

# **kvartalni monitor**

**EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI**

**Broj 30 • jul–septembar 2012**

**Beograd, decembar 2012**

## IZDAVAČ

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

## BILTEN IZLAZI KVARTALNO

### REDAKCIJSKI SAVET

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

### GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Milojko Arsić

### IZVRŠNI UREDNIK

Saša Randelović

### AUTORI

Milojko Arsić  
Danko Brčerević, Privredna aktivnost  
Duško Vasiljević, Cene i devizni kurs  
Mirjana Gligorić, Platni bilans i spoljna trgovina  
Aleksa Nenadović, Međunarodno okruženje  
Jelena Žarković Rakić, Zaposlenost i zarade  
Saša Randelović, Fiskalni tokovi i politika  
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

### SARADNICI U OVOM BROJU

Katarina Đulić  
Boško Živković  
Tanja Karaulac  
Tanja Kuzman  
Dragutin Nenezic  
Branko Radulović

### GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

### SLOG I PRELOM

Maja Tomić

### OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

### ŠTAMPARIJA

Alta Nova

### TIRAŽ

300 primeraka

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

# Sadržaj

<b>Uvodnik</b> .....	5
----------------------	---

## TRENDOVI

1. Pregled .....	7
2. Privredna aktivnost .....	11
3. Zaposlenost i zarade .....	18
4. Platni bilans i spoljna trgovina .....	23
5. Cene i devizni kurs .....	30
6. Fiskalni tokovi i politika .....	33
7. Monetarni tokovi i politika .....	43
8. Međunarodno okruženje .....	49

## OSVRTI

*Osvrt 1*

<b>Čekajući Zakon o radu: kome sve Zakon o utvrđivanju maksimalne zarade u javnom sektoru smanjuje primanja?</b> .....	52
--	----

*Jelena Žarković-Rakić*

## POD LUPOM

*Pod lupom 1:*

<b>Fiskalna konsolidacija i oporavak privrede Srbije.</b> ..54
--

*Milojko Arsić, Saša Ranđelović, Milan Pejić*

*Pod lupom 2:*

<b>Analiza mogućnosti i modaliteta finansiranja i mera finansijske podrške javno-privatnog partnerstva u Srbiji.</b> .....	62
--	----

*Dragutin Nenezić, Branko Radulović*

*Pod lupom 3:*

<b>Tržište korporativnih obveznica u Srbiji.</b> .....	72
--	----

*Katarina Đulić, Boško Živković*

*Pod lupom 4:*

<b>Zaštita prava manjinskih akcionara: pravni okvir i primena</b> .....	88
---	----

*Katarina Đulić, Tanja Kuzman*

# Analitičke i notacijske konvencije

## Vrednosti

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

## Definicije agregata i indeksa

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

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

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

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

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

## Notacija

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

**H** – primarni novac

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

**IMC** – indeks maloprodajnih cena

**IIP** – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

**ITŽ** – indeks troškova života

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

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

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

**NDA** – neto domaća aktiva

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

## Skraćenice

**BDP** – bruto domaći proizvod

**BDV** – bruto dodata vrednost

**ECB** – Evropska centralna banka

**EPS** – Elektroprivreda Srbije

**EU** – Evropska Unija

**JIE** – jugoistočna Evropa

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

**FZR** – Fond za razvoj Republike Srbije

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

**MMF** – Međunarodni monetarni fond

**MSP** – mala i srednja preduzeća

**NBS** – Narodna banka Srbije

**NZS** – Nacionalna služba za zapošljavanje

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

**PDV** – porez na dodatu vrednost

**QM** – Kvartalni monitor

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

**RZS** – Republički zavod za statistiku Srbije

**SDI** – strane direktne investicije

**SDŠ** – stara devizna štednja

**SMTK** – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

**ZZP** – Zajam za preporod Srbije

## Uvodnik



U trećem kvartalu u privredi Srbije preovlađuju negativni trendovi, mada se registruju i određene pozitivne tendencije. Pad privredne aktivnosti u Q3, je relativno dubok ali se ocenjuje da je on delimično privremenog karaktera, te da će se u Q4 ostvariti nešto povoljniji rezultati. Na osnovu preliminarnih podataka broj zaposlenih u Q3 je neznatno smanjen, što je u skladu sa procenom da je pad BDP u Q3 znatnim delom privremen. Snažno ubrzanje inflacije tokom trećeg kvartala i u oktobru pretežno je posledica jednokratnih faktora, ali u određenoj meri i odloženog dejstva deprecijacije dinara u prethodnom delu godine. Tokom trećeg kvartala značajno je poboljšan spoljnotrgovinski bilans, što je znatnim delom posledica realne deprecijacije dinara u prvoj polovini godine. Tokom, Q3 i u oktobru dinar je značajno nominalno i realno aprecioirao što će se, sa određenim vremenskim pomakom negativno odraziti na spoljnoekonomske tokove Srbije.

Krajem trećeg kvartala predstavljen je budžet za narednu godinu kao i program fiskalne konsolidacije do 2015. godine. Prema programu fiskalne konsolidacije u narednoj godini se planira fiskalni deficit od 3,6% BDP, sa ciljem da u 2015. godini dostigne deficit od 1% BDP. Mada će fiskalni deficit u narednoj godini verovatno iznositi oko 4% BDP, pravi izazov za fiskalnu politiku biće smanjenje fiskalnog deficita na oko 2% BDP u 2014. godini. Dok je smanjenje fiskalnog deficita sa oko 6% u 2012. na 4% u 2013. godini ostvareno značajnim oslanjanjem na povećanje poreza i jednokratne prihode, u narednim godinama smanjenje fiskalnog deficita će se skoro isključivo ostvarivati uštedama na strani rashoda. Da bi se navedene uštede ostvarile neophodne su temeljne reforme javnog sektora koje bi trebalo pripremiti još tokom prve polovine 2013. godine.

Prve reakcije investitora na objavljeni program fiskalne konsolidacije Srbije su povoljne što je iskazano preko relativno niskih kamatnih stopa po kojima su prodane obveznice Republike Srbije. Međutim, povoljne reakcije investitora ne bi trebalo da utiču na Vladu da značajno odstupa od programa fiskalne konsolidacije, niti da odstane od sporazuma sa MMF. Opasnost od dužničke krize u Srbije je za sada odložena, ali nije i otklonjena, pa je oslanjanje na poverenje komercijalnih investitora, bez aranžmana sa MMF vrlo rizično.

Tokom trećeg kvartala višekratno je povećana referentna kamatna stopa NBS, ali je uprkos tome kreditna aktivnost banaka značajno porasla. Na povećanje kreditne aktivnosti banaka presudno je uticalo ponovno pokretanje programa subvencionisanih kredita. Iako je referentna kamatna stopa tokom Q3 i u oktobru uglavnom bila realno negativna, ocenjuje se da je odgovor monetarne politike bio adekvatan jer su na ubrzanje inflacije uglavnom delovali jednokratni faktori na strani ponude (suša, povećanje poreza, povećane administrativno kontrolisanih cena i dr.). Dodatno povećanje referentne kamatne stope moglo bi da utiče na aprecijaciju dinara što bi u datim makroekonomskim okolnostima bilo nepoželjno.

