

## 6. Fiskalni tokovi i politika

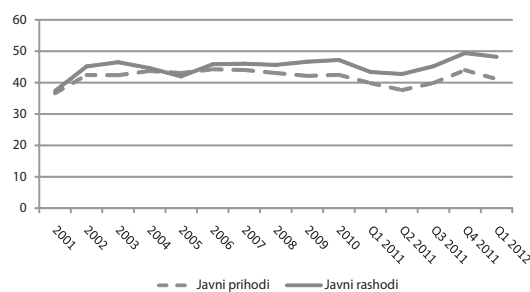
U Q1 2012. ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 54 mlrd. dinara (oko 7,1% kvartalnog BDP), što je znatno više u odnosu na planirani deficit. Slični trendovi su nastavljeni u aprilu, tako da je konsolidovani fiskalni deficit u prva četiri meseca iznosio oko 78 mlrd. dinara. Odstupanje u odnosu na planirani deficit predstavlja pre svega posledicu snažnog rasta javnih rashoda. U slučaju nastavka trendova iz Q1 i aprila, u pogledu kretanja makroekonomskih i fiskalnih agregata, procenjuje da će konsolidovani fiskalni deficit u 2012. godini preći 6% BDP. Veći deo porasta fiskalnog deficita u Q1 je privremenog karaktera, ali je strukturni deficit povećan za 0,2% BDP po osnovu promene Zakona o policiji i promena koeficijenata za plate na lokalnom nivou. Ukoliko bi se usvojili zakonski predlozi da se neoporezivi deo zarada poveća na 10 hiljada dinara, kao i da se smanji PDV na opremu za bebe strukturni fiskalni deficit bi se povećao za 0,3% BDP – stoga se preporučuje da nova vlada povuče ove zakonske predloge. Kao posledica visokog fiskalnog deficita ostvarenog u Q1, javni dug je na kraju tog kvartala iznosio oko 50% BDP, a u slučaju nastavka postojećih trendova, procenjuje se da do kraja 2012. godine znatno preći iznos od 55% BDP. Ocenjuje se da je zbog brzog rasta javnog duga, i visokog fiskalnog deficita koji je sistemskog karaktera, neophodno sprovesti temeljnu fiskalnu konsolidaciju. Takva konsolidacija bi podrazumevala hitno sprovođenje mera usmerenih na smanjenje fiskalnog deficita u 2012. na oko 5% BDP, kao i sprovođenje sistemske reforme javnog sektora, koja bi imala za cilj smanjenje fiskalnog deficita već u 2013. godini za oko 2-3% BDP, i njegovo dalje smanjenje u narednih par godina na ispod 1% BDP. Bez brzog sprovođenja kredibilnog plana fiskalne konsolidacije, postoji visok stepen rizika ulaska u dužničku krizu u relativno kratkom roku. Strukturne reforme u svim sektorima glavnim korisnicima budžetskih sredstva, su neophodne kako za održivo sprovođenje fiskalne konsolidacije, tako i za unapređenje kvaliteta usluga javnog sektora.

### Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

*U Q1 konsolidovani fiskalni deficit iznosio je 54,1 mlrd. din (oko 7,1% kvartalnog BDP)*

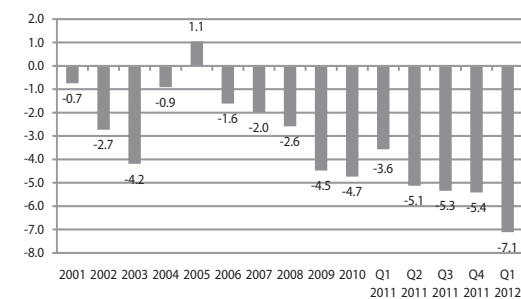
Konsolidovani fiskalni deficit u Q1 2012. godine iznosio je 54,1 mlrd. dinara, tj. oko 7,1% kvartalnog BDP-a. Zvanična dinamika ostvarenja javnih prihoda, rashoda i fiskalnog deficita, dogovorena sa MMF-om, koja bi omogućila da ukupan godišnji fiskalni deficit ostane u planiranim okvirima, podrazumeva da konsolidovani fiskalni deficit u Q1 iznosi 26 mlrd. dinara. Shodno tome, zaključuje se da je fiskalni deficit ostvaren u Q1 znatno (za oko 28 mlrd. dinara) veći u odnosu na planirani iznos. Analizom planirane i ostvarene dinamike tekućih javnih rashoda utvrđeno je da pomenuto odstupanje ostvarenog u odnosu na planirani fiskalni deficit najvećim delom (oko  $\frac{3}{4}$ ) predstavlja posledicu rasta javnih rashoda iznad plana, a (oko  $\frac{1}{4}$ ) posledicu činjenice da se javni prihodi ostvaruju u iznosu manjem od planiranog.

**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

*Visina fiskalnog deficita u Q1 posledica je pre svega snažnog rasta javnih rashoda*

Planirani konsolidovani fiskalni deficit u iznosu od 158 mlrd. dinara (4,25% BDP) projektovan je polazeći od pretpostavke da će u 2012. godini biti ostvarena realna stopa privrednog rasta

od 1,5%, iako je već u tom periodu procena Fiskalnog saveta bila da gornja granica očekivanog privrednog rasta u 2012. iznosi oko 0,5%. Čak i uz ostvarenje stope rasta BDP od 1,5% u 2012. godini, javni prihodi bi verovatno bili niži od planiranih, pre svega usled činjenice da su pojedine kategorije javnih prihoda precenjene u odnosu na očekivano kretanje njihovih makroekonomskih poreskih osnovica. Međutim, kretanja privredne aktivnosti u Q1 i indicije za naredne mesece ukazuju da je realnije očekivati da stopa privrednog rasta u Srbiji u 2012. godini iznosi 0%. Shodno tome, revidiranje stope rasta BDP na 0% dovešće do daljeg većeg negativnog odstupanja javnih prihoda u odnosu na plan. U Q1 je Vlada takođe usvojila niz predloga koji bi za posledicu imali dodatno smanjenje javnih (smanjenja stope PDV promet opreme za bebe, sa 18% na 8%, u aprilu je izvršeno i vanredno smanjenje stopa akciza na naftne derivate, a dogovoreno je i povećanje neoporezivog dela zarade) Ocenjuje se da je u uslovima stabilizacije cena na tržištu naftnih derivata, te relativno niske stope inflacije, smanjenje stope akciza na naftne derivate, te povećanje neoporezivog dela zarade neopravdano, tim pre jer nije istovremeno usvojena i kompenzatorna mera (smanjenje nekih rashoda ili povećanje drugih poreza), kojom bi se eliminisao negativan uticaj ovih mera na visinu fiskalnog deficita. Stoga se preporučuje da nov vladu odustane od navedenih predloga. Na visinu fiskalnog deficita u Q1 uticala je i činjenica da je značajan deo javnih rashoda (npr. kapitalnih rashoda) i povraćaja određenih poreza (npr. PDV) odložen iz Q4 2011. za Q1 2012.

