

## 2. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost u Q3 je bila u padu od oko 2,2% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. U odnosu na Q2 desezonirani BDP je u Q3 smanjen za oko 1,6%. Na ovako loše rezultate privredne aktivnosti znatno je uticala suša i posledični pad poljoprivrede koji je u Q3 bio veći od 20%, ali naša analiza ukazuje da se i preostala privredna aktivnost (bez poljoprivrede) smanjuje. Ovaj podatak je donekle iznenađujući uzimajući u obzir da je fiskalni stimulans u prvoj polovini 2012. godine bio neuobičajeno visok – deficit države je premašio 7% BDP-a – što izgleda da nije dovelo do značajnijeg i trajnijeg uticaja na privrednu aktivnost. Za razliku od privredne aktivnosti, tokom 2012. uticaj prekomerne državne potrošnje na ubrzanje inflacije i povećanje tekućeg deficita bio je mnogo uočljiviji. Stoga još jednom ističemo stav QM-a da je optimalan način za privredni oporavak u Srbiji rast neto izvoza i investicija, a da održivo pokretanje posustale proizvodnje povećanim državnim trošenjem nije moguće čak i kad bi za takvo trošenje postojala neograničena sredstva. Jedan od važnijih činioca koji može da pospeši izvoz i doprinese poželjnom rastu privrede – kurs dinara – u većem delu godine bio je podsticajan za rast neto izvoza i na to ukazuje smanjenje vrednosti evro-JTR. Nedugo zatim (u Q4) je međutim došlo do vrlo snažne realne apresijacije dinara, što smatramo nepoželjnim iz ugla privrednog rasta. U 2013. godini očekujemo rast privrede od oko 1,5%, pre svega zbog očekivanog oporavka poljoprivredne proizvodnje i rasta izvoza kompanije Fiat automobili Srbija. Ostatak privrede će u 2013. biti najverovatnije u blagom padu zbog očekivanog smanjenja domaće tražnje.

### Bruto domaći proizvod

**Međugodišnji pad BDP-a u Q3 od oko 2,2%...**

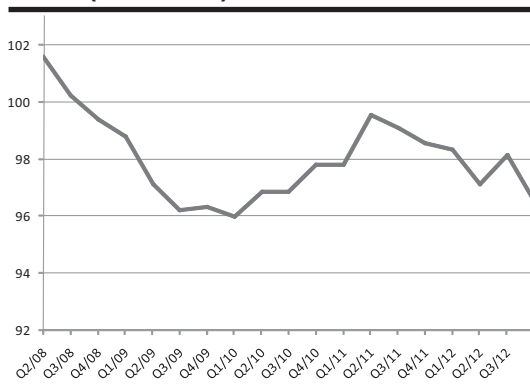
**... a u odnosu na Q2 od 1,6%**

Prema preliminarnoj proceni RZS-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti, realni međugodišnji pad BDP-a u Q3 iznosio je oko 2,2%. Realni pad od 2,2% predstavlja znatno produbljanje međugodišnjeg pada privredne aktivnosti u odnosu na Q2 kada je pad BDP-a iznosio svega 0,8% i ukazuje na nastavak recisionih tendencija domaće privrede.

U Grafikonu T2-1 prikazani su desezonirani indeksi rasta BDP-a. Vidi se da je, nakon kratkotrajnog oporavka u Q2, u Q3 došlo do ponovnog pada privredne aktivnosti. To ujedno potvrđuje našu ocenu iz prethodnog izdanja QM-a da je uzlet privredne aktivnosti u Q2 najverovatnije kratkog daha. Tada smo naime pokazali da je započeti oporavak u Q2 počivao pre svega na visokoj državnoj i, nešto manje, privatnoj potrošnji i zbog toga smo sumnjali u njegovu održivost. Sumnju u održivost uočenog oporavka smo zasnivali ne samo na tome što se ovakav rast ne može u nedogled finansirati zaduživanjem države (javni dug će verovatno premašiti 60% BDP-a već na kraju 2012. godine), već i zato što na „nezdrav“ model oporavka brzo reaguju povećanje inflacije i tekućeg deficita. Podaci za Q3 su dakle, najvećim delom potvrdili naša očekivanja.