Nepovoljni trendovi u EU pogoršavaju perspektive privrede Srbije za narednu godinu. Opšti oporavak privrede Srbije, koji bi se karakterisao rastom aktivnosti u većini privrednih delatnosti će verovatno izostati. Privatna tražnja će u narednoj godini godini realno opasti, zbog primene fiskalne konsolidacije, kojom se ublažava verovatnoća dužničke krize i smanjuju neravnoteže između domaće tražnje i BDP. Recesija ili u najboljem slučaju stagnaciji u EU znači da će tražnja za proizvodima iz Srbije opasti, kao i da će ulaganja u industrijski sektor, koja uglavnom dolaze iz EU biti relativno skromna. Uprkos tome privreda Srbije bi u narednoj godini mogla da ostvari rast u intervalu od 1,5-2% pod uslovom da poljoprivredna sezona bude na nivou višegodišnjeg proseka kao i da se proizvodnja FIAT-a, poveća u skladu sa planovima kompanije. Visok rast poljoprivredne proizvodnje i proizvodnje automobila bio bi dovoljan da kompenzira umeren pad aktivnosti u ostalim privrednim delatnostima.

Imajući u vidu nepovoljna kretanja u EU i nužnost sprovođenja fiskalne konsolidacije postavlja se pitanje da li postoji prostor da se kroz ekonomsku politiku podstakne rast privrede, a da se pri tome ne ugrozi makroekonomska stabilnost. Domaća tražnja je već visoka u odnosu na BDP pa bi njeno dodatno stimulisanje više uticalo na rast inflacije i spoljnog deficita nego na pokretanje privredne aktivnosti. Prostor za podsticaje u okviru ekonomske politike je vrlo skroman i ograničava se na umerenu realnu deprecijaciju dinara, kojom bi se poboljšala cenovna konkurentnost privrede Srbije i na taj način način delimično neutralisao efekat pada BDP

u EU. Od ostalih stimulansa određenu delotvornost u Srbiji su pokazali subvencionisani krediti, kojima se uz relativno malo sredstava, obezbeđuje relativno visok rast kreditne aktivnosti banaka. Subvencionisani krediti predstavljaju neku vrstu kompenzacije za ograničene domete monetarnih stimulansa u dvovalutnom sistemu. Konačno, određeni podsticaj za privredu u narednoj godini, mogao bi se ostvariti ubrzanjem realizacije infrastrukturnih projekta, koji su započeti u Srbiji. Efektivna liberalizacija proizvodnje električne energije, i definisanje obavezujuće dinamike dostizanje ekonomskih cena električne energije mogla bi konačno da dovede do značajnijih stranih investicije u ovoj oblasti.

S obzirom na to da se glavna ograničenja za rast privrede Srbije nalaze na strani ponude neophodno je da se ubrzaju reforme privrednog sistema, kojima bi se unapredili uslovi poslovanja u Srbiji. Mada realizacije navedenih reformi traje nekoliko godina, a njihovi efekti se ispoljavaju u srednjem i dugom roku, neke od krupnih slabosti u privrednom sistemu Srbije, kao što su neefikasne procedure za izdavanje građevinskih dozvola, pojednostavljenje poreskih procedura i dr. moguće je realizovati relativno brzo. Brza realizacija navedenih reformi uz pokretanje reformi čija realizacija traje nekoliko godina, kao što je to slučaj sa uspostavljanjem finansijske discipline, moglo bi da dovede do značajnog poboljšanja plasmana Srbije na međunarodnim rang listama konkurentnosti i uslova poslovanja. Poboljšanje plasmana na navedenim rang listama, uz eventualno poboljšane kreditnog rejtinga zemlje, moglo bi da skrene pažnju investitora na Srbiju, što bi doprinelo da se povećaju strane investicije uprkos stagnaciji u okruženju. Od početka 2014. godine mogla bi se primeniti nova faze reforme poreskog sistema u okviru koje bi se smanjili porezi na zarade, a izgubljeni prihodi nadoknadili povećanjem PDV. Takva reforma bi povoljno delovala na međunarodnu cenovnu konkurentnost srpskih proizvoda, ali bi istovremeno podstakla i zapošljavanje.

S obzirom da skroman rast privrede, koji se očekuje u narednoj godini, i činjenicu da će rast biti koncentrisan na nekoliko delatnosti u najboljem slučaju u narednoj godine se može očekivati stagnacije zaposlenosti, ali je verovatnije da će se zaposlenost smanjiti.

Trošenje državnih deviznih depozita, za pokrivanje fiskalnog deficita, uticaće na rast dinarske likvidnosti, koja će se jednim delom usmeriti na tražnju za devizama, a to će za rezultat imati deprecijaciju dinara. U narednoj godini, uz umerenu realnu deprecijaciju dinara može se očekivati nastavak trenda smanjivanja spoljnotrgovinskog deficita i deficita u tekućem platnom bilansu, uprkos tome što će loša poljoprivredna sezona negativno uticati na izvoz prehrambenih proizvoda.

Ocenjuje se da u narednim mesecima inflacija opadati, uz povremene jednokratne skokove usled povećanja administrativno kontrolisanih cena, kao što su cene gasa, električne energije i dr. Inflacija u toku naredne godine će skoro izvesno biti nešto veća od planirane inflacije od 5,5%, ali ta razlike neće biti značajna ako izostanu novi šokovi na strani ponude (rast cena energenata i hrane).

U ovom, jubilarnom 30-tom broju QM objavljuje se jedan osvrt i čak četiri lupe. U osvrtu (Rakić-Žarković) se analiziraju aktuelne reforme na tržištu rada. U Lupi 1 (Arsić) analizira se program fiskalne konsolidacije sa posebnim fokusom na njegov uticaj na rast privrede Srbije. U Lupi se ocenjuje da je za održiv privredni rast osim fiskalne konsolidacije neophodna reforma javnog sektora i privrednog sistema kao i odgovarajuća politika kursa kojom bi se podstakao rast zasnovan na izvozu. Lupe 2-4, posvećene su specifičnim strukturnim merama koje imaju za cilj unapređenje uslova poslovanja u Srbiji. U Lupi 2 (Nenezić i Radulović) analiziraju se moguće mere za podsticanje javno privatnog partnerstva, ali ograničenja i rizici sa kojima bi se ovi programi suočili. U Lupi 3 (Đulić i Živković) analiziraju se regulatorna i ekonomska ograničenja za razvoj tržišta korporativnih obveznica i procenjuju se dometi tog tržišta. U Lupi 4 (Đulić i Kuzman) analiziraju se slabosti postojeće zakonske regulative koja se odnosi na zaštitu manjinskih akcionara, kao i neadekvatna primena propisa u praksi i preporučuju mere kojima bi se unapredila zaštita manjinskih akcionara.



# TRENDOVI

## 1. Pregled

Makroekonomska kretanja u Q3 su bila uglavnom nepovoljna. Privredna aktivnost je, posle kratkotrajnog uzleta u Q2, ponovo bila u znatnom padu, inflacija je ubrzala, nezaposlenost porasla, a jedini poželjan trend je bio smanjenje tekućeg deficita. Stvarne novosti koje je doneo Q3 se zapravo ne odnose toliko na same ekonomske tokove, jer su oni bili uglavnom očekivani, koliko na dešavanja iz domena političke ekonomije. Naime u Q3 je konstituisana nova Vlada koja je vrlo brzo počela da donosi važne odluke iz oblasti monetarne i fiskalne politike. U avgustu je promenjen Zakon o NBS, ali je ta promena bila loše pripremljena, pa je već kroz nekoliko meseci došlo do ponovne izmene Zakona – kojom su poništene neke od spornih novih odredaba u vezi personalne i institucionalne nezavisnosti NBS. Druga bitna aktivnost Vlade, koju ocenjujemo mnogo povoljnije, je otpočinjanje programa fiskalne konsolidacije. Ovaj program je pripremljen tokom Q3 i efektivno je otpočeo od prvog oktobra, a prvenstveni cilj mu je kratkoročno smanjenje deficita države i izbegavanje krize javnog duga. Analiza QM-a ukazuje da je program fiskalne konsolidacije, za sada, odgovarajući, ali da će glavni izazovi – koji se odnose na sprovođenje strukturnih reformi – tek predstojati u 2013. godini. Ako Vlada zaista uspe da do kraja ispuni sve svoje najavljene reforme (definisane i u usvojenoj Fiskalnoj strategiji za period 2013–2015. godine), moguće je da se privreda za dve do tri godine nađe na putanji visokog i održivog rasta. Zbog toga smatramo da će 2013. godina po mnogo čemu biti prelomna za domaću privredu.