Takođe je uočeno da je u predizbornom periodu došlo do prevremene realizacije određenih kategorija javnih rashoda u odnosu na plan (npr. subvencije za poljoprivredu), što je takođe uticalo da fiskalni deficit u Q1 bude veći od planiranog, ali što ne bi trebalo da utiče na ukupan godišnji deficit, ukoliko se ukupan iznos ovih rashoda bude zadržao u planiranim okvirima. Osim toga, u Q1 je došlo do znatnog rasta rashoda na zaposlene (isplate jubilarnih nagrada zaposlenima u obrazovanju, povećanje skorfo svih tekućih rashoda na lokalnom nivou – detaljnije videti u Osvrtu 1.), što će uticati na odstupanje ukupnog fiskalnog deficita u 2012. u odnosu na plan.

Sa stanovništa fiskalne konsolidacije povoljna okolnost je to što je najveći deo porasta rashoda u proteklom delu godine posledica rasta diskrecionih rashoda (kupovine roba i usluga, prevremena isplata subvencije, rast javnih investicija, isplata jubilarnih nagrada, isplata jednokratne socijalne pomoći na lokalnu i dr.), a ne trajnog povećanje prava budžetskih korisnika. To znači da od ranije formiran visok strukturni deficit, nije značajnije povećan u prethodnom delu godine. Preciznije izmenama Zakona o policiji i Uredbom o koeficijentima za lokalne samouprave trajno su povećan obaveze države, a time i strukturni fiskalni deficit, za oko 0,2% BDP. Međutim, eventualno usvajanje izmena poreskih zakona koje je prethodne Vlada uputila Skupštini (smanjenje stope PDV za proizvode za bebe, povećanja neoporezivog dela zarada) imala bi za posledicu trajno smanjenje poreskih prihoda i po tom osnovu povećanje strukturnog deficita za dodatanih za 0,3% BDP. Stoga se preporučuje da nova Vlada odustane od navedenih zakonskih predloga.

**...visok rast potrošnje je naročito izražen na lokalnom nivou**

Iako je visok rast potrošnje ostavljen na svim niovima države, potrošnje je iznaprosečno na lokalnom nivou vlasti. Naime, u Q1 rashodi na lokalnom nivou su rasli znatno brže u odnosu na rashode centralne države i Fonda zdravstvenog osiguranja. Snažna ekspanzija na strani lokalnih javnih rashoda odnosi se pre svega na povećanje rashoda na plate i kupovinu robai usluga, dok su lokalne javne investicije zabeležile pad. Navedeno ukazuje da je preraspodela prihoda od poreza na zarade izvršena u 2011. godini indirektno doprinela povećanju fiskalnog deficita u 2012. godini, na taj način što je republike izgubila značajne prihode, a pri tome je zadržala sve obaveze.

**Trend rasta fiskalnog deficita, uzrokovanog snažnim rastom javne potrošnje se nastavlja i u aprilu**

Trend rasta fiskalnog deficita nastavljen je i u aprilu. Tako je konsolidovani fiskalni deficit u aprilu iznosio 24 mlrd. dinara, a na nivou prva četiri meseca ukupno 78,2 mlrd. dinara, dok je prema planiranoj dinamici dogovorenoj sa MMF-om fiskalni deficit u prvih šest meseci 2012. trebalo da iznosi 61 mlrd. dinara. Izrazito visok fiskalni deficit ostvaren u aprilu posledica je pre svega snažnog rasta javnih rashoda, i to pre svega na subvencije i na kupovinu roba i usluga. Tako su realni desezonirani javni rashodi u aprilu bili realno veći za 3,4% nego u martu, pri čemu su rashodi na subvencije porasli za čak 33,7%, a rashodi za nabavku roba i usluga za 12,6%. Istovremeno su desezonirani kapitalni rashodi bili realno niži za 6,9%. Izrazito veliki rast rashoda na subvencije predstavlja posledicu ubrzavanja realizacije pojedinih programa, u predizbornom

## 6. Fiskalni tokovi i politika

periodu, i ocenjuje se kao nepovoljan, ali ne bi trebalo da utiče na ukupan godišnji deficit, ukoliko se ukupan iznos rashoda na ove namene bude zadržao u planiranom okviru. S druge strane, u aprilu je nastavljen i trend rasta realnih desezoniranih javnih prihoda, koji su bili za 1,8% veći nego u martu. Rastu javnih prihoda u velikoj meri je doprineo rast prihoda od PDV, koji su (realno, desezonirano) u aprilu bili veći za 3,5% nego u martu. Fiskalna kretanja u aprilu ukazuju na nastavak trenda blagog oporavka javnih prihoda, ali koji je nedovoljan da kompenzuje izrazito veliki rast javnih rashoda, za koji se ocenjuje da je pre svega povezan sa izbornim ciklusom.

**Bez snažne i hitne fiskalne konsolidacije fiskalni deficit u 2012. će premašiti 6% BDP**

Polazeći od makroekonomskih i fiskalnih kretanja u Q1 i projekcija za naredne kvartale, u slučaju izostanka hitnih mera fiskalne konsolidacije koje bi bile usvojene u junu ili julu mesecu, procenjuje se da će konsolidovani fiskalni deficit u 2012. godini premašiti 6% BDP, što je za gotovo 2% BDP više u odnosu na plan. Ovako visok fiskalni deficit u 2012. doprineo bi znatno bržem rastu javnog duga u odnosu na plan, a uticao bi i na visinu deficita u narednoj godini, što se ocenjuje kao neodrživo i vrlo verovatno bi ugrozilo i kratkoročnu održivost javnih finansija u Srbiji. Shodno tome, neophodno je već krajem juna ili najkasnije u julu usvojiti rebalans budžeta Republike, kao i prateće mere hitne fiskalne konsolidacije, koje bi obezbedile da fiskalni deficit u 2012. godini bude smanjen na oko 5% BDP. S tim u vezi, procene i preporuke Fiskalnog saveta u vezi sa merama hitne fiskalne konsolidacije u 2012. I narednim godinama kao neophodne.