**Privredna aktivnost se približila svojoj najnižoj vrednosti iz 2009. godine**

**Grafikon T2-1. Srbija: Desezonirani rast BDP-a (2008=100)**



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

U Grafikonu T2-1 takođe uočavamo i to da putanja desezoniranog BDP-a sve više počinje da podseća na slovo *W* odnosno da kriza koja je u Srbiji započela još na jesen 2008. godine ima „duplo dno“. Preliminarni podaci za Q3 pokazuju da je vrednost BDP-a u tom kvartalu bila svega 0,6% veća od svoje najniže vrednosti iz Q1 2010. godine (Grafikon T2-1), odnosno da je vrednost BDP-a ponovo gotovo dotakla svoje dno iz prvog naleta krize. Naša analiza ukazuje da će nivo privredne aktivnosti iz prvog kvartala 2008. godine (vraćanje na nivo pre izbivanja krize), pod optimističnim pretpostavkama, moći da se dostigne tek u 2014. godini – šest godina od izbivanja krize.

## 2. Privredna aktivnost

**Poljoprivreda najviše doprinosi padu privredne aktivnosti u Q3**

Jedan od najbitnijih činilaca koji je doveo do pada privredne aktivnosti u Q3, ali i u čitavoj 2012. godini je pad poljoprivredne proizvodnje. Ovogodišnja suša je bila izuzetno velikih razmera i posebno je uticala na prinos ratarskih kultura koje sazrevaju u leto i jesen. Zbog toga u Q3 očekujemo pad poljoprivredne aktivnosti od preko 20%, a ukupni pad poljoprivrede u 2012. godini od oko 20%. Kada bismo isključili poljoprivredu iz privredne aktivnosti onda bismo mogli da kažemo da privreda, uz određenu volatilitnost (desezonirani pad u Q1, rast u Q2, pa opet pad u Q3), približno stagnira u 2012. godini.

**Izgleda da visoka državna potrošnja nije imala značajniji uticaj na privrednu aktivnost**

Desezonirani pad privredne aktivnosti u Q3 u odnosu na Q2 (i kada isključimo poljoprivredu) nam ukazuje da prekomerna državna potrošnja iz prve polovine godine nije ostavila značajniji i trajniji uticaj na privredni rast<sup>1</sup>. Naime, visoka državna potrošnja jeste najverovatnije doprinela jednokratnom usponu privrede u Q2 (što se može jasno videti i na Grafikonu 1), ali je u isto vreme doprinela i visokom rastu inflacije i tekućeg deficita.<sup>2</sup> To je onda brzo počelo autonomno da utiče na smanjenje privredne aktivnosti, pa bi do uočenog usporavanja privrede u Q3 najverovatnije došlo čak i da je država nastavila sa nepromenjenom potrošnjom iz prve polovine godine. U Q3, ili preciznije već od maja, je došlo i do oštrog kočenja državne potrošnje<sup>3</sup>. Analiza kretanja privredne aktivnosti – rast u Q2, pa znatan pad u Q3 – je značajna jer može da ukaže da se privreda Srbije vrlo brzo nakon fiskalnog impulsa vraća tamo gde bi verovatno približno bila i da nije ni bilo enormnog povećanja javnih rashoda. Sa druge strane, svi drugi problemi izazvani prekomernim trošenjem – između ostalog viši nivo javnog duga i fiskalnog deficita – nisu privremeni kao što je to bio uzlet privrede u Q2. Smatramo da bi i ovakvu vrstu nalaza morali da imaju u vidu nosioci ekonomske politike prilikom razmatranja mera državne potrošnje u cilju podsticanja privrede.

Rast BDP-a posmatran po *proizvodnom* principu prikazan je u Tabeli T2-2. U Tabeli je prikazan rast pojedinačnih sektora privrede zaključno s poslednjim zvaničnim podatkom koji se odnosi na Q2 2012. godine.<sup>4</sup> Relativno visok, i mogli bismo reći i uobičajen, realni rast je ostvario sektor informisanje i komunikacije, a sa nešto boljim rezultatima u Q2 su mu se pridružili i sektori prerađivačka industrija i saobraćaj. U daleko najvećem padu bila je poljoprivreda, dok je građevinarstvo, u skladu sa našim očekivanjima iznetim i u prethodnom izdanju *QM*-a, značajno usporilo i iz zone visokog međugodišnjeg rasta prešlo u stagnaciju. U Q3, za koji – po sektorima proizvodnje – još uvek ne postoje zvanični podaci, očekujemo znatne promene. Građevinarstvo će imati dubok međugodišnji pad, prerađivačka industrija će biti takođe u padu, a sa lošim rezultatima će im se pridružiti i trgovina koja je u Q2 samo privremeno prešla u pozitivnu zonu međugodišnjeg rasta.

**Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2008–2012<sup>1)</sup>**

	2008	2009	2010	2011	2011				2012		Učešće 2011
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Ukupno	103,8	96,5	101,0	101,6	102,9	102,4	100,7	100,5	97,5	99,2	100,0
Porezi minus subvencije	101,4	98,3	100,9	101,9	102,8	102,7	100,7	100,6	96,0	98,7	17,7
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	104,5	96,4	101,3	101,5	102,9	102,4	100,7	100,5	97,8	99,3	85,0
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	104,1	95,8	101,6	101,4	103,1	102,5	100,7	100,5	99,9	101,8	89,5 <sup>2)</sup>
Poljoprivreda	108,7	100,8	99,6	100,9	98,4	100,9	102,2	101,3	81,0	82,3	10,5 <sup>2)</sup>
Prerađivačka industrija	100,8	84,2	100,9	100,6	106,2	101,8	98,1	97,7	96,9	103,2	14,0 <sup>2)</sup>
Građevinarstvo	104,7	80,3	92,9	107,7	102,2	114,1	112,0	110,6	110,3	101,2	4,1 <sup>2)</sup>
Trgovina na veliko i malo	106,7	92,5	101,7	94,5	100,2	94,7	91,6	92,6	97,8	102,0	13,0 <sup>2)</sup>
Saobraćaj i skladištenje	97,4	90,0	108,2	103,1	108,8	103,0	102,3	98,9	94,8	104,2	5,4 <sup>2)</sup>
Informisanje i komunikacije	110,8	110,0	105,4	108,4	105,2	109,7	109,8	108,7	110,9	111,7	8,4 <sup>2)</sup>
Finansijske delatnosti i osiguranje	113,4	105,5	107,2	101,0	105,7	99,7	98,4	97,3	100,1	104,2	3,9 <sup>2)</sup>
Ostalo	103,7	101,6	100,8	102,0	102,8	103,2	100,7	101,4	99,2	98,3	40,6 <sup>2)</sup>

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine.

2) Učešće u BDV.

1 Uvek se može postaviti pitanje da li bi pad privrede u 2012. bio možda još dublji da nije bilo toliko velikog fiskalnog deficita u prvoj polovini godine. Kretanje BDP-a zemalja u regionu međutim ukazuje da privreda Srbije nema manji pad od drugih zemalja iako ima veći fiskalni deficit.

2 Visoka državna potrošnja nije jedini činilac koji je doveo do ubrzanja inflacije i povećanja spoljnog deficita u 2012, ali je svakako jedan od bitnijih.

3 Do ovog kočenja je došlo još u maju. Za više detalja v. odeljak 6 „Fiskalni tokovi i politika“ ovog izdanja *QM*-a.

4 Za pojedine sektore privrede: građevinarstvo, prerađivačku industriju, rudarstvo, proizvodnju električne energije, a donekle i za poljoprivredu, trgovinu i finansijske usluge, postoje indikatori kretanja i u Q3 2012. godine.

**U 2012. očekujemo pad BDP-a nešto manji od 2%**

Procene od kraja 2011. godine, koje je većina državnih institucija uključivala u svoje planove, su bile da će rast BDP-a u 2012. biti oko 1,5%. Umesto toga u 2012. će doći do pada proizvodnje od skoro 2% (naša analiza ukazuje na realni pad BDP-a u 2012. od oko 1,8%). Premda je za oko polovinu ovog odstupanja bila odgovorna loša poljoprivredna sezona, koju nije bilo moguće predvideti, smatramo da je ostatak odstupanja od prognoze posledica previše optimističnih očekivanja Vlade i NBS. Mi smo još krajem prethodne godine i početkom 2012. sumnjali u toliko visok rast privrede i dali nešto konzervativniju procenu kretanja BDP-a u 2012. godini sa rastom od oko 0%<sup>5</sup> – što se u osnovi i ostvarilo kada izuzmemo efekat suše na poljoprivrednu proizvodnju. Stoga smo i za narednu godinu odlučili da sprovedemo nezavisnu procenu mogućeg kretanja BDP-a i vidimo koliko se poklapa sa zvaničnim projekcijama koje sada predviđaju rast BDP-a u 2013. od 2 do 2,5%.