Međugodišnji pad BDP-a u Q3 je iznosio oko 2,2%, a u odnosu na prethodni kvartal, BDP je pao za 1,6%. Jedan od najvažnijih razloga nepovoljnih kretanja privredne aktivnosti u 2012. krije se u neobičajeno niskoj poljoprivrednoj proizvodnji (pad od oko 20% u odnosu na 2011. godinu) do čega je došlo usled suše. Budući da je pad poljoprivrede u 2012. privremen, analitički je daleko bitnije ustanoviti šta se dešava sa ostatkom privrede. Podaci ukazuju da privredna aktivnost bez poljoprivrede, uz određene oscilacije po kvartalima, praktično stagnira u 2012. godini. Ovaj rezultat je u skladu sa našim očekivanjima od pre godinu dana kada smo prognozirali da će privredni rast u 2012. biti oko 0% i ukazivali da su tada važeće prognoze o rastu BDP-a od 1,5% bile suviše optimistične.

Jedno od glavnih pitanja na koje smo pokušali da damo odgovor u ovom, jesenjem, izdanju QM-a jeste – koliki rast privrede možemo da očekujemo u 2013. godini? Činioci koji će doprinosti rastu BDP-a u 2013. godini su rast neto izvoza, najviše zbog izvoza automobila kompanije Fijat automobili Srbija i očekivani porast poljoprivredne proizvodnje – jer bi zbog poređenja sa niskom osnovom iz 2012. godine čak i prosečna poljoprivredna proizvodnja u 2013. znatno doprinela rastu BDP-a. Međutim kada izuzmemo ova dva značajna činioca, otkrivamo da će najveći deo privrede u 2013. godini biti u padu zbog već izvesnog smanjenja domaće tražnje. Uzimajući sve navedeno u obzir zaključili smo da je moguće da se u 2013. ostvari planirani rast BDP-a od 2%, koliko trenutno iznose važeće projekcije Vlade, ali da bi verovatno bilo realnije očekivati nešto niži rast koji procenjujemo na oko 1,5% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”).

Bitan zaključak analize QM-a je i da će rast privrede u 2013. godini zavisiti prvenstveno od rasta neto izvoza, te da ne postoji mogućnost održivog oporavka privrede koji bi bio zasnovan na domaćoj tražnji. Zbog toga smatramo da je merama ekonomske politike potrebno kreirati odgovarajući ambijent za rast izvoza. Jedan od najvažnijih činioca koji može da pospeši neto izvoz i tako doprinese većem rastu privrede u 2013. je kurs dinara. Kurs dinara je sredinom 2012. bio podsticajan za rast izvoza na šta ukazuje i solidno smanjenje vrednosti evro-JTR (Grafikon T2-4). Od septembra međutim dolazi do novog talasa apresijacije, kojim je u svega tri meseca poništena čitava depresijacija dinara iz prve polovine godine. Dinar je od septembra do kraja novembra nominalno ojačao u odnosu na evro za oko 5%, a, zbog visoke inflacije, u istom periodu došlo je do realnog jačanja dinara koje je premašilo 8% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Zbog toga je sada realni kurs dinara prema evru, i pored depresijacije u prvoj polovini 2012, ponovo na nivou na kom je bio krajem 2011. godine – a podsećamo da je tokom 2011. dinar snažno apresirao u odnosu na evro, te da ovakav kurs dinara

nije podsticajan kurs za rast neto izvoza.

Preporuka *QM*-a je dakle da bi umerena realna depresijacija dinara u odnosu na evro u 2013. godini bila poželjna. Posebno bi trebalo imati u vidu da će zbog očekivane stagnacije u EU u narednoj godini biti smanjena tražnja na najbitnijim izvoznim tržištima za Srbiju, pa bi povećanje cenovne konkurentnosti domaćih proizvoda na međunarodnom tržištu bilo posebno bitno. Sa druge strane, smatramo i da nema preterane bojazni da će eventualna umerena depresijacija dinara dovesti do visoke inflacije u 2013. godini, jer u narednoj godini zapravo očekujemo znatno usporavanje rasta cena.

Inflacija je u 2012. veoma visoka i do kraja godine očekujemo da će da dostigne oko 14% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Razlozi za visoku inflaciju su: rast cena hrane, fiskalna ekspanzija (naročito u prvoj polovini godine) i povećanje poreza u oktobru 2012. godine (PDV, akcize). Neki od ovih činilaca (poput povećanja poreza) su jednokratni, a za neke očekujemo da će prestati da deluju tokom 2013. godine. Sa druge strane, početkom 2013. godini očekujemo znatan rast administrativno kontrolisanih cena (struja, gas), koje nisu dugo bile usklađivane sa troškovima proizvodnje. Uzimajući sve navedeno u obzir, u narednoj godini u osnovi očekujemo relativno snažno usporavanje inflacije. Premda je moguće da se ne ostvari u potpunosti ambiciozni cilj NBS o inflaciji u 2013. godini od 5,5%, rast cena u narednoj godini ne bi trebalo da premaši 7%. Ističemo i to da će za usporavanje inflacije u narednoj godini posebno biti bitno dosledno sprovođenje planirane indeksacije penzija i zarada u javnom sektoru u aprilu 2013. godine od svega 2%.

Deficit tekućeg računa platnog bilansa nakon visokog rasta u prvoj polovini 2012. godine u Q3 značajno usporava i očekujemo da se ovakav trend nastavi i u narednom periodu. U Q3 je vrednost tekućeg deficita iznosila 543 miliona evra i bila je za oko 80 miliona evra manja nego u istom periodu prethodne godine (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Primećujemo i da je Q3 prvi kvartal posle skoro dve godine u kom je deficit tekućeg računa manji od onog iz istog perioda prethodne godine, što može da bude i najava značajnijih promena u strukturi rasta privrede – odnosno početak oporavka privredne aktivnosti po osnovu rasta neto izvoza. To zaključujemo, jer je do smanjenje tekućeg deficita u Q3 došlo zbog toga što izvoz ubrzava, a uvoz usporava rast. Izvoz ubrzava, između ostalog, i zbog početka proizvodnje automobila u kompaniji Fijat automobili Srbija, a uvoz počinje da usporava zbog postepenog smanjenja domaće tražnje. U 2013. u osnovi očekujemo slično kretanja tekućeg deficita, a ukoliko dođe i do obnavljanja proizvodnje u Železari Smederevo – to će onda imati uticaj na dodatno poboljšanje trendova u spoljnotrgovinskoj razmeni i privredni rast.

Kapitalni prilivi su u 2012. godini znatno smanjeni, ali očekujemo neke promene već u Q4. Naime, država je već emitovala nove emisije evroobveznica i zadužila se u inostranstvu zbog čega će priliv kapitala u Q4 da se poveća za oko 1,2 milijarde evra. Ukoliko izostavimo ova poslednja zaduživanja države, suštinski je priliv kapitala u Srbiju u 2012. ipak dosta oskudan. To odlikava prvenstveno nepovoljnu ekonomsku situaciju na međunarodnom tržištu i razduživanje banaka u inostranstvu, ali je delom i posledica povećanog nepoverenja stranih investitora u političku i ekonomsku stabilnost Srbije (napominjemo da je 2012. bila izborna godina, a da je rast fiskalnog deficita u prvoj polovini godine bio gotovo nekontrolisan). Zbog prestanka delovanja druge grupe razloga na smanjenje kapitalnih priliva, u 2013. očekujemo određena povećanja priliva iz inostranstva. Budući da je ipak osnovni razlog za smanjen priliv kapitala u 2012. godini kriza u EU, gde neće biti značajnijih promena ni u narednoj godini – ta povećanja neće biti velika.