**Tabela T6-3 Srbija: konsolidovani bilans sektora države<sup>1)</sup>, 2008-2009-2010-2011**

	2008	2009	2010	2011				2012	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
I UKUPNI PRIHODI	1145,9	1.147	1.223,4	293,6	311,3	331,3	366,3	1302,5	312,6
II UKUPNI RASHODI	-1195,7	-1247,9	-1.329,9	-314,4	-343,9	-371,0	-406,7	-1435,9	-362,1
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-19,1	-20,4	-29,9	-5,5	-9,9	-4,8	-4,7	-24,9	-4,7
<i>od čega Budžetski krediti, neto<sup>2)</sup></i>	-19,1	-20,4	-29,9	-5,5	-9,9	-4,8	-4,7	-24,9	-4,7
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-1214,8	-1268,3	-1.359,8	-319,9	-353,8	-375,7	-411,4	-1460,8	-366,8
V KONSOLIDOVANI BILANS (I+IV) definicija GFS <sup>3)</sup>	-68,9	-121,8	-136,4	-26,3	-42,4	-44,4	-45,1	-158,2	-54,1
VI PROMENA STANJA NA RAČUNU	-55,4	45,4	-19,2	59,4	51,9	96,3	-19,8	187,7	34,2
VII PRIMARNI BILANS	-46,5	65,6	-102,2	-16,4	-30,4	-33,3	-33,4	-113,4	-38,7

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

1) Sektor države (general government) - svi nivoi vlasti (republika, pokrajina, opštine) i njihovi budžetski korisnici i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja (PIO fondovi, Republički zavod za zdravstveno osiguranje, Nacionalna služba za zapošljavanje). Ne uključuje javna preduzeća i NBS.

2) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJK, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, poljo-privrednicima, kreditima datim preko Fonda za razvoj i otplatama dugova penzionerima i dokapitalizacijama.

3) Konsolidovani bilans (cash surplus/deficit po GFS) predstavlja razliku između tekućih prihoda i primanja od prodaje nefinansijske imovine (tj. kapitalnih prihoda) i tekućih rashoda i izdataka za nabavku nefinansijske imovine (tj. kapitalnih rashoda). Pored toga u rashode se uključuje i stavka koja obuhvata otplate domaćih dugova - penzije, budžetske pozajmice i dokapitalizaciju. Ovako definisan rezultat meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu. Videti metodološku diskusiju u Okviru 1 u Kvartalnom monitoru br.3 za detalje.

Napomene: Za detalje videti Tabelu P-10 u Analitičkom prilogu.

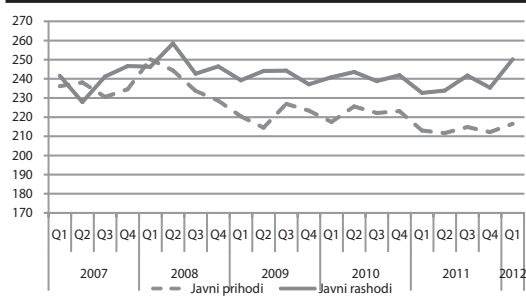
## Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

**Konsolidovani javni prihodi blago rastu u Q1**

Konsolidovani desezonirani realni javni prihodi ostvareni u Q1 2012. veći su za 2% u odnosu na prethodni kvartal, a realan rast od 1,7% ostvaren je i u odnosu na isti period prethodne godine.<sup>1</sup> Rast konsolidovanih javnih prihoda u Q1 predstavlja rezultat snažnog rasta prihoda od poreza na faktore proizvodnje i umerenog pada prihoda od poreza na potrošnju, te ostalih poreskih i neporeskih prihoda.

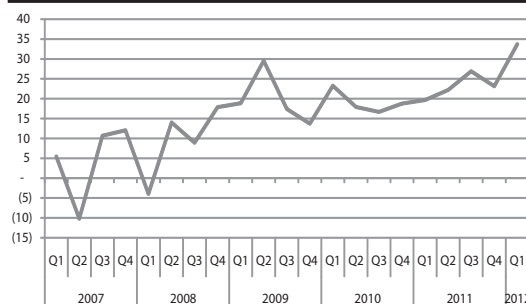
<sup>1</sup> Podaci o međugodišnjem realnom rastu konsolidovanih javnih prihoda, konsolidovanih javnih rashoda, prema ekonomskoj klasifikaciji, dati su u Prilogu 1, dok su podaci o apsolutnom iznosu nominalnih javnih prihoda i javnih rashoda dati u Prilogu 2.

**Grafikon T6-4. Srbija: Desezonirani konsolidovani realni javni prihodi i javni rashodi u mlrd. RSD (u cenama iz 2007)**



Izvor: Obračun QM

**Grafikon T6-5. Srbija: Realni desezonirani fiskalni deficit u mlrd. RSD (u cenama iz 2007)**

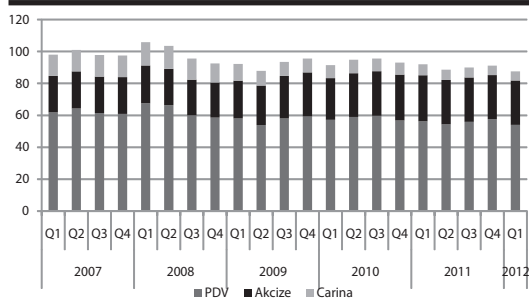


Izvor: Obračun QM

**Prihodi od poreza na potrošnju umereno opadaju**

Ukupni realni desezonirani prihodi od poreza na potrošnju (PDV, akciza i carina) ostvareni u Q1 2012. umereno su opali u odnosu na prethodni kvartal, a pad je zabeležen i u odnosu na isti period prethodne godine.

**Grafikon T6-6. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na potrošnju u mlrd. RSD (u cenama iz 2007)**



Izvor: Obračun QM-a

Realni desezonirani prihodi od PDV ostvareni u Q1 realno su niži za 6,2% u odnosu na prethodni kvartal. Iako je u Q1 zabeležen pad privredne aktivnosti, procenjuje se da ovako oštar pad prihoda od PDV predstavlja posledicu pre svega odlaganja povraćaja PDV u iznosu od oko 4 mlrd. dinara, iz Q4 2011. godine u naredni kvartal. Kada se eliminiše uticaj ove jednokratne, računovodstveno-tehničke transakcije, procenjuje se da su realni desezonirani prihodi od PDV u Q1 zapravo realno porasli za 0,8% u odnosu na prethodni kvartal. Naime, iako je u Q1 došlo do usporavanja privredne aktivnosti, promena strukture spoljnotrgovinske razmene,

u smislu rasta uvoza i pada izvoza, kao i značajna nominalna depresijacija dinara, u znatnoj meri su neutralisali negativne efekte usporavanja privredne aktivnosti na nivo prihoda od ovog poreskog oblika. S druge strane, desezonirani prihodi od carina u Q1 realno su opali za 4,3% u odnosu na prethodni kvartal, što u uslovima rastućeg uvoza može predstavljati posledicu dalje sukcesivne liberalizacije spoljne trgovine sa zemljama EU, u skladu sa odredbama Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju, kojim je propisano postepeno smanjenje carinskih stopa početkom svake godine. Realni desezonirani prihodi od akciza ostvareni u Q1 veći su za 0,9% u odnosu na prethodni kvartal, pre svega usled redovne godišnje indeksacije akciza, izvršene u januaru, ali i činjenice da je zbog deo obaveze za akcize za drugu polovinu decembra 2011. izmiren početkom januara 2012. budući da je poslednji dan decembra bio u vreme vikenda. Sporiji rast prihoda od akciza jednim delom je posledica relativno značajne utaje poreza, pri prodaji dizel goriva, koja je ostavriatna na taj načina što je dizel gorivo prodavano kao lož ulje, koje olsobodjeno akciza. U medjувremenu Vlade je donela prodise koji bi trabali da spreča ovaj kanalna utaje poreza.