**U 2013. očekujemo rast privrede od oko 1,5%, mada ne isključujemo da on dostigne i planiranih 2%**

Procena QM-a je da će privredni rast u 2013. godini iznositi oko 1,5%. Realni rast BDP-a u narednoj godini će biti vođen rastom neto izvoza prvenstveno usled rasta izvoza kompanije Fijat automobili Srbija i oporavka poljoprivrede.<sup>6</sup> Samo ova dva činioca će doprineti rastu proizvodnje za oko 3 procentna poena u odnosu na 2012. godinu. Često se međutim u javnosti prilikom analize mogućih kretanja BDP-a u 2013. ističu samo ova dva činioca, a zapostavlja ocena kretanja ostatka privrede. Naša analiza ukazuje da će ostatak privrede biti u padu prvenstveno zbog očekivanog smanjivanja domaće tražnje u 2013. godini, ali i investicija, pa će privredni rast najverovatnije ipak biti niži i od 2% i iznositi oko 1,5%. Budući da postoji veliki broj još uvek nepredvidivih činilaca koji mogu uticati na veći rast privrede u 2013. godini – poput na primer uspešne privatizacije i ponovnog pokretanja proizvodnje Železare Smederevo – smatramo da je moguće da se ostvari i nešto veći rast od 1,5% i ispune planirani ciljevi Vlade. Međutim, privredni rast može biti lako i niži (recimo zbog recesije u evrozoni). Zbog toga ocenjujemo da je procena rasta privrede u 2013. godini od 1,5% izbalansirana iz ugla verovatnoće da rast bude viši, ali i niži od prognoze.

**U 2012. očekujemo rast neto izvoza od preko 10%**

Positivan uticaj na rast neto izvoza imaće poslovanje kompanije „FIAT automobili Srbija“, za koju očekujemo doprinos rastu neto izvoza u 2013. od oko 550 do 600 miliona evra. S druge strane, u narednoj godini očekujemo smanjenje izvoza poljoprivrednih, a možda i prehrambenih proizvoda, zbog izuzetno loše poljoprivredne sezone 2012. godine, posebno kultura koje dospevaju na jesen. Poslovanje „Železare Smederevo“ u 2013. je još uvek potpuno nepredvidivo, mada ističemo da je ova kompanija, iako veliki potencijalni izvoznik, u isto vreme i veliki uvoznik – zbog čega i njen doprinos neto izvozu nije toliko veliki u meri u kojoj to pokazuju samo podaci o izvozu. Izvoz preostale robe i usluga će se blago povećavati ukoliko se postepeno bude oporavljala privreda EU i zemalja iz okruženja. Uvoz će, s druge strane, imati nešto sporiji rast, što će prosteći i iz očekivanog smanjenja državne i privatne potrošnje u 2013. godini. Uzimajući sve navedeno u obzir, naša je procena da će neto izvoz u 2013. godini imati relativno visok rast od preko 10%. Izvoz bi u 2013. nesumnjivo bio dodatno povećan da jačanjem dinara u drugoj polovini 2012. godine nije gotovo poništen efekat realne depresijacije iz prve polovine godine.<sup>7</sup> Jačanje realne vrednosti dinara pogoršava cenovnu konkurentnost izvoza, dok uvozna roba postaje konkurentnija, pa na ovaj način jak dinar direktno utiče na slabljenje domaće proizvodnje. Budući da će ekonomski opravak u 2013, ali i u narednim godinama prvenstveno zavisiti od rasta neto izvoza, smatramo da je merama ekonomske politike potrebno sprečavati prekomerno jačanje dinara, a umerena depresijacija bi doprinela usmeravanju privrede ka izvozno orjentisanom modelu rasta.

**Predviđamo da će privatna i javna potrošnja imati realni pad u 2013. godini**

Javnu potrošnju smo projektovali na osnovu planiranog fiskalnog okvira za 2013. godinu koji podrazumeva oštro smanjenje deficita. Zbog toga očekujemo da javna potrošnja u 2013. ima realni pad od preko 5% – ili možda neznatno manji ako se restriktivni (svakako ekonomski opravdani) ciljevi Vlade ne ostvare u potpunosti. Za privatnu potrošnju predviđamo da će u 2013. imati pad od oko 2%, jer će se smanjivati izvori njenog finansiranja. Naime u 2013. očekujemo nastavak negativnih trendova na tržištu rada i smanjivanje realne mase zarada, dok će i realna masa

5 Za više detalja v. Osvrt 1 QM25-26 i odeljak 2 „Privredna aktivnost“ QM27

6 U sledećoj godini dovoljna je i prosečna poljoprivredna proizvodnja da poljoprivreda ostvari visok rast u odnosu na 2012. godinu.

7 Za više detalja v. odeljak 5 „Cene i devizni kurs“ ovog izdanja QM-a.

## 2. Privredna aktivnost

penzija da se smanji zbog planirane indeksacije penzija koja je znatno niža od inflacije. Takođe, pod svim pomenutim okolnostima ne očekujemo ni značajan porast potrošačkih kredita, dok će priliv doznaka iz inostranstva zbog prognozirane blage recesije u evrozoni verovatno biti na približno nepromenjenom nivou iz 2012. godine