Manjak kapitalnih priliva uz visok deficit tekućeg računa doveo je u 2012. do snažnog pritiska na devizne rezerve koje su od početka godine do kraja novembra smanjene za oko 1,4 milijardi evra. Primetili smo međutim dosta solidan rast deviznih rezervi u prethodnih nekoliko meseci koji je delom i privremen – usled ponovnog pokretanja subvencionisanih kredita za likvidnost (privremen, jer je moguće da će ova sredstva brzo nakon otplate kredita da se ponovo konvertuju u devize). Suštinski posmatrano, pošto će u 2013. godini doći do određenog smanjenja tekućeg deficita i povećanja kapitalnih priliva, očekujemo i da će se u narednoj godini smanjiti pritisak na trošenje deviznih rezervi.

Na tržištu rada, trendovi su i dalje veoma nepovoljni. Nezaposlenost raste kao očekivana posledica smanjivanja privredne aktivnosti i teško je očekivati da će se ovaj trend preokrenuti i u 2013. godini (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Pošto će očekivani rast privrede u narednoj godini (1,5-2%)



biti ostvaren prvenstveno na osnovu rasta poljoprivrede i rasta proizvodnje manjeg broja velikih kompanija (Fijat, NIS) – to se neće preterano odraziti na rast zaposlenosti. U ovom izdanju *QM*-a smo uočili i da je realna međugodišnja zarada u Q3 po prvi put imala realni međugodišnji pad nakon tri kvartala. To je pre svega posledica ubrzanja inflacije koja nije u istoj meri bila ispraćena povećanjem zarada. Slične trendove, odnosno realni međugodišnji pad zarada očekujemo i tokom većeg dela 2013. godine.

Monetarna politika je tokom Q3 povećavala svoju restriktivnost, kao odgovor na snažno ubrzanje inflacije. U tu svrhu NBS je u više navrata blago povećavala referentnu kamatnu stopu koja je sada dostigla 10,95% (sa početnih 9,5%), a tokom leta NBS je nastavila i da povećava učešće dinarskog dela devizne obavezne rezerve, čime se sterilise dinarska, a oslobađa devizna likvidnost banaka. Analiza *QM*-a ukazuje da je ovakav vid reakcije monetarne politike bio uglavnom odgovarajući. Naime i pored visokog rasta inflacije smatramo da ne bi trebalo prekomerno povećavati restriktivnost monetarne politike, jer je rast cena dobrim delom izazvan globalnim rastom cena hrane, na koji monetarna politika u Srbiji nema uticaj. Sa druge strane, smatramo da je trebalo mnogo opreznije i ređe sprovesti mere kojima se utiče na jačanje kursa dinara (poput povećanja učešća dinarskog dela devizne rezerve), jer jak dinar ne samo što nije odgovarajući za privredni oporavak, već i zato što takve mere NBS (direktno ili indirektno) rezultiraju smanjenjem deviznih rezervi.

U bankarskom sektoru smo uočili rast kreditne aktivnosti u drugoj polovini godine koji je prvenstveno posledica ponovnog pokretanja programa subvencionisanja kredita za likvidnost, obrtna sredstva i izvoz. Politiku subvencionisanja kredita u načelu ocenjujemo pozitivno, jer se sa relativno malo sredstava ostvaruje znatan i (trenutno) poželjan uticaj na privredu. Takođe ovaj program je doprineo smanjenju učešća nenaplativih kredita u ukupno plasiranim kod pravnih lica i preduzetnika, jer su oni najverovatnije iskoristili državne subvencije za refinansiranje svojih postojećih obaveza (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“).

Fiskalna politika je tokom Q3 bila restriktivna, ali ne kao posledica sistematskih napora Vlade, već zbog delovanja privremenih činilaca. Konsolidovani deficit u Q3 je iznosio svega 36 milijardi dinara, što je, na primer, približno isti deficit koji je ostvaren samo u februaru ove godine. Javna potrošnja je u Q3 značajno smanjena zbog prelaznog perioda između dve Vlade, kada se neki projekti završavaju, a neki preispituju i privremeno (ili trajno) zaustavljaju. Verovatno je međutim možda i najbitniji razlog za smanjenje javnih rashoda u Q3 bio ipak nedostatak sredstava za njihovo finansiranje, jer su depoziti države, nakon vrlo izdašne potrošnje u prvoj polovini godine, bili gotovo potpuno iscrpljeni. Rebalansom budžeta i novim zaduživanjem države omogućeno je povećanje deficita u Q4 u odnosu na Q3, zbog čega očekujemo fiskalni deficit u poslednjem kvartalu 2012. od oko 50 milijardi dinara i ukupan deficit u 2012 godini nešto veći od 200 milijardi dinara ili oko 6,1% BDP-a (v. odeljak 6 „Fiskalni tokovi i politika“).

Vlada je od oktobra započela i program fiskalne konsolidacije koji ima za cilj snažno smanjivanje deficita i zaustavljanje rasta, a zatim i obaranje, učešća javnog duga u BDP-u. U prvoj fazi ovog programa sprovedeno je povećanje nekih od najizdašnijih poreza (PDV, akcize, a od 2013. i poreza na dobit), što će uz nisku indeksaciju penzija i plata u oktobru 2012. i aprilu 2013. godine uticati da se deficit države spusti sa preko 6% BDP-a iz 2012. na oko 4% BDP-a u 2013. godini. Uz ove, vrlo oštre, ali opravdane mere, pozdravljamo i mere Vlade koje se odnose na ukidanje sopstvenih prihoda budžetskih korisnika. Sa druge strane ostaje ekonomski nejasno zašto Vlada još uvek ignoriše rešavanje ozbiljnih problema koji su nastali prošlogodišnjom izmenom Zakona o finansiranju lokalne samouprave. Ovim izmenama Zakona je stvorena vertikalna neravnoteža između prihoda i rashoda centralnog i lokalnog nivoa vlasti i gotovo urušen sistem javnih finansija u Srbiji, o čemu smo pisali u više prethodnih izdanja *QM*-a. Smatramo da bi ekonomski bilo potpuno opravdano povlačenje prošlogodišnjih izmena zakona i povratak na prethodno važeću zakonsku regulativu koja je definisala finansiranje lokalne samouprave.