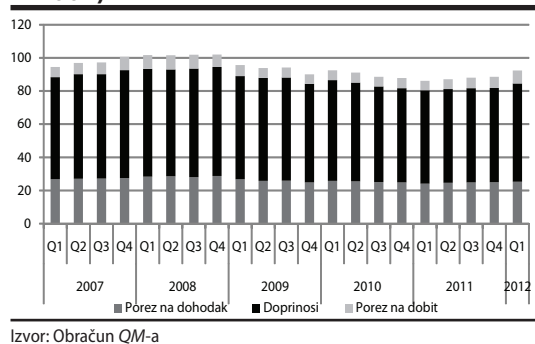
**...dok prihodi od poreza na faktore proizvodnje snažno rastu**

U Q1 zabeležen je umeren rast prihoda od poreza na faktore proizvodnje. Tako su realni desezonirani prihodi od doprinosa za socijalno osiguranje porasli za 4%, a prihodi od poreza na dohodak građana za 1,1%, u odnosu na Q4 2011. godine, a rast je zabeležen i u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Rast prihoda od poreza na dohodak i doprinosa predstavlja posledicu rasta mase zarada, do kojeg je došlo, pre svega usled povećanja prosečne zarade zabeležene u Q1 (usled jednokratnih isplata izvršenih zaposlenima u pojedinim delovima javnog sektora - jubilarne nagrade isplaćene zaposlenima u obrazovanju i kulturi, ali i blagog povećanja broja zaposlenih u javnom sektoru, indirektno povećanje zarada u MUP-u). Međutim, budući da je rast prihoda od doprinosa relativno visok, procenjuje se da on predstavlja posledicu i povećanja napora u po-

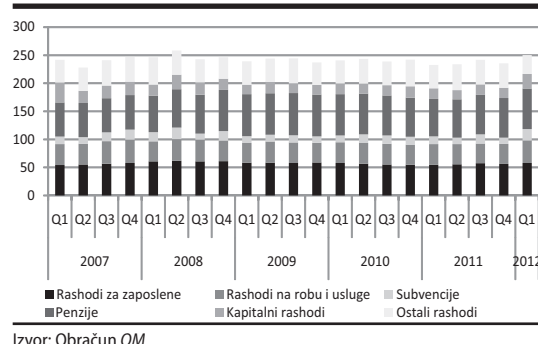
gledu naplate javnih prihoda od strane Poreske uprave, koji su u znatnoj meri fokusirani upravo na naplatu doprinosa (npr. objavljivanje spiska najvećih poreskih dužnika i sl.), kao i masovnija blokada računa poreskih dužnika.

U Q1 je takođe zabeležen i veoma snažan rast realnih desezoniranih prihoda od poreza na dobit pravnih lica, od čak 16% u odnosu na prethodni kvartal. Snažan rast prihoda od poreza na dobit predstavlja posledicu plaćanja poreza na kapitalnu dobit ostvarenu po osnovu prodaje trgovinskog lanca Maksi belgijskom Delezu, koji je dospelo za plaćanje u martu 2012, kao i činjenici da su neka od velikih javnih preduzeća i preduzeća čiji je država suvlasnik (kao što su EPS i NIS) u 2011. godini ostvarila relativno veliku dobit, na koju je porez plaćen takođe u martu 2012. godine.

**Grafikon T6-7. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na potrošnju u mlrd. RSD (u cenama iz 2007)**



**Grafikon T 6-8. Srbija: Kretanje konsolidovanih desezoniranih javnih rashoda u mlrd. RSD (u stalnim cenama iz 2007.)**



Nakon značajnog pada, ostvarenog u Q4 2011, realni desezonirani neporeski i ostali poreski prihodi su u Q1 2012. zabeležili blagi pad.

#### **Javni rashodi u Q1 snažno rastu**

Realni desezonirani rashodi konsolidovanog sektora države u Q1 2012. porasli su za 6,3% u odnosu na prethodni kvartal, pri čemu je rast zabeležen kod gotovo svih tekućih, kao i kod kapitalnih rashoda. Posmatrano u odnosu na isti period prethodne godine, konsolidovani javni rashodi su u Q1 2012. realno porasli za 10%.

#### **Najviše rastu rashodi za subvencije, za otplatu kamata, za nabavku roba i usluga, i kapitalni rashodi**

Najizraženiji rast u Q1 zabeležen je kod rashoda za subvencije, za otplatu kamata, za nabavku roba i usluga i kod kapitalnih rashoda. Realni desezonirani rashodi za subvencije veći su u Q1 za oko 81% u odnosu na prethodni kvartal, dok su rashodi za nabavku roba i usluga porasli za 12,9%. Kretanje rashoda za subvencije u prethodnom periodu ukazuje na njihovu izraženu volatilitnost. Procenjuje se da znatan deo rasta rashoda na subvencije ostvarenog u Q1 2012. predstavlja posledicu ubrzanja realizacije isplata po ovom osnovu u predizbornom periodu, naročito iz sopstvenih prihoda vanbudžetskih fondova.

Desezonirani rashodi na otplatu kamata u Q1 su porasli za 17,1% u odnosu na prethodni kvartal. Procenjuje se da rast rashoda na otplatu kamata predstavlja posledicu dospevanja za otplatu dela kamata na prethodno emitovane trezorske zapise i na druge instrumente zaduživanja države, te nominalne depresijacije dinara, budući da je najveći deo javnog duga Srbije nominiran u stranim valutama. S obzirom da nivo javnog duga Srbije permanentno raste, a da se novo zaduživanje vrši po višim kamatnim stopama nego što je prosečna kamatna stopa na postojeći dugi države, procenjuje se da će se trend rasta rashoda na otplatu kamata u narednom periodu nastaviti.