**Investicije će verovatno biti na nižem ili nepromenjenom nivou iz 2012. godine uz određeni rast zaliha**

Prognozirani slab oporavak EU, usporena privredna i kreditna aktivnost u Srbiji i planirano realno smanjenje javnih kapitalnih rashoda u 2013. godini ne ukazuju na rast investicija u narednoj godini. Dodatnu potvrdu nepovoljnih trendova daje nam oštar pad građevinarstva u drugoj polovini 2012. godine. Ova ocena bi međutim mogla da se nešto promeni ukoliko dođe do uspešne privatizacije Železare Smederevo i tamo u 2013. započne novi investicioni ciklus. Sa druge strane u 2013. verovatan je određeni rast zaliha zbog očekivanih trendova poljoprivredne proizvodnje, jer će loša poljoprivredne sezona dovesti do privremenog smanjenja zaliha u 2012, ali i njihovog ponovnog rasta u 2013. godini ukoliko se ne ponovi suša, što smatramo verovatnim.

### Okvir 1: Uticaj povećanja inflacije na privrednu aktivnost u 2013. godini

Veća inflacija u 2013. od očekivane bi mogla da dodatno negativno utiče na privredni rast u odnosu na procenu koju smo izneli. U ovom Okviru objašnjavamo jedan od mehanizama kroz koji povećanje inflacije neposredno utiče na smanjenje privredne aktivnosti u 2013. godini kao i moguće razmere tog uticaja.

Struktura procenjenog privrednog rasta ukazuje na značajno realno smanjenje javne i privatne potrošnje u 2013. godini za šta je najodgovornija visoka prosečna inflacija koja je već izvesna u narednoj godini. Naime, daleko najveći deo državne, a dobar deo i privatne potrošnje su u 2013. praktično definisani u nominalnom iznosu<sup>1</sup>, tako da sa visokom inflacijom dolazi do njihovog realnog smanjivanja i samim tim i smanjivanja domaće tražnje. Nas je zanimalo i šta će da se desi ukoliko se ne ostvare planirani ciljevi i prosečni rast cena u 2013. bude još veći od planiranog.<sup>2</sup> Procenili smo i da to dodatno povećanje množe da iznosi 1 do 2 p.p. (prosečna inflacija oko 11,5% umesto očekivanih oko 10%)

Doprinos komponente državne potrošnje (G) ostvarenom rastu BDP-a s povećanjem inflacije za 1 p.p. bi bio niži za oko 0,15 procentnih poena. Za nešto veći iznos (oko 0,3 p.p.) bi se realno umanjio i doprinos privatne potrošnje (C) rastu privrede. Ipak ova smanjenja potrošnje se ne mogu posmatrati odvojeno od drugih komponenti BDP-a. Naime realno smanjenje privatne i javne potrošnje bi se neposredno odrazilo na smanjenje uvoza i poboljšanje komponente neto izvoza (X-M). U ukupnom zbiru svih ovih efekata nesumnjivo je da će moguće povećanje inflacije u 2013. godini uticati na određeno smanjenje BDP-a. Procenjujemo da bi ovaj efekat, u zavisnosti od toga kolika će u narednoj godini biti prosečna inflacija, mogao da utiče na smanjenje BDP-a u 2013. godini – za ne više od 0,2 do 0,3 p.p BDP-a. Realna depresijacija dinara bi mogla da ublaži ovaj efekat, podstičući privredu da se u uslovima smanjene domaće tražnje okrene izvozu.

<sup>1</sup> Neki državni rashodi (plate, penzije, socijalna davanja) se po pravilu indeksiraju sa inflacijom, ali je 2013. i po tome specifična što je planirana indeksacija plata i penzija u aprilu u nominalnom iznosu – nezavisno od kretanja inflacije.

<sup>2</sup> Za našu analizu je relevantna prosečna inflacija koja će zaista najverovatnije premašiti plan u 2013. godini – sve i da se ostvari cilj NBS o inflaciji od januara do decembra 2013. od 5,5%, jer je došlo do ubrzanja inflacije krajem 2012. godine

### Jedinični troškovi rada u dinarima se blago smanjuju

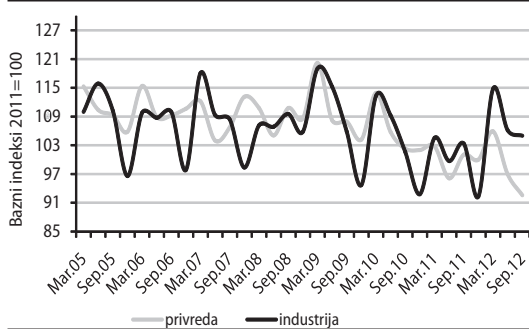
Jedinični troškovi rada<sup>8</sup> (JTR), mereni u dinarima, u Q3 beleže blagi pad u odnosu na prethodni kvartal, što znači da se smanjuje učešće troškova radne snage u ostvarenoj dodatoj vrednosti (Grafikon T2-3) i ovo je u osnovi povoljan trend. Međutim u slučaju Q3 JTR su u padu brzeg pada zaposlenosti od pada proizvodnje, što nikako ne možemo da podrazumevamo pod povoljne trendove. Podaci iz 2012. ukazuju i na donekle neusaglašene trendove kretanja JTR privrede (iz koje je isključena poljoprivreda) i industrije. To je posledica činjenice da je industrijska proizvodnja u 2012. u većem padu od ostatka privrede, a da to još uvek nije ispraćeno srazmernim smanjivanjem zaposlenosti.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Jedinične troškove rada u dinarima računamo za privredu (bez sektora Poljoprivreda i sektora Država) i industriju.