Javni dug je tokom Q3 bio na nivou od oko 55% BDP-a da bi već na kraju novembra premašio 60% BDP-a, što je izuzetno visok nivo zaduženja za zemlju poput Srbije i iznad je čak i mastrihtskog kriterijuma koji je propisuje najveću dozvoljenu visinu javnog duga za zemlje EU. Najbitniji razlog za vrlo veliki rast javnog duga u oktobru i novembru je emitovanje evroobveznica u ukupnom iznosu od preko 1,2 milijarde evra. Trebalo bi međutim imati u vidu i da sredstva koja su dospela emitovanjem evroobveznica nisu odmah potrošena, već su njima znatno povećani državni depoziti čime je



## 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%...**

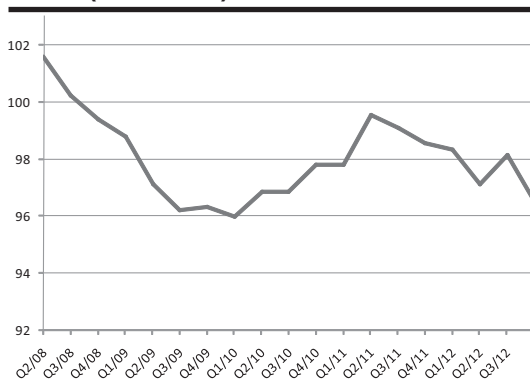
Prema preliminarnoj proceni RZS-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti, realni međugodišnji pad BDP-a u Q3 iznosio je oko 2,2%. Realni pad od 2,2% predstavlja znatno produblјivanje međugodišnjeg pada privredne aktivnosti u odnosu na Q2 kada je pad BDP-a iznosio svega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

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

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 prognoziranog 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

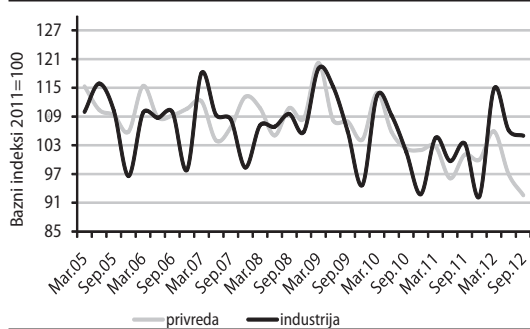
Jedinični troškovi rada<sup>8</sup> (JTR), mereni u dinarima, u Q3 beleže blagi pad u odnosu na prethodni kvartal, što znači da se smanjuje učešće troškova radne snage u ostvarenoj dodatoj vrednosti (Grafikon T2-3) i ovo je u osnovi povoljan trend. Međutim u slučaju Q3 JTR su u padu brzog pada zaposlenosti 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**



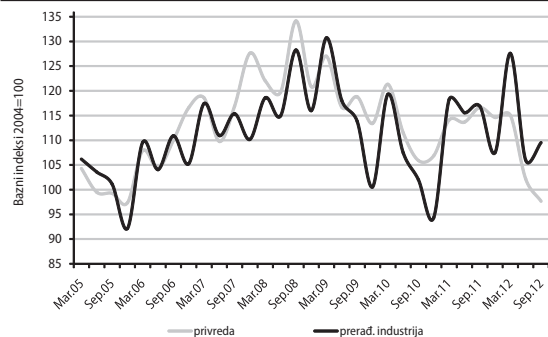
Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

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 desezoniranog) 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%.

10 Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

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

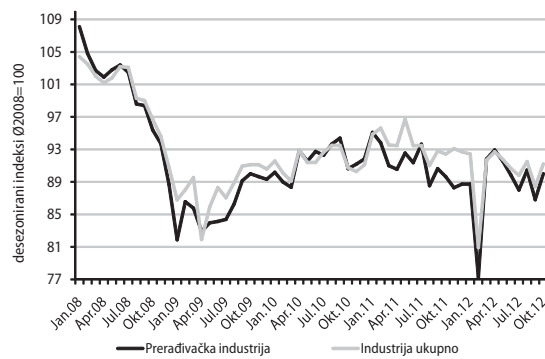
	međugodišnji indeksi											Učešće		
	2007	2008	2009	2010	2011	2011				2012			2011	
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			Q3
Ukupno	104,1	101,4	87,4	102,5	102,2	106,4	103,6	98,1	101,3	94,5	97,2	96,5	100,0	
Rudarstvo	100,2	105,3	96,2	105,8	110,4	107,5	117,7	102,8	114,8	100,2	94,2	100,2	9,9	
Prerađivačka industrija	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 oštroj 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.

## 3. Zaposlenost i zarade

Iako podaci oktobarske Ankete o radnoj snazi još nisu dostupni, na osnovu podataka raspoloživih iz ankete RAD, kao i opštih ekonomskih kretanja, ocenjujemo da je stopa nezaposlenosti povećana i u trećem kvartalu ove godine. Ovo je nastavak dugoročnog trenda koji beležimo od početka krize, tačnije od 2008. godine. Prema podacima ankete RAD, formalna zaposlenost je opala od marta do septembra 2012. usled smanjenja broja zaposlenih kod pravnih lica. Posmatrano po sektorima, zaposlenost je opala u prerađivačkoj industriji, najverovatnije kao posledica pada tražnje za proizvodima ovih preduzeća, i trgovini, usled pada prometa u maloprodaji poslednjih meseci. Istovremeno, dolazi i do nezatnog smanjenja broja zaposlenih u javnom sektoru. Broj nezaposlenih na evidenciji Nacionalne službe za zapošljavanje je smanjen u istom periodu za nešto više od 30.000 što je posledica uticaja sezonskog zapošljavanja tokom leta. Prosečna realna zarada nastavlja da opada u trećem kvartalu i to najviše u privredi i administraciji na svim nivoima. Pad realnih zarada u privredi posledica je nepromenjenih nominalnih najamnina u uslovima recesije i relativno snažnog ubrzanja inflacije koja je već početkom jula prešla gornju granicu ciljanog okvira za ovu godinu. Rast zarada u državnom sektoru je ograničen instrumentima ekonomske politike. Krajem septembra donet je Zakon o utvrđivanju maksimalne zarade u javnom sektoru koji dovodi do formiranja plafona zarada i za one sa niskim primanjima. Njegovi efekti, međutim, još se ne vide u podacima.

### Zaposlenost

#### Opao broj zaposlenih kod pravnih lica

Podaci Ankete o radnoj snazi iz oktobra ove godine nisu još dostupni tako da trendove u zaposlenosti ocenjujemo na osnovu ankete RAD. U Tabeli T3-1 uočavamo da je formalna zaposlenost opala za 4 hiljade i to po osnovu smanjenja broja radnika kod pravnih lica. Broj zaposlenih kod privatnih preduzetnika se nije menjao u periodu od marta do septembra ove godine.

**Tabela T3-1. Srbija: broj registrovanih zaposlenih i nezaposlenih<sup>1)</sup>, 2004-2012**

		Ukupno zaposleni	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod fizičkih lica		Ukupno broj zaposlenih radnika	Broj nezaposlenih (NSZ) <sup>2)</sup>	
				Ukupno	Privatni preduzetnici			Zaposleni kod njih
		1 (=2+3)	2	3 (=4+5)	4	5	6 (=2+5)	7
<b>u hiljadama</b>								
<b>2004</b>	Mart	2.065	1.601	464	208	255	1.856	..
	Septembar	2.037	1.560	477	210	267	1.827	843
<b>2005</b>	Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842	884
	Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836	898
<b>2006</b>	Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804	920
	Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777	915
<b>2007</b>	Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765	913
	Septembar	2.001	1.428	573	245	328	1.756	808
<b>2008</b>	Mart	2.006	1.432	574	245	329	1.761	795
	Septembar	1.993	1.425	568	245	323	1.748	726
<b>2009</b>	Mart	1.911	1.411	500	210	290	1.701	758
	Septembar	1.868	1.383	485	211	274	1.657	737
<b>2010</b>	Mart	1.817	1.362	455	199	257	1.618	778
	Septembar	1.775	1.348	427	183	244	1.592	721
<b>2011</b>	Mart	1.755	1.349	405	204	201	1.550	774
	Septembar	1.738	1.337	401	203	198	1.535	743
<b>2012</b>	Mart	1.730	1.339	391	203	188	1.527	783
	Septembar	1.726	1.335	391	203	188	1.523	751

Izvor: RZS - Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i zaradama zaposlenih RAD-1/P; Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1; Polugodišnji izveštaj o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15; Nacionalna služba za zapošljavanje (NSZ).

Napomena: Korigovani su podaci od aprila do septembra 2012. na osnovu Polugodišnjeg istraživanja Rad-1/P za mart 2012. Podaci o broju privatnih preduzetnika i zaposlenih kod njih od marta 2011. godine su preuzeti iz Mesečnog statističkog biltena 8/2012 Republičkog zavoda za statistiku.

