnih preduzeća koja su suštinski nesolventna, kroz odobravanje garancija na pozajmice tih preduzeća je nastavljena, budući da je Skupština Srbije krajem decembra odobrila garancije za zaduživanje Srbijagasa, Galenike i Jat Ervejza u iznosu od dodatnih 225 miliona evra, što će dovesti do rasta indirektnog duga početkom 2013. godine kada ova sredstva budu i povučena. Kao što je više puta, u prethodnim brojevima Kvartalnog monitora naglašavano, politika obezbeđenja likvidnosti nesolventnih javnih preduzeća kroz davanje garancija države na komercijalne kredite, u uslovima odsustva bilo kakvih sistematskih mera na otklanjanju uzroka te nesolventnosti, ocenjuje se kao ekonomski neopravdana i rizična po održivost javnih finansija zemlje. Pored odsustva kontrole u pogledu efikasnosti i efektivnosti upotrebe sredstava obezbeđenih zaduživanjem javnih preduzeća uz garancije države, nedostatak ovog pristupa ogleđa se i u činjenici da su uslovi zaduživanja tih preduzeća na tržištu često nepovoljni. Tako je, primera radi, zaduživanje Srbijagasa u novembru izvršeno kod komercijalnih banaka uz kamatne stope od 5,98% do 7,25% uvećane za tromesečni EURIBOR. S tim u vezi se preporučuje hitna izrada i primena programa mera usmerenih na obezbeđenje solventnosti ovih preduzeća (unapređenje produktivnosti rada, povećanje efikasnosti trošenja sredstava, prelazak na model formiranja cena koje pokrivaju sve troškove obezbeđenja odnosnih dobara i usluga, intenziviranje aktivnosti na privatizaciji pojedinih preduzeća i sl.). U tom slučaju, podrška države može biti opravdana samo u tranzicionom periodu, u svrhe restrukturiranja ovih preduzeća, ali ne i u cilju kontinuiranog finansiranja njihovog tekućeg poslovanja.

**Pad kamatnih stopa na srpske državne evroobveznice posledica je pre svega povećanja likvidnosti na svetskim tržištima**

S obzirom da su uslovi na svetskom finansijskom tržištu trenutno povoljniji nego krajem 2010. i u prvoj polovini 2011. godine, te da znatan deo i starog javnog duga Srbije nosi relativno visoku kamatnu stopu (npr. dug prema Londonskom klubu poverilaca), ocenjuje se da bi bilo opravdano razmotriti mogućnost refinansiranja tih dugova, kroz eventualno povoljnije novo zaduživanje i prevremenu otplatu postojećih skupih kredita. U tom smislu, neophodno je u obzir uzeti ne samo visinu kamatne stope, već i druge direktne i indirektno troškove, kao što su penali za prevremenu otplatu duga, procenu valutnih rizika (naročito za američki dolar, za koji se može očekivati da dugoročno ojača prema evru, ukoliko u Evropskoj uniji ne budu otklonjene strukturne neravnoteže) i dr. Takođe je potrebno, pre odluke o ovakvoj transakciji prethodno ispitati očekivane uslove pod kojima bi se izvršilo novo zaduživanje. U tom smislu, emisija evroobveznica u iznosu od 1,5 mlrd. dolara, sa rokom dospeća od 7 godina i kamatnom stopom od 5,15%, izvršena u februaru 2013. se ocenjuje kao relativno povoljna. Procenjuje se da je na pad kamatne stope po kojoj su evroobveznice emitovane, dominantno uticalo poboljšanje likvidnosti na svetskim finansijskim tržištima, usled ekspanzivnih mera monetarne politike, primenjenih od strane Evropske centralne banke, američkog Fed-a i Centralne banke Japana. Osim toga, određeni uticaj na pad kamatnih stopa ima i primena mera fiskalne konsolidacije, ali se ocenjuje da je ovaj uticaj za sada ograničen, te da će postati značajniji u slučaju nastavka dosledne primene usvojenih mera fiskalne konsolidacije i istrajavanju na ostvarenju postavljenih fiskalnih ciljeva u 2013. godini, te usvajanja kredibilnih mera koje će dovesti do znatnog daljeg smanjenja fiskalnog deficita uz 2014. godini.