<sup>9</sup> Primer za ovo može biti poslovanje kompanije Železara Smederevo u 2012. godini koja je praktično zaustavila proizvodnju, a nije otpuštala zaposlene što onda povećava JTR.

**Kretanje evro-JTR ukazuje na znatno poboljšanje cenovne konkurentnosti u Q2 i Q3...**

**Grafikon T2-3. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi i industriji, 2005–2012**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

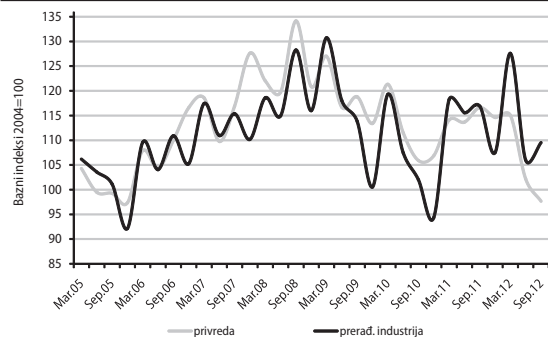
Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR), ukazuju na međunarodnu cenovnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatu vrednost. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, (koja proizvodi daleko najveći deo razmenjivih proizvoda) i za ukupnu privredu,<sup>10</sup> što je prikazano u Grafikonu T2-4. Kao repernu godinu u odnosu na koju posmatramo promenu evro-JTR koristimo 2005, zbog toga što je te godine započeo trend značajnog gubitka cenovne konkurentnosti domaće privrede, usled snažne apresijacije dinara, koji se završio sa eskalacijom ekonomske krize u Srbiji kada je i dinar depresirao.

U Grafikonu uočavamo da su evro JTR u privredi opali u Q3 u odnosu na Q2, ali da su nešto povećani u prerađivačkoj industriji. Smatramo ipak da je vrednost evro-JTR prerađivačke industrije samo privremeno iskočila u odnosu na trend evro-JTR privrede, te da je nivo evro-JTR privrede ovaj put nešto reprezentativniji za našu uobičajenu analizu kretanja cenovne konkurentnosti (svetlija linija u Grafikonu T2-4).

**... zbog depresijacije dinara**

Grafikon T2-4 ukazuje da je vrednost evro-JTR privrede u Q3 2012. godine bila gotovo identična onoj iz istog perioda 2005. godine – perioda pre snažne apresijacije dinara i velikog rasta tekućeg spoljnog deficita. Stoga smatramo da je depresijacija dinara iz prve polovine 2012. godine i kurs dinara koji je važio u Q3 bio podsticajan za rast neto izvoza i samim tim i oporavak privrede – što je vrlo bitno u situaciji u kojoj su svi drugi izvori rasta privrede sem izvoza ograničeni ili se smanjuju. Nije međutim dobro što se odmah nakon Q3, u kom se verovatno bio dostigao nivo kursa koji je odgovarajući za model privrednog rasta zasnovan na izvozu, ponovo dozvolila realna apresijacija dinara. Ova skorašnja apresijacija će nesumnjivo znatno smanjiti cenovnu konkurentnost privrede u Q4 te smatramo da je potrebno sprečavati svako dalje jačanje kursa dinara.

**Grafikon T2-4. Srbija: realni evro-jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2012**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

Napomena: rast evro-JTR na Grafikonu predstavlja smanjenje cenovne konkurentnosti

## Industrijska proizvodnja

**Industrijska proizvodnja u padu u Q3**

Industrijska proizvodnja je u Q3 zabeležila međugodišnji pad od 3,5% što je nešto lošiji rezultat u odnosu na Q2 (Tabela T2-5). Ocena QM-a je međutim da ipak nije došlo do bitnijih promena u trendu industrijske proizvodnje u odnosu na Q2, a da su promene međugodišnjeg (kao i sezonalnog) rasta industrijske proizvodnje bile posledica promena u poslovanju nekolicine velikih preduzeća. U okviru industrijske proizvodnje najbolji rezultat je imalo rudarstvo (blagi međugodišnji rast od 0,2%), dok su prerađivačka industrija i snabdevanje električnom energijom ostvarili međugodišnji pad od 3,6% i 4,2%.