1) Kada se govori o registrovanom broju zaposlenih, misli se na formalnu ekonomiju tj. na zaposlena lica koja imaju formalno-pravni ugovor o zaposlenju i na čije se prihode plaćaju porezi i doprinosi.

2) Kada se govori o registrovanom broju nezaposlenih, misli se na lica koja se prijavljuju na evidenciju Nacionalne službe za zapošljavanje (NSZ). NSZ je u septembru 2004. prešla sa praćenja broja lica koja traže posao na praćenje broja nezaposlenih lica, usled čega nemamo seriju za period pre septembra 2004. (kolona 7).

Nastavlja se pad zaposlenih u prerađivačkoj industriji (oko 2000 radnika) koji je prisutan od početka krize ali se poslednje dve godine odvija manjim intenzitetom, što je najverovatnije posledica pada tražnje za proizvodima ovih preduzeća. Blago je opao i broj zaposlenih u trgovini (1000 radnika) što se moglo očekivati usled pada kupovne moći stanovništva i smanjenja prometa u maloprodaji. U svim ostalim privrednim delatnostima broj zaposlenih je ostao nepromenjen (Tabela T3-2).

**Tabela T3-2. Srbija: zaposleni po sektorima delatnosti, 2012, u hiljadama**

	2012								
	Jan.	Feb.	Mar.	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep
Zaposleni u preduzećima, ustanovama i organizacijama, po sektorima delatnosti									
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	34	34	33	33	33	33	33	33	33
Rudarstvo	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Prerađivačka industrija	292	291	289	290	288	289	288	288	287
Snabdevanje el.energijom, gasom i parom	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama	33	32	32	32	32	32	32	32	33
Građevinarstvo	72	72	71	71	71	71	71	71	71
Trgovina na veliko i malo i popravka motornih vozila	181	182	186	186	186	185	186	185	185
Saobraćaj i skladištenje	86	86	84	84	84	84	84	84	84
Usluge smeštaja i ishrane	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Informisanje i komunikacije	38	39	40	40	40	40	40	40	40
Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja	39	39	39	39	38	38	38	38	39
Poslovanje nekretninama	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti	51	52	52	52	52	52	52	52	53
Državna uprava i obavezno socijalno osiguranje	28	28	30	30	30	30	30	29	29
Obrazovanje	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Zdravstvena i socijalna zaštita	139	139	141	141	140	140	140	139	138
Umetnost, zabava i rekreacija	162	162	162	162	162	162	162	161	161
Ostale uslužne delatnosti	22	22	22	22	22	22	22	22	22
	15	15	14	14	14	14	14	14	14

Izvor: RZS, Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i zaradama zaposlenih RAD-1/P; Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1; Polugodišnji izveštaj o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15.

Napomena: Korigovani podaci od aprila do septembra 2012. na osnovu Polugodišnjeg istraživanja Rad-1/P za mart 2012.

U javnom sektoru, neznatno je porasla zaposlenost u administraciji i lokalnim javnim preduzećima a opala u obrazovanju i javnim državnim preduzećima. Neto efekat ovih promena, prikazan u Tabeli T3-3, ogleda se u smanjenju ukupnog broja zaposlenih u javnom sektoru za jednu hiljadu.

**Smanjen broj nezaposlenih na evidenciji Nacionalne službe za zapošljavanje**

Broj registrovanih nezaposlenih lica, koja se prijavljuju na evidenciju Nacionalne službe za zapošljavanje (NZS), smanjen je za 32.000 od marta do septembra ove godine. Ovakva kretanja su posledica činjenice da broj nezaposlenih na evidenciji raste od januara do marta meseca kada dostiže maksimalan iznos jer se pojedinci prijavljuju zbog poreskih olakšica. U trećem kvartalu broj nezaposlenih na evidenciji NZS opada a najmanji je septembru i oktobru zbog sezonskih radova (Tabela T3-1).

**U narednoj godini ne očekujemo da će doći do značajnijeg rasta zaposlenosti**

Ukoliko se u narednoj godini ostvare prognoze o rastu bruto domaćeg proizvoda (1,5-2 %) to i dalje ne garantuje povećanje stope zaposlenosti u Srbiji. Naime, struktura rasta BDP će biti takva da ne može da doprinese značajnijem rastu zaposlenosti s obzirom da se može računati jedino na rast poljoprivredne proizvodnje i proizvodnje automobila. Naša analiza ukazuje da će ostatak privrede biti u padu prvenstveno zbog očekivanog smanjivanja domaće tražnje u 2013. godini (videti Trendove o Privrednoj aktivnosti). Dodatno, ovaj zaključak baziramo i na dosadašnjem kretanju zaposlenosti u odnosu na bruto domaći proizvod u Srbiji, o čemu više govorimo u Okviru.

**Tabela T3-3. Srbija: zaposleni u javnom sektoru 2004-2012**

		Zaposleni kod pravnih lica						
		Javni sektor					Javni sektor ukupno	Ostalo (privreda) <sup>1)</sup>
		Iz budžeta			Javna preduzeća			
		Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
		1	2	3	4	5	6	7
		<b>u hiljadama</b>						
<b>2004</b>	Mart	63	117	147	125	57	509	1.092
	Septembar	63	116	148	124	57	508	1.052
<b>2005</b>	Mart	63	119	148	122	61	513	1.044
	Septembar	61	117	147	112	61	498	1.038
<b>2006</b>	Mart	60	118	141	105	61	485	1.011
	Septembar	58	117	138	102	60	475	972
<b>2007</b>	Mart	58	121	138	100	59	476	962
	Septembar	59	120	139	100	58	476	952
<b>2008</b>	Mart	60	124	140	99	58	481	951
	Septembar	61	122	141	100	58	482	943
<b>2009</b>	Mart	64	125	142	89	57	478	933
	Septembar	64	123	142	88	57	473	910
<b>2010</b>	Mart	62	124	142	87	56	472	890
	Septembar	63	122	143	86	56	470	878
<b>2011</b>	Mart	61	124	143	84	57	469	880
	Septembar	62	122	143	84	57	469	868
<b>2012</b>	Mart	63	122	143	85	57	470	869
	Septembar	64	120	143	84	58	469	866

Izvor: RZS.

Napomena: Zaposleni u Ministarstvu odbrane Srbije kao i zaposleni u MUP Srbije, iako se finansiraju iz budžeta, ne ulaze u ukupan bilans zaposlenih u Tabeli. Njihov broj se procenjuje na oko 80.000, i oni doprinose još oko 4% ukupnoj zaposlenosti u Srbiji. Iz bezbednosnih razloga, RZS ne objavljuje tačan broj zaposlenih u ovim državnim institucijama niti njihove prosečne plate.

U "Administracija svi nivoi" od marta 2009. uključeni i zaposleni u administraciji RZZO i Fonda PIO.

Povećan broj zaposlenih u martu 2011. i u martu 2012. zbog ažuriranja uzorka.

Fusnote:

1) Privatna, društvena i mešovita preduzeća (bez preduzetnika). Broj dobijamo kada od ukupnog broja zaposlenih kod pravnih lica iz Tabele T3-2 oduzmemo broj zaposlenih u javnim preduzećima i onih koji se finansiraju iz budžeta.