Kapitalni rashodi (realni desezonirani) porasli su u Q1 za čak 39,8% u odnosu na prethodni kvartal. Procenjuje se da je pomenuti snažan rast kapitalnih rashoda posledica odlaganja plaćanja po osnovu realizacije kapitalnih projekata, iz Q4 2011. godine u naredni kvartal. Iako je povećanje učešća kapitalni rashoda poželjno, neophodno je da obim i dinamika javnih investicija budu usklađeni sa potrebom održavanja fiskalnog deficita u zakonom propisanim okvirima. To znači

da je povećanje kapitalnih rashoda poželjno i opravdano tek nakon ostvarenja odgovarajućih ušteda na tekućim javnim rashodima, uz usmeravanje tih sredstava na finansiranje prioritarnih projekata.

### ...a umereno rastu i rashodu za zaposlene i penzije

Realni desezonirani rashodi za zaposlene u Q1 2012. porasli su za 3% u odnosu na Q4 prethodne godine. Rast rashoda za zaposlene predstavlja posledicu jednokratnih isplata jubilarnih nagrada zaposlenima u sektoru obrazovanja i kulture, blagog povećanja broja zaposlenih u javnoj administraciji (za oko dve hiljade), kao i povećanja zarada zaposlenih na lokalnom nivou i u pojedinim vanbudžetskim fondovima koji ostvaruju znatne iznose sopstvenih prihoda, te redovne indeksacije zarada zaposlenih u javnom sektoru izvršene u toku prethodnog kvartala. S druge strane, rast (realnih desezoniranih) rashoda za penzije, koji su u Q1 bili za 2,6% veći u odnosu na prethodni kvartal predstavlja posledicu daljeg rasta broja penzionera, kao i redovne indeksacije penzija u toku prethodnog kvartala. Naime, zarade zaposlenih u javnom sektoru i penzije su u oktobru 2011. povećane za 1,2%, u skladu sa pravilom o njihovoj indeksaciji, propisanim Zakonom o budžetskom sistemu. S obzirom da se isplata prvog dela zarada i penzija za tekući mesec vrši u narednom mesecu, to znači da su u Q4 2011. isplaćene uvećane plate i penzije za dva meseca, dok su sve tri isplate izvršene u Q1 2012. bile uvećane. Posledično, deo realnog rasta desezoniranih rashoda na zarade u javnom sektoru i penzije se dužuje i navedenoj dinamici isplata plata i penzija.

## Analiza kretanja javnog duga

### Javni dug Srbije na kraju Q1 2012. iznosio je 14,6 milijardi evra (oko 50% BDP-a)

Prema zvaničnim podacima Ministarstva finansija, na kraju Q1 2012. ukupan javni dug Srbije iznosio je 14,62 milijardi evra, što je za oko 150 miliona evra više nego na kraju 2011. Procenjuje se da je stanje javnog duga na kraju Q1 približno iznosu od 50% BDP. Rast javnog duga posledica je fiskalnog deficita ostvarenog u Q1, depresijacije dinara, ali i pada realnog BDP. Prirast javnog duga u Q1 znatno je manji od fiskalnog deficita ostvarenog u Q1, usled finansiranja dela fiskalnog deficita iz prethodno formiranih depozita države. Međutim, usled toga došlo je do znatnog smanjenja depozita države, koji su na kraju Q1 iznosili manje od 300 miliona evra, što je na donjoj granici neophodnog iznosa za obezbeđenje tekuće likvidnosti zemlje. Shodno tome, procenjuje se da će rast javnog duga u narednim kvartalima rasti brži nego u Q1, usled potrebe za finansiranjem deficita u tim periodima, ili povećanja stanja državnih depozita. Potreba za držanjem odgovarajućeg iznosa depozita na računu države kod NBS naročito je izražena u uslovima visoke nestabilnosti na finansijskim tržištima, kada postoji značajan rizik oscilacije stope uspešnosti realizacije emitovanih novih dužničkih hartija od vrednosti.

**Tabela T6-9. Srbija: Javni dug<sup>1</sup> 2000-2011.**

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra											
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	11,01	11,58	12,62	12,36	12,46
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,30	5,64	5,65	5,12	5,33
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	5,72	5,94	6,98	7,24	7,14
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	1,68	1,71	2,12	2,11	2,15
<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>12,70</b>	<b>13,29</b>	<b>14,74</b>	<b>14,47</b>	<b>14,62</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>39,8%</b>	<b>40,6%</b>	<b>44,4%</b>	<b>45,07%</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>44,1%</b>	<b>44,0%</b>	<b>47,1%</b>	<b>46,9%</b>	<b>50,0%</b>

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 u prethodna tri kvartala)

Izvor: Podaci Ministarstva finansija Republike Srbije i procena QM-a

### ...uočava se trend rasta garancija...

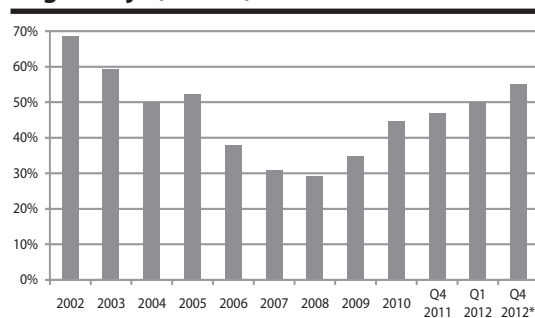
Uočava se da je u periodu od 2008. godine došlo do znatnog ubrzanja rasta indirektnih obaveza države, koje nastaju po osnovu izdatih garancija. Tako je od kraja 2008. do kraja Q1 2012. godine garantovani javni dug porastao za oko 1,2 mlrd. evra, tj. za oko 4% BDP. Ocenjuje se da postoji pozitivna veza između jačanja kontrole javnih finansija države u užem smislu (bez javnih

preduzeća) u prethodnih nekoliko godina i povećanja zaduživanja na indirektni način, izdavanjem garancija na pozajmice javnih preduzeća. Budući da je reč o kategoriji koja uvećava ukupan nivo potencijalnih obaveza zemlje, procenjuje se da je neophodno unaprediti mehanizam izdavanja garancija, u smislu ograničenja njihovog izdavanja na pozajmice za finansiranje prioritarnih projekata, pri čemu bi se ograničio i maksimalan iznos garancija koje država može godišnje da izda, na oko 0,6% BDP godišnje. Takođe je neophodno unaprediti mehanizam odabira projekata za čiju realizaciju se garancije odobravaju, kako bi se osiguralo da se biraju oni projekti koji su po svojoj prirodi zaista prioritarni i koji će imati najveće pozitivne efekte na ekonomski rast i društveni razvoj zemlje.<sup>2</sup> Osim toga, uključivanje obaveza po osnovu izdatih garancija od strane države u stanje javnog duga jeste u skladu sa uporedivom metodologijom koja se primenjuje u zemljama EU, ali se u tim zemljama uključivanje garantovanog duga u stanje javnog duga ne vrši u celini, već se za svaku pojedinačnu garanciju procenjuje rizik (verovatnoća) njenog aktiviranja, pa se na osnovu toga odgovarajući deo tih potencijalnih obaveza uključuje u stanje javnog duga. S tim u vezi, preporučuje se primena takve prakse i u evidentiranju javnog duga Srbije. Procenjuje se da bi se primenom takve prakse ukupan iznos javnog duga Srbije blago smanjio, budući da se određeni deo indirektnih obaveza odnosi na garancije date za zaduživanje preduzeća koja su u prethodnom periodu redovno, iz sopstvenih sredstava finansirala obaveze po uzetim kreditima (npr. EPS).