<sup>10</sup> Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

**Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2007–2012**

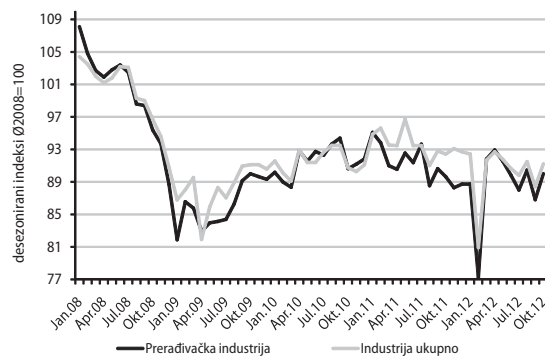
	međugodišnji indeksi											Učešće		
	2007	2008	2009	2010	2011	2011				2012			2011	
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			Q3
Ukupno	104,1	101,4	87,4	102,5	102,2	106,4	103,6	98,1	101,3	94,5	97,2	96,5	100,0	
Rudarstvo	100,2	105,3	96,2	105,8	110,4	107,5	117,7	102,8	114,8	100,2	94,2	100,2	9,9	
Prerađivačka industrija	104,6	101,1	83,9	103,9	99,6	105,8	100,7	96,9	96,7	93,3	100,2	96,4	73,1	
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	103,2	102	100,8	95,6	109,7	107,5	113,0	101,5	116,7	96,6	85,4	95,8	17,0	

Izvor: RZS

**Desezonirani indeksi međutim ukazuju na nepovoljan trend**

U Grafikonu T2-6 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i prerađivačke industrije u koje smo uključili i poslednje dostupne podatke za oktobar. Desezonirani podaci ukazuju da je, industrijska proizvodnja (posebno prerađivačka industrija) bila veoma volatilna u 2012. godini. Najopštiji utisak je ipak da je industrijska proizvodnja u 2012. i pored povremenih uzleta podbacila i da će imati solidan pad u odnosu na 2011. godinu koji procenjujemo na oko 3%.

U Grafikonu T2-6 se jasno vidi snažan pad industrijske proizvodnje u februaru koji je zapravo bio posledica vanrednog stanja zbog vremenskih nepogoda. Nakon toga industrijska proizvodnja je rasla i smanjivala se uz oscilacije što je posledica i promena u proizvodnje manjeg broja velikih preduzeća. Naime, u drugoj polovini 2012. je otpočela serijska proizvodnja automobila u fabrici

**Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2012**

Izvor: RZS

Fijat automobili Srbija. Dodatnu nestabilnost u podacima je izazvalo kretanje proizvodnje derivata nafte koje je bilo pod uticajem proizvodnog ciklusa kompanije NIS. Tako je ova oblast industrijske proizvodnje u septembru imala međugodišnji pad od preko 65% i praktično samostalno dovela do pada industrijske proizvodnje u tom mesecu. Zatim je u oktobru industrijska proizvodnja ove oblasti u odnosu na septembar višestruko povećana u odnosu na septembar što je dovelo do rasta desezoniranog indeksa prerađivačke industrije i ukupne industrijske proizvodnje što se može uočiti i u Grafikonu T2-6.

**Kretanje industrijske proizvodnje do kraja godine je vrlo neizvesno**

Buduće kretanja industrijske proizvodnje do kraja godine je još uvek teško proceniti zbog velikih oscilacija u prethodnih nekoliko meseci. Vrlo je moguće da će postepeno povećavanje proizvodnje u kompaniji FIAT automobili Srbija pozitivno uticati na industrijsku proizvodnju, kao i završetak investicionog ciklusa u kompaniji NIS. Sa druge strane, loša situacija u proizvodnji osnovnih metala (Železara Smederevo), moguće usporavanje rasta prehrambene industrije (loša poljoprivredna sezona), smanjenje domaće tražnje usled povećanja poreza i usporavanje proizvodnje građevinskog materijala (oštro smanjenje građevinske aktivnosti) – do kraja godine će negativno uticati na industrijsku proizvodnju. Zbog toga je naša ocena, uzimajući sve u obzir, ali uz značajan nivo neizvesnosti, da će Q4 obeležiti isti ili neznatno viši nivo industrijske proizvodnje u odnosu na Q3. To znači da ni u Q4 neće doći do promene trenda koji bi mogao da značajnije promeni utisak o ukupnom padu industrijske proizvodnje u 2012. godini.