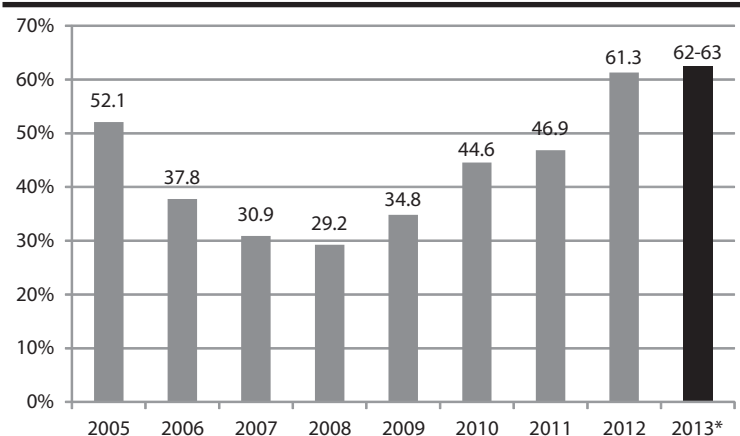
Strateški zaokret u pogledu izvora finansiranja fiskalnog deficita, sa finansiranja zaduživanjem na domaćem tržištu, ka finansiranju emisijom evroobveznica na međunarodnom finansijskom tržištu, koji se odvija od polovine 2013. godine ukazuje na promenu prioriteta u pogledu širih ekonomskih efekata politike finansiranja deficita. Tako je finansiranje deficita zaduživanjem na domaćem finansijskom tržištu u dinarima, bilo i u funkciji redinarizacije privrede, dok je sada, kroz zaduživanje na međunarodnom tržištu, akcenat na smanjenju troškova finansiranja (kamata). U uslovima kada je stepen evroizacije privrede veoma visok (iznad 70%), te stepen poverenja u domaću valutu nizak, procenjuje se da bi istrajavanje na procesu redinarizacije nosio relativno visoke troškove uz visok stepen neizvesnosti u pogledu efekata. Shodno tome, stavljanje u prvi

plan smanjenja troškova kamata, koji su u 2012. dostigli 2,1% BDP, se smatra opravdanim. Međutim, potrebno je istaći da zaduživanje države u inostranstvu dovodi do daljeg rasta spoljnog duga zemlje, koji je u Q4 iznosio oko 89% BDP i znatno prešao gornju granicu visoke zaduženosti, što se može negativno odraziti na spoljnu likvidnost zemlje u narednom periodu.

***Ako se ostvare projektovana makroekonomska kretanja, procenjuje se da će javni dug na kraju 2013. iznositi oko 62-63% BDP***

Pod pretpostavkom da fiskalni deficit u Srbiji u 2013. godini ne pređe 4% BDP-a, te da se ostale makroekonomske varijable kreću u skladu sa zvaničnim projekcijama (realan rast BDP od 2%, stopa inflacije 5%), i da ne dođe do značajnije promene realnog kursa dinara prema evru, uz očekivano dalje povećanje indirektnih obaveza države po osnovu izdatih garancija po dinamici sličnoj kao u prethodnim kvartalima, procenjuje se da bi javni dug zemlje na kraju 2013. mogao iznositi oko 62-63% BDP. U slučaju da stopa rasta BDP bude niža od planirane i/ili da dođe do značajnije depresijacije kursa dinara prema evru, relativni iznos javnog duga (kao % BDP) bi bio veći od navedenih iznosa, dok bi u suprotnom (brži rast BDP, apresijacija dinara) on bio nešto niži.