**Troškovi otplate kamata rastu, što negativno utiče na održivost javnog duga**

Snažna nominalna i realna depresijacija dinara u odnosu na evro takođe je uticala na relativno povećanje javnog duga (kao % BDP) u Q1, budući da je najveći deo javnog duga Srbije (preko 80%) devizni, a da se BDP ostvaruje u dinarima. Depresijacija dinara je uticala ne samo na nivo zaduženosti, već i na troškove otplate javnog duga, uključujući i troškove kamata. Iako ne postoje zvanični podaci o visini prosečne kamatne stope na javni dug Srbije, procene implicitnih kamatnih stopa (odnos troškova otplate kamata i stanja javnog duga) pokazuju da troškovi kamata na javni dug u Srbiji rastu, sa ispod 2% u 2008. na preko 3,5% u 2012. godini, a njihov rast se očekuje i u narednom periodu. Rast troškova otplate kamata posledica je pre svega rasta nivoa zaduženosti zemlje, promene strukture javnog duga, kao i depresijacija dinara u odnosu na evro i druge valute.

**Grafikon T 6-10. Srbija: Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)**

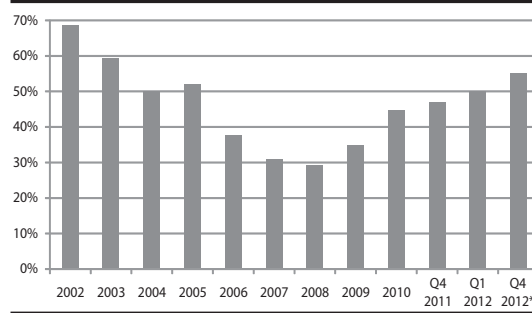


Izvor: QM (\*za Q4 2012 - procena QM)

Rast troškova otplate kamata ukazuje na smanjenje poverenja investitora u solventnost države i može ugroziti održivost javnog duga, čak i u slučaju kada se kamata na veći deo duga (oko 70%) plaća po fiksnim kamatnim stopama. Naime, u ukupnom javnom dugu Srbije, smanjuje se učešće duga koji nosi niske kamatne stope (stara devizna štednja, krediti Svetske banke odobreni pod IDA uslovima, i sl.), a povećava se učešće novog duga koji je uzet po relativno visokim kamatnim stopama. Dalji rast nepoverenja investitora u solventnost države dovelo bi do značajnijeg rasta kamatnih stopa na novo zaduživanje, što bi učinilo da troškovi otplate kamata i dalje rastu. U uslovima kada troškovi otplate kamata (iskazani kao % BDP) pređu stopu rasta BDP, to dovodi do neodrživog rasta odnosa javnog duga i BDP. Shodno tome, za obuzdavanje troškova otplate kamata i obaranje implicitne kamatne stope na javni dug zemlje, ispod stope rasta BDP, neophodno je sprovođenje kredibilnog plana fiskalne konsolidacije, koji bi obezbedio drastično smanjenje fiskalnog deficita zemlje već u relativno kratkom vremenskom periodu.

<sup>2</sup> Vidi: Predlog mera fiskalne konsolidacije 2012-2016. godina, Fiskalni savet Republike Srbije, Beograd, 2012. godina.

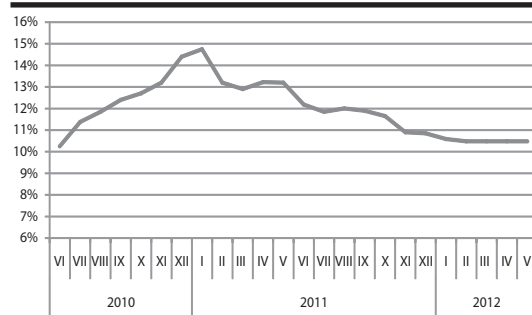
**T 6-11. Srbija: Visina implicitnih kamatnih stopa na javni dug**



Izvor: Predlog mera fiskalne konsolidacije 2012-2016. godine, Fiskalni savet Republike Srbije, Beograd, 2012

zapisa nominiranih devizama utiče pre svega rizik zemlje, dok u slučaju trezorskih zapisa nominiranih u dinarima utiči i rizik zemlje, ali i kursni rizik.

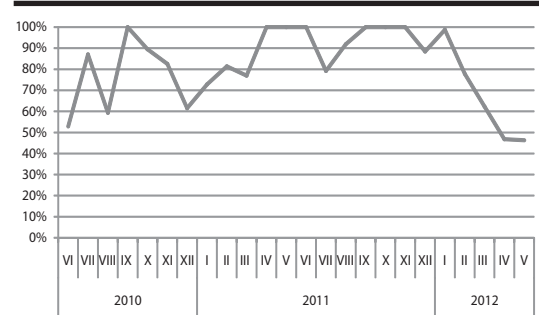
**Grafikon T 6-12. Srbija: Kamatna stopa na šestomesečne dinarske trezorske zapise**



Izvor: QM

Konstantan i brz rast nivoa javnog duga, u odsustvu kredibilnog plana za smanjenje fiskalnog deficita u relativno kratkom roku, u uslovima povećanje nestabilnosti na svetskim finansijskim tržištima, dovodi do sve težeg obezbeđenja novih pozajmica za finansiranje fiskalnog deficita Srbije, kao i do pogoršanja uslova (povećanja realnih kamatnih stopa) po kojima se zemlja zadužuje. To pokazuju i podaci o kretanju uspešnosti realizacije emitovanih šestomesečnih trezorskih zapisa Republike Srbije, kao i o kamatnoj stopi koju ti zapisi nose. Na visinu kamatne stope i stepen uspešnosti trezorskih