**Divergentni trendovi u proizvodnji namenskih grupa**

Posmatrano po nameni (Tabela T2-7) – uočavamo da je u Q2 proizvodnja dve namenske grupe proizvoda bila u međugodišnjem padu (energija i intermedijarna dobra), dok je proizvodnja kapitalnih proizvoda i potrošnih dobara ostvarila rast u odnosu na isti period prethodne godine. Ovakva struktura je gotovo identična kao u u prethodnom kvartalu samo što je u ukupnom zbiru dao nešto lošiji rezultat.

**Tabela T2-7. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2012**

	Međugodišnji indeksi										
	2008	2009	2010	2011	2011				2012		
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Ukupno	101,4	87,4	102,5	102,1	106,4	103,6	98,1	101,3	94,5	97,2	96,5
Energija	101,7	98,8	97,7	106,2	103,7	110,8	96,5	114,2	95,8	88,3	91,4
Investiciona dobra	105,9	79,3	93,6	103,2	132,2	97,5	92,5	92,2	92,0	105,4	113,7
Intermedijalna dobra	100,3	78,4	109,2	102,2	113,8	103,3	99,1	99,3	89,4	96,3	89,2
Potrošna dobra	101,6	86,8	102,1	95,4	96,5	98,1	97,8	92,4	97,8	104,5	104,8

Izvor: RZS

## Građevinarstvo

**Građevinarstvo je u velikom padu u Q3...**

Poslednji podaci RZS-a iz statistike građevinarstva pokazuju znatan pad ovog dela privrede. Kretanje indeksa vrednosti izvedenih građevinskih radova ukazuje na pad aktivnosti u Q3 od preko 10%, ali i na veoma snažnu promenu trenda u građevinarstvu tokom 2012. godine. Tako je još u Q1 ovaj indeks ukazivao na međugodišnji rast građevinske aktivnosti od oko 20%, u Q2 svega 6%, a već u Q3 je došlo do pada građevinske aktivnosti za preko 10%.

**...što potvrđuje i niska proizvodnja cementa**

Na slične i još nepovoljnije trendove ukazuje indeks proizvodnje cementa koji koristimo kao dodatni indikator kretanja građevinske aktivnosti<sup>11</sup> (Tabela T2-8). Naime, u građevinskoj delatnosti posluje veliki broj malih i srednjih preduzeća čije je statističko praćenje veoma nepouzdan, pa proizvodnju cementa koristimo kao dodatni indikator za praćenje ovog sektora privrede. Smatramo da su podaci dobijeni na ovaj način, i pored nedovoljne preciznosti, dobra dodatna indikacija stvarnog stanja i mogućih trendova u građevinarstvu, budući da je cement neophodan materijal za gotovo sve građevinske radove. Proizvodnja cementa je takođe koristan indikator za ocenu budućeg kretanja građevinske aktivnosti, zato što joj prethodi. Budući da je proizvodnja cementa u Q3 imala izuzetno veliki međugodišnji pad od čak 42%<sup>12</sup> (Tabela T2-8), zaključujemo da je građevinska aktivnost u oštrom padu i da je malo verovatno da se nešto suštinski promeni u narednom periodu.<sup>13</sup>

**U 2013. ne očekujemo rast građevinarstva**

**Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2012**

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

Izvor: RZS

U narednu godinu se dakle ulazi sa izrazito negativnim trendom građevinske aktivnosti što će verovatno da dovede do međugodišnjeg pada građevinske aktivnosti u prvoj polovini 2013. godine. Smatramo i da je malo verovatno da u drugoj polovini naredne godine dođe do eventualnog preokreta koji će ukupnu građevinsku aktivnost u 2013. uvesti u zonu pozitivnog rasta. Uz sve to podsećamo da planirani fiskalni okvir za 2013. godini podrazumeva smanjivanje učešća javnih investicija u BDP-u u toj godini, što takođe može da ukaže na nastavak trenda smanjivanja građevinske aktivnosti i u 2013. godini.

11 Ispravan indikator bila bi potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa prilično dobro aproksimira potrošnju.

12 Ovoliko veliki pad može da se desi i usled investicionih aktivnosti pojedinih proizvođača, pošto na ovom tržištu posluje mali broj cementara. Naime i u prošlosti su se dešavali veliki padovi u proizvodnji cementa kada bi neka od kompanija privremeno zaustavljala proizvodnju zbog obnavljanja svojih postrojenja. Ipak smatramo da je negativan trend građevinarstva nesumnjiv.

13 Građevinska aktivnost u Q4 je pod znatnim uticajem meteoroloških okolnosti tako da taj kvartal (uz Q1) nije reprezentativan za ocenu građevinske aktivnosti.