**Grafikon T6-10. Kretanje javnog duga Srbije u periodu (% BDP)**



Izvor: Obračun i projekcije QM-a

## Prilozi

Prilog 1. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države<sup>1)</sup>, 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012					
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q4/Q3
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>3,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,6</b>	<b>7,0</b>
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-1,5	-4,4	1,7	4,5	-0,9	-4,4	0,1	5,3
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-2,5	-4,1	1,9	5,3	1,9	-4,4	1,0	1,6
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-3,9	-2,9	4,6	4,6	1,3	-1,6	2,1	7,6
Porez na dobit	18,5	-27,0	-3,6	3,9	51,5	39,9	25,4	15,0	35,1	-1,1
PDV	2,5	-10,2	-0,7	-4,0	-4,0	6,9	0,9	-3,7	0,0	4,5
Akcize	0,7	11,6	4,2	0,6	-5,7	-3,0	8,5	-7,0	-1,2	-11,4
Carine	1,8	-32,4	-14,9	-21,5	-18,6	-8,6	-11,4	-17,6	-14,0	1,3
Doprinosi	4,3	-7,0	-6,5	-3,9	4,8	6,1	0,7	-3,4	1,9	5,0
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	14,5	-15,2	-9,7	7,6	-12,0	-19,2	-8,8	-8,1
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	5,8	-6,1	0,1	-1,1	-19,0	-4,3	-6,2	35,5
2. Kapitalni prihodi	-76,8	-41,4	-66,8	468,2	124,1	259,1	176,7	373,3	304,5	636,5
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>4,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,5</b>	<b>4,3</b>	<b>13,6</b>
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-2,2	3,1	8,2	9,3	-1,7	1,4	4,1	10,1
Rashodi za zaposlene	10,9	-6,0	-5,9	0,4	6,6	6,3	-5,7	1,4	2,0	8,4
Kupovina roba i usluga		-5,7	-0,3	4,3	9,4	15,0	-2,3	-11,4	1,5	20,2
Otplata kamata	-2,8	-5,7	-0,3	17,4	48,1	6,6	93,4	23,4	41,9	-33,7
Subvencije	-13,3	19,0	40,6	7,4	42,6	56,4	-36,2	82,9	29,1	115,8
Socijalni transferi	10,1	-26,0	13,9	5,8	3,8	2,9	-0,3	-6,1	-0,1	1,0
od čega: penzije <sup>5)</sup>	9,5	2,2	-3,9	3,9	8,4	7,4	3,1	-0,5	4,4	-0,6
Ostali tekuci rashodi	14,9	6,7	-6,1	23,9	-17,1	36,8	12,2	11,8	9,9	17,7
2. Kapitalni rashodi	-4,3	-6,7	-11,8	5,3	48,7	8,3	-14,9	2,3	6,0	54,8
<b>III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>12,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>35,2</b>	<b>-25,6</b>	<b>-18,3</b>	<b>-45,2</b>	<b>-54,7</b>	<b>-26,3</b>	<b>-37,9</b>	<b>59,3</b>
<b>IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)</b>	<b>4,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,2</b>	<b>3,6</b>	<b>13,8</b>

Izvor: Tabela P-6 u Analičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 1) u Tabeli T7-1.

2) Porez na promet/PDV umanjen za nove poreske kredite privrede.

3) Doprinosi umanjeni za kompenzacije izmedju PIO fonda, Fonda za Razvoj i preduzeća dužnika PIO fonda.

4) Procena FREN. Videti tabelu P-6 u Analičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

Napomena:

Realni rast dobijen je primenom prosečnog baznog indeksa cena na malo (baza decembar 2003) na kvartalne podatke.