### Okvir 1. Pad zaposlenosti u zemljama Zapadnog Balkana u periodu krize

Kao što vidimo iz Tabele T3-4, koja predstavlja kretanje zaposlenosti u odnosu na BDP u periodu ekonomske krize u odabranim zemljama Zapadnog Balkana, u Srbiji je pad BDP-a imao daleko veći uticaj na opadanje zaposlenosti nego u drugim zemljama. O tome smo svojevremeno pisali (QM 21) upoređujući Srbiju sa zemljama Centralne i Istočne Evrope za period od 2008. do početka 2010. godine. Tada smo našli da je elasticitet zaposlenosti (procentualna promena zaposlenosti za svaki procenat promene BDP) iznosio 2,6. Uzimajući u obzir novije podatke, vidimo da je sa nastavkom krize zaposlenost postala još osetljivija u odnosu na kretanje BDP i elasticitet sada iznosi 2,72. Ukoliko bismo isključili podatke o broju zaposlenih poljoprivrednika i pomažućih članova u poljoprivredi iz ukupnog broja zaposlenih, pad stope zaposlenosti od Q1 2008 do Q2 2012 bio bi neznatno manji – umesto kumulativnog pada od 17%, zaposlenost je opala za 16,2%.

U Crnoj Gori je, na primer, uprkos približnoj isto recesiji kao i u Srbiji, došlo do mnogo manjeg pada zaposlenosti (elasticitet je iznosio 0,8). Makedonija je imala najmanji pad privredne aktivnosti od zemalja u regionu koji pri tom nije imao negativan uticaj na kretanje zaposlenosti tokom perioda posmatranja. Veliki pad zaposlenosti u period krize u Srbiji ukazuje na zaključak da je kriza ubrzala nedovršeni proces tranzicije i restrukturiranja društvenih preduzeća, čiji su efekti po tržište rada čak i drastičniji od efekata same ekonomske krize. S obzirom da proces restrukturiranja još nije dovršen ocenjujemo da će on imati uticaj na stopu zaposlenosti i u narednoj godini uprkos najavljenom pozitivnom rastu BDP.

**Tabela T3-4. Pad zaposlenosti u zemljama Zapadnog Balkana u periodu ekonomske krize**

Zemlja	Kumulativni pad BDP <sup>1</sup>	Ukupan pad zaposlenosti <sup>2</sup>	Elasticitet zaposlenosti <sup>3</sup>
Crna Gora	5.7	5	0.8
Bosna i Hercegovina	3	5	1.6
Makedonija	1	-4	-4
Hrvatska	10.2	13.8	1.35
Srbija	6.2	17 16.2 <sup>4</sup>	2.74 2.6 <sup>4</sup>

Izvor: Ankete o radnoj snazi za svaku zemlju

1) Period trajanja krize je različit za svaku zemlju, tako da kumulativni pad BDP računamo od početka krize do trenutka izlaska iz recesije

2) Ukupan pad zaposlenosti se odnosi na period od Q1 2008. do Q2 2012.

3) Elasticitet zaposlenosti predstavlja kretanje zaposlenosti u odnosu na BDP, odnosno procentualnu promenu zaposlenosti za svaki procenat promene BDP

4) Ukupan pad zaposlenosti isključujući zaposlenost u poljoprivredi. Elasticitet zaposlenosti isključujući zaposlenost u poljoprivredi

## Zarade

*Prosečna realna zarada na međugodišnjem nivou nastavlja da opada i u Q3*

Prosečna realna zarada, nakon tri uzastopna kvartala rasta, po prvi put je opala u drugom kvartalu ove godine. Pad je bio još izraženiji u Q3 i iznosio čak 6,8% na nivou celokupne privrede. Realne zarade na međugodišnjem nivou najviše su opale u privredi i u javnim državnim preduzećima, po 8,2%, zatim u administraciji na svim nivoima 6,8%, javnim lokalnim preduzećima 4,9%, obrazovanju i kulturi 3,8%, a najmanje u zdravstvu 2,1% (Tabela T3-5).

**Tabela T3-5. Srbija: bruto zarade u javnom sektoru 2004-2012, međugodišnji realni indeksi**

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Ostalo (privreda)	Prosek Srbije
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
	1	2	3	4	5		
<b>2004</b>	107,4	107,7	110,9	107,9	113,4	113,7	111,4
<b>2005</b>	105,9	106,0	100,8	100,5	103,0	106,9	107,1
<b>2006</b>	109,1	107,2	109,4	110,8	102,9	113,7	111,3
<b>2007</b>	111,1	114,7	123,8	116,7	105,0	114,1	114,6
<b>2008</b>	100,7	105,7	101,3	101,2	95,9	105,7	105,5
<b>2009</b>	95,1	96,3	97,0	97,9	97,8	104,1	101,1
<b>2010</b>	99,1	95,1	94,3	98,1	98,0	104,5	101,2
<b>2011</b>	99,2	95,5	97,2	104,0	95,1	101,1	99,9
<b>2007</b>							
Q1	111,5	112,6	125,4	129,8	113,8	117,3	118,5
Q2	118,6	119,2	131,5	118,9	104,5	117,4	118,6
Q3	114,1	116,7	127,5	112,5	104,1	112,5	114,1
Q4	100,1	110,3	111,0	105,8	97,4	109,0	108,2
<b>2008</b>							
Q1	99,2	109,5	105,6	94,3	98,5	107,3	105,2
Q2	99,6	104,8	99,4	103,0	89,0	104,2	103,1
Q3	100,8	104,7	101,1	103,6	91,7	106,3	105,0
Q4	103,3	103,7	99,2	103,9	104,4	105,1	104,1
<b>2009</b>							
Q1	99,8	97,9	99,4	98,4	100,8	105,1	102,5
Q2	94,0	97,4	98,1	99,0	99,3	104,8	102,0
Q3	93,6	96,2	96,9	98,1	95,4	102,9	100,1
Q4	93,0	93,6	93,5	96,0	95,9	104,0	99,9
<b>2010</b>							
Q1	95,8	96,1	96,1	102,2	98,0	103,5	101,1
Q2	101,0	96,7	95,1	102,1	98,3	106,6	103,2
Q3	100,4	95,1	94,6	94,5	99,8	105,8	101,8
Q4	99,4	92,5	91,2	93,5	95,7	102,4	98,8
<b>2011</b>							
Q1	98,1	89,4	92,0	100,6	92,2	100,4	97,7
Q2	97,8	94,4	97,4	99,9	94,3	98,3	97,7
Q3	100,7	97,5	97,6	108,3	95,1	102,5	101,5
Q4	100,0	100,8	102,0	107,3	98,8	103,3	102,9
<b>2012</b>							
Q1	104,7	104,9	102,5	107,4	103,7	106,7	106,0
Q2	105,3	100,7	99,8	103,4	101,5	107,5	105,3
Q3	98,6	96,9	97,6	95,2	96,6	99,3	98,4

Izvor: RZS.

Napomene:

1) Kolona 6 uključuje privatna, društvena i mešovita preduzeća (bez preduzetnika).

2) U koloni 6 je predstavljena ocenjena veličina koja se dobija kada se od ukupne mase zarada u Srbiji oduzme masa zarada u javnom sektoru, a zatim se ta razlika podeli sa brojem zaposlenih u privredi (kolona 7, Tabela T3-3).

3) Međugodišnji realni indeksi u kolonama 6 i 7 za 2008. i 2009. su izračunati na osnovu proširenog uzorka za obračun prosečne zarade, koji uključuje i zaposlene kod preduzetnika.

## 3. Zaposlenost i zarade

**Pad zarada u Q3 u odnosu na Q2 ipak najveći u privredi**

Ukoliko se pogledaju desezonirani podaci o realnim neto zaradama u ovim sektorima u Tabeli T3-6, uočavamo slična kretanja- plate su u trećem kvartalu u odnosu na drugi opale kako u privredi tako i u javnom sektoru. Ipak, privreda i administracija na svim nivoima beleže najveći pad realnih zarada u dva uzastopna kvartala i to za 4,8%. To je više nego dvostruko veći pad u odnosu na umanjene zarade u javnim državnim preduzećima. U obrazovanju, zdravstvu i javnim lokalnim preduzećima pad je približno isti i iznosi 1.3%.