**Grafikon T 6-13. Srbija: Stopa uspešnosti šestomesečnih dinarskih trezorskih zapisa**



Izvor: QM

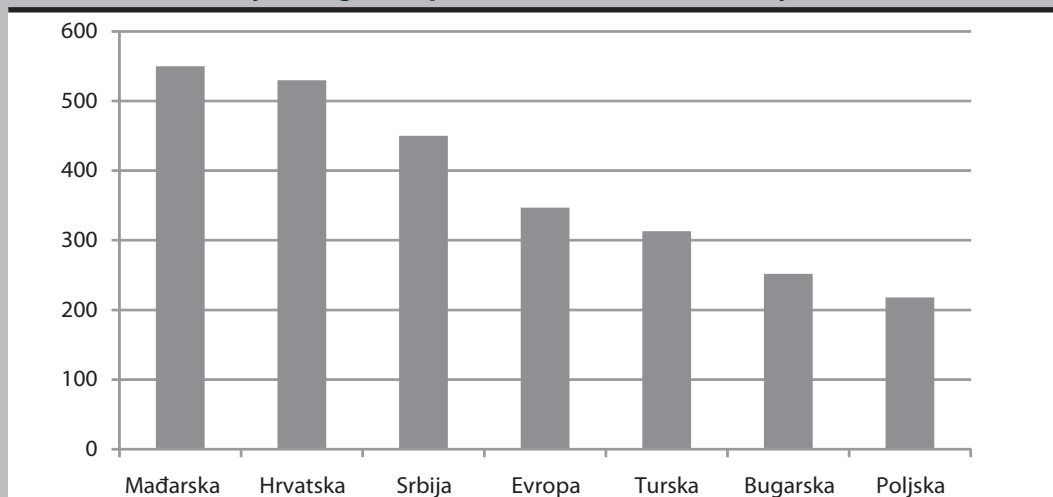
Uočava se da je u Q1 došlo do pada stope uspešnosti emisije dinarskih trezorskih zapisa (odnos prodatih i emitovanih zapisa), što predstavlja posledicu dejstva nekoliko faktora, od kojih su najznačajniji zamrzavanje aranžmana sa MMF-om, relativno visok fiskalni deficit ostvaren u Q1, neizvesnost u pogledu fiskalne politike koja će se u narednom periodu voditi, izazvane političkim (predizbornim) ciklusom, te posledična volatilnost deviznog kursa. O značaju uticaja kursnog rizika govori i podataka da je istovremeno stopa uspešnosti realizacije trezorskih zapisa nominiranih u evrima i dalje zadovoljavajuća. Takođe se uočava da je nakon oštrog pada stope uspešnosti (kod dinarskih trezorskih zapisa) u periodu od januara do marta, u aprilu i početkom maja 2012. došlo do određene stabilizacije. S druge strane, nakon rasta prosečne kamatne stope u Q4 2011, izazvane pre svega šokovima na svetskim finansijskim tržištima usled krize javnog duga u Evropi, kamatna stopa na šestomesečne zapise u Q1 je bila stabilna – ali je njena realna vrednost vrlo visoka s obzirom da je stopa inflacije u prvom kvartalu bila niska. Ocenjuje se da u Q1 nije došlo do značajnijeg rasta kamatne stope, zbog činjenice da su negativna očekivanja izazvana zamrzavanjem aranžmana sa MMF-om, u znatnoj meri kompenzovana pozitivnim očekivanjima usled dobijanja statusa kandidata za članstvo u EU u martu 2012. godine. Međutim, i pored stabilnosti kamatne stope, opadanje stope uspešnosti realizacije trezorskih zapisa nominiranih u dinarima, ukazuje na postojanje rizika nastanka krize likvidnosti zemlje, ali i relativno velike neizvesnosti u pogledu kretanja deviznog kursa. Naime, budući da se znatan deo javnog duga Srbije odnosi na emitovane trezorske zapise sa relativno kratkim rokom dospeća, neuspeh daljih emisija zapisa bi znatno otežao servisiranje obaveza države po prethodno emitovanim zapisima, što bi moglo da izazove negativne psihološke reakcije na tržištu. Stoga je izbegavanje takvog scenarija još jedan od razloga za brzo sprovođenje plana temeljne fiskalne konsolidacije. Scenario krize likvidnosti u kratkom roku bi se mogao izbeći većim oslanjanjem na emisiju trezorskih zapisa nominiranih u evrima, ali bi to istovremeno negativno uticalo na dugoročnu održivost javnog duga zemlje, budući da bi kursni rizik postao još izraženiji, zbog povećanja učešća deviznog duga u ukupnom javnom dugu zemlje.



### Okvir 1. Ocena nivoa rizika ulaganja u državne obveznice Srbije i zemalja JIE

Povećanje nivoa zaduženosti zemlje dovodi do pogoršanja uslova zaduživanja, tj. rasta kamatne stope, izazvane povećanom percepcijom rizika. S tim u vezi, investiciona banka JP Morgan razvila je EMB Indeks (eng. *Emerging Markets Bonds Index*), koji predstavlja pokazatelj stope prinosa na državne evroobveznice (i druge instrumente zaduživanja države, nominirane u stranoj valuti), i smatra se aproksimativnim indikatorom rizika investiranja u obveznice pojedinih država. Smatra se da je rizik zemlje veći, što je vrednost ovog indeksa veća.

**Grafikon T 6-14. Srbija i druge evropske države: EMB Indeks (kraj Q1 2012)**



Izvor: QM, na osnovu podataka preuzetih sa sajta [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info)

Vrednost EMB Indeksa za Srbiju na kraju Q1 2012. godine iznosila je oko 450 baznih poena, što je za oko 60 baznih poena manje u odnosu na kraj 2011. godine. U poređenju sa drugim državama EMB indeks za Srbiju je niži nego u slučaju Mađarske i Hrvatske, a viši u odnosu na Tursku, Bugarsku i Poljsku, kao i u odnosu na prosek za Evropu. Kretanje i stanje ovog indeksa ukazuje da i dalje postoji umereno poverenje od strane institucionalnih investitora u hartije od vrednosti emitovane od strane Republike Srbije. Međutim, bez sprovođenja odgovarajućih mera snažne fiskalne konsolidacije, očekuje se rast ovog indeksa u budućnosti, te rast kamatnih stopa po kojima se država zadužuje. S druge strane, u slučaju sprovođenja kredibilnog plana fiskalne konsolidacije, koji bi doveo do znatnog smanjenja fiskalnog deficita za očekivati je da bi se rizik zemlje smanjivao, tako da bi vrednost ovog indeksa mogla dostići vrednost koju ostvaruje Bugarska, što bi nove pozajmice učinilo znatnoj jeftinijim.