Prilog 2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države<sup>1)</sup>, 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012				
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>1.145,9</b>	<b>1.146,5</b>	<b>1.223,4</b>	<b>1.302,5</b>	<b>312,6</b>	<b>339,7</b>	<b>355,1</b>	<b>398,0</b>	<b>1.405,4</b>
1. Tekući prihodi	1.143,1	1.139,2	1.215,7	1.297,9	311,7	337,7	354,0	390,4	1.393,8
Poreski prihodi	1.000,4	1.000,3	1.056,5	1.131,0	276,3	298,1	315,6	335,9	1.225,9
Porez na dohodak	136,5	133,5	139,1	150,8	35,8	41,2	41,4	46,7	165,3
Porez na dobit	39,0	31,2	32,6	37,8	22,9	10,9	10,3	10,7	54,8
PDV	301,7	296,9	319,4	342,4	79,7	90,1	94,4	103,3	367,5
Akcize	110,1	134,8	152,2	170,9	34,6	40,6	54,9	51,0	181,1
Carine	64,8	48,0	44,3	38,8	7,7	9,0	9,3	9,8	35,8
Doprinosi	312,7	318,8	323,0	346,6	85,9	94,6	94,5	103,9	378,9
Ostali poreski prihodi	35,6	37,1	46,0	43,5	9,7	11,7	10,8	10,4	42,6
Neporeski prihodi	142,7	138,8	159,2	166,9	35,4	39,6	38,4	54,5	167,9
2. Kapitalni prihodi	1,4	0,9	0,3	2,0	0,6	1,3	0,8	6,0	8,7
	0,0								
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>-1.195,7</b>	<b>-1.248</b>	<b>-1.329,9</b>	<b>-1.435,9</b>	<b>-362,8</b>	<b>-391,1</b>	<b>-389,2</b>	<b>-463,1</b>	<b>-1.606,2</b>
1. Tekući rashodi	-1.089,6	-1.155	-1.224,8	-1.324,8	-337,5	-368,6	-359,3	-414,6	-1.479,9
Rashodi za zaposlene	-293,2	-302,0	-308,1	-342,5	-85,5	-94,4	-91,2	-103,6	-374,7
Kupovina roba i usluga	-181,2	-187,4	-202,5	-216,3	-51,2	-62,9	-53,8	-67,7	-235,7
Otplata kamata	-17,2	-187,4	-34,2	-44,8	-15,4	-13,4	-23,3	-16,2	-68,2
Subvencije	-77,8	-22,4	-77,9	-80,5	-22,6	-25,2	-19,6	-44,2	-111,5
Socijalni transferi	-496,8	-63,1	-579,2	-609,0	-154,9	-161,1	-163,5	-173,0	-652,5
od čega: penzije <sup>5)</sup>	-331,0	-556,4	-394,0	-422,8	-112,5	-117,8	-119,2	-124,1	-473,7
Ostali tekuci rashodi	-23,5	-387,3	-22,9	-31,7	-7,9	-11,7	-8,0	-9,8	-37,4
2. Kapitalni rashodi	-106,0	-24,0	-105,1	-111,1	-25,3	-22,5	-30,0	-48,6	-126,3
<b>III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>-19,1</b>	<b>-20</b>	<b>-29,9</b>	<b>-24,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-16,6</b>
<b>IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)</b>	<b>-1.214,8</b>	<b>-1.268,3</b>	<b>-1.359,8</b>	<b>-1.460,8</b>	<b>-367,5</b>	<b>-396,7</b>	<b>-391,6</b>	<b>-467,0</b>	<b>-1.622,8</b>

Izvor: Tabela P-6 u Analičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 1) u Tabeli T7-1.

2) Porez na promet/PDV umanjen za nove poreske kredite privrede.

3) Doprinosi umanjeni za kompenzacije izmedju PIO fonda, Fonda za Razvoj i preduzeća dužnika PIO fonda.

4) Procena FREN. Videti tabelu P-6 u Analičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

Napomena:

Realni rast dobijen je primenom prosečnog baznog indeksa cena na malo (baza decembar 2003) na kvartalne podatke.