## Prilozi

P-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	Q1	Q4/Q1
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>3,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>-15,4</b>
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-1,5	-2,9	-6,7	-3,8	-3,7	-4,4	1,7	-15,0
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-2,5	-3,1	-6,5	-4,3	-2,3	-4,1	1,9	-12,5
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-3,9	-7,2	-3,5	-1,1	0,1	-2,9	4,6	-16,1
Porez na dobit	18,5	-27,0	-3,6	9,2	1,5	4,8	-3,7	3,9	51,5	173,5
PDV	2,5	-10,2	-0,7	-2,7	-7,9	-6,5	1,3	-4,0	-4,0	-17,4
Akcize	0,7	11,6	4,2	13,7	0,7	-0,9	-4,9	0,6	-5,7	-29,7
Carine	1,8	-32,4	-14,9	-15,9	-24,4	-23,1	-21,6	-21,5	-18,6	-28,2
Doprinosi	4,3	-7,0	-6,5	-7,8	-5,3	-2,2	-0,6	-3,9	4,8	-11,1
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	14,5	-7,4	-22,1	-11,5	-17,9	-15,2	-9,6	-16,2
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	5,8	-1,0	-8,1	-0,5	-11,2	-6,1	0,0	-30,8
2. Kapitalni prihodi	-76,8	-41,4	-66,8	3330,6	47,9	746,3	1236,4	468,2	124,1	-44,1
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>4,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,9</b>	<b>1,1</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>10,0</b>	<b>-11,7</b>
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-2,2	-3,5	-5,2	0,0	-3,4	-3,1	7,9	-8,3
Rashodi za zaposlene	10,9	-6,0	-5,9	-6,9	-1,4	5,5	1,0	-0,4	6,6	-6,8
Kupovina roba i usluga	-5,7	-5,7	-0,3	-0,7	-3,6	-6,5	-4,7	-4,3	9,6	-25,4
Otplata kamata	-2,8	-5,7	-0,3	9,9	27,4	22,8	10,5	17,4	48,1	30,7
Subvencije	-13,3	19,0	40,6	19,2	-26,1	15,3	-24,1	-7,4	42,6	3,8
Socijalni transferi	10,1	-26,0	13,9	-8,2	-8,2	-4,2	-2,8	-5,8	3,3	-6,9
od čega: penzije <sup>5)</sup>	9,5	2,2	-3,9	-9,8	-5,0	-2,0	1,2	-3,9	8,4	0,3
Ostali tekuci rashodi	14,9	6,7	-6,1	106,6	21,5	-2,8	2,8	23,9	-17,3	-0,5
2. Kapitalni rashodi	-4,3	-6,7	-11,8	6,3	1,4	13,9	-19,8	-5,3	48,3	-40,8
<b>III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>12,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>35,2</b>	<b>6,3</b>	<b>35,7</b>	<b>-49,7</b>	<b>-58,4</b>	<b>-25,6</b>	<b>-18,6</b>	<b>-1,6</b>
<b>IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)</b>	<b>4,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>9,5</b>	<b>-11,6</b>

Izvor: Tabela P-6 u Analičkom prilogu.

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

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

3) Doprinosi umanjeno 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.

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

	2008	2009	2010	2011				2012	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>1.145,9</b>	<b>1.146,5</b>	<b>1.223,4</b>	<b>293,6</b>	<b>311,3</b>	<b>331,3</b>	<b>366,3</b>	<b>1.302,5</b>	<b>312,6</b>
1. Tekući prihodi	1.143,1	1.139,2	1.215,7	292,9	310,5	330,7	363,8	1.297,9	311,7
Poreski prihodi	1.000,4	1.000,3	1.056,5	259,1	272,0	286,8	313,1	1.131,0	276,3
Porez na dohodak	136,5	133,5	139,1	32,7	37,9	37,9	42,3	150,8	35,8
Porez na dobit	39,0	31,2	32,6	14,4	7,5	7,6	8,3	37,8	22,9
PDV	301,7	296,9	319,4	79,3	80,9	86,6	95,7	342,4	79,7
Akcize	110,1	134,8	152,2	35,1	40,2	46,9	48,8	170,9	34,6
Carine	64,8	48,0	44,3	9,0	9,5	9,7	10,6	38,8	7,7
Doprinosi	312,7	318,8	323,0	78,3	85,6	86,9	95,9	346,6	85,9
Ostali poreski prihodi	35,6	37,1	46,0	10,2	10,5	11,4	11,5	43,5	9,7
Neporeski prihodi	142,7	138,8	159,2	33,8	38,5	43,9	50,7	166,9	35,4
2. Kapitalni prihodi	1,4	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	2,0	0,6
	0,0								
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>-1.195,7</b>	<b>-1.248</b>	<b>-1.329,9</b>	<b>-314,4</b>	<b>-343,9</b>	<b>-371,0</b>	<b>-406,7</b>	<b>-1.435,9</b>	<b>-362,1</b>
1. Tekući rashodi	-1.089,6	-1.155	-1.224,8	-298,1	-323,9	-338,4	-364,4	-1.324,8	-336,8
Rashodi za zaposlene	-293,2	-302,0	-308,1	-76,7	-85,3	-89,6	-91,0	-342,5	-85,5
Kupovina roba i usluga	-181,2	-187,4	-202,5	-44,7	-52,6	-51,0	-68,1	-216,3	-51,3
Otplata kamata	-17,2	-187,4	-34,2	-9,9	-12,1	-11,1	-11,7	-44,8	-15,4
Subvencije	-77,8	-22,4	-77,9	-15,1	-15,4	-28,4	-21,5	-80,5	-22,6
Socijalni transferi	-496,8	-63,1	-579,2	-142,6	-150,4	-151,7	-164,2	-609,0	-154,2
od čega: penzije <sup>5)</sup>	-331,0	-556,4	-394,0	-99,2	-105,4	-107,0	-111,2	-422,8	-112,5
Ostali tekuci rashodi	-23,5	-387,3	-22,9	-9,1	-8,2	-6,6	-7,8	-31,7	-7,9
2. Kapitalni rashodi <sup>6)</sup>	-106,0	-24,0	-105,1	-16,3	-19,9	-32,6	-42,3	-111,1	-25,3
	0								
<b>III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>-19,1</b>	<b>-20</b>	<b>-29,9</b>	<b>-5,5</b>	<b>-9,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-24,9</b>	<b>-4,7</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>-319,9</b>	<b>-353,8</b>	<b>-375,7</b>	<b>-411,4</b>	<b>-1.460,8</b>	<b>-366,8</b>

Izvor: Tabela P-6 u Analičkom prilogu.

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

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

3) Doprinosi umanjeno 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.