Pad zarada u privredi posledica je kombinacije dva faktora: stagnacije nominalnih zarada usled recesije i veoma visoke inflacije usled nastavka rasta cena hrane, fiskalne ekspanzije iz prve polovine godine, depresijacije dinara (koja je zaustavljena u septembru) i povećanja PDV u oktobru. Od juna do oktobra ukupni porast cena iznosio je 7% (videti trendove o Cenama i deviznom kursu). Zduženi efekat ovih promena uticaće da se rast inflacije nastavi sve do kraja prvog kvartala naredne godine što će se odraziti i na realne zarade.

U javnom sektoru, s druge strane, pad realnih zarada je posledica politike plata prema kojoj su nominalne zarade trebalo da ostanu konstantne u Q3.

**T3-6. Realne desezonirane neto zarade u privredi i javnom sektoru**

Lančani indeks	Neto Zarade	Privreda	Javna državna preduzeća	Javna lokalna preduzeća	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad
2011,Q4	99.4	99.2	99.9	100.8	98.8	100.5	100.3
2012,Q1	102.5	103.2	108.6	100.0	103.0	99.9	100.3
2012,Q2	99.9	100.8	94.7	99.2	100.8	99.0	99.3
2012,Q3	96.6	96.0	92.6	97.9	96.1	97.6	98.0

Izvor: obračun QM

Ukoliko na Grafikonu T3-7 pogledamo kretanje lančanog indeksa za realne desezonirane neto zarade u privredi i javnim preduzećima od početka 2009. godine, najveće oscilacije uočavamo kod javnih republičkih preduzeća a najmanje kod javnih lokalnih. Do najvećeg skoka zarada u javnim preduzećima nekoliko godina za redom dolazi prelaskom iz poslednjeg kvartala tekuće godine u prvi kvartal naredne godine. Ostaje da vidimo da li će se isto dogoditi i ovaj put i kakvi će biti dometi Zakona o utvrđivanju maksimalne zarade u javnom sektoru. U osnovi predloga ovog zakona bila je ideja da se za isti rad u javnom sektoru, bilo da je pojedinac zaposlen u sektoru države ili javnom preduzeću, dobija približno jednaka plata. Dosada su postojale velike razlike u visini zarada za isti posao (npr. za rad kafe kuvarice ili programera) u okviru samog državnog sektora (administracije, policije, vojske), ali su još veće razlike bile prisutne između državnog sektora i javnih preduzeća (o Zakonu više u Osvrtu).

## 4. Platni bilans i spoljna trgovina

U Q3 ostvarena je relativno niska vrednost deficita tekućeg računa od 543 miliona evra (7,3% BDP-a), što je bitnije ispod vrednosti iz prethodna dva kvartala. Povoljan trend smanjenja tekućeg deficita od početka godine posledica je pada deficita spoljnotrgovinske razmene, koji se velikim delom duguje odloženom efektu realne deprecijacije domaće valute. Tokom Q3 na vrednost izvoza, pored deviznog kursa, pozitivno je uticao početak proizvodnje FIAT automobila. Sa druge strane, smanjena tražnja u zemljama evrozone i okruženja – usled novog talasa krize – odrazila se negativno na izvezenu vrednost u trećem kvartalu. Usporavanje uvoza u Q3 u velikoj meri je rezultat privremenog smanjenja fiskalnog deficita u periodu promene Vlade, koja je zajedno sa odloženim dejstvom deprecijacije domaće valute, dovela do smanjenja domaće tražnje i time do relativno niske uvezene vrednosti. Mere fiskalne konsolidacije i proizvodnja automobilske industrije će imati pozitivan uticaj na vrednost spoljnotrgovinske razmene i u narednom periodu, s tim što će trenutna aprecijacija dinara, ovogodišnja suša i sezonsko povećanje potrošnje krajem godine, delovati nepovoljno. To se odražava već u oktobru 2012., s obzirom da je izvoz za 16,4%, a uvoz za 10,7% iznad vrednosti iz oktobra 2011. godine. Ipak, ukoliko dođe do oporavka zemalja glavnih uvoznica naših proizvoda uz relativno „dobru“ poljoprivrednu sezonu 2013. godine i pronalaženje strateškog partnera za Železaru Smederevo, to bi u narednoj godini dovelo do značajnije promene strukture spoljnotrgovinske razmene, koja podrazumeva veću pokrivenost uvoza izvozom - i time smanjenje spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita i značajno približavanje njihovim ravnotežnim nivoima. Tokom Q3 izuzetno oskudan priliv kapitala duguje se nepovoljnoj ekonomskoj situaciji na međunarodnom tržištu, što zajedno sa odlaganjem dogovora sa MMF-om umanjuje verovatnoću priliva značajnijih inostranih investicija u narednoj godini.

***Povoljan trend smanjenja tekućeg deficita se nastavlja u Q3...***

Povoljan trend smanjenja tekućeg deficita se nastavlja. U Q3 ostvarena je relativno niska vrednost deficita tekućeg računa platnog bilansa od 543 miliona evra (7,3% BDP-a), što je bitnije ispod vrednosti iz prethodna dva kvartala - Q1: 1.177 miliona evra (17,0% BDP-a) i Q2: 718 miliona evra (9,7% BDP-a, v. Tabelu T4-1). Zabeleženo smanjenje tekućeg deficita u odnosu na kvartalne vrednosti iz prve polovine godine posledica je relativno nižeg nivoa spoljnotrgovinskog deficita, znatnog priliva neto tekućih transfera, kao i smanjenog neto odliva na račun dohotka (Grafikon T4-2).

***...i u najvećoj meri se duguje smanjenju deficita robne razmene***

Deficit robne razmene beleži smanjenje od početka godine (Grafikon T4-3). U Q3 on iznosi 1.184 miliona evra i čini 15,9% BDP-a, što je relativno nizak nivo u poređenju sa uobičajenim kvartalnim vrednostima. Takođe, ovakva vrednost robnog deficita je znatno ispod vrednosti ostvarene tokom Q1 (1.551 miliona evra, tj. 22,4% BDP-a) i Q2 2012. godine (1.273 miliona evra, 17,2% BDP-a, Tabela T4-1)<sup>1</sup>. Smatramo da je prisutan trend smanjenja robnog deficita od početka 2012. godine velikim delom posledica realne deprecijacije dinara, koja je obeležila kraj prethodne i veći deo tekuće godine, a koja se odražava na robnu razmenu sa određenim vremenskim pomakom. Pored deviznog kursa, na vrednost izvoza pozitivno je uticao početak prodaje FIAT automobila. Sa druge strane smanjena tražnja u zemljama evrozone i okruženja - usled novog talasa krize - odrazila se negativno na domaći izvoz. Usporavanje uvoza tokom Q3 u velikoj meri je rezultat privremenog smanjenja fiskalnog deficita u poslednjim mesecima prethodne Vlade i na početku mandata nove Vlade (videti Poglavlje 6). Naime, smanjenje državne potrošnje zajedno sa odloženim dejstvom deprecijacije domaće valute dovele su do smanjenja domaće tražnje i time do pada vrednosti uvoza.

<sup>1</sup> Ipak, treba imati u vidu da je zabeleženi pad robnog deficita u BDP-u za 5,5 procentnih poena u odnosu na Q1 i 1,3 procentna poena u odnosu na Q2, delom posledica variranja vrednosti u imeniocu (vrednosti BDP-a) - koja se duguje deprecijaciji dinara u u prvoj polovini godine i s jedne strane aprecijaciji dinara, a sa druge strane padu BDP-a u Q3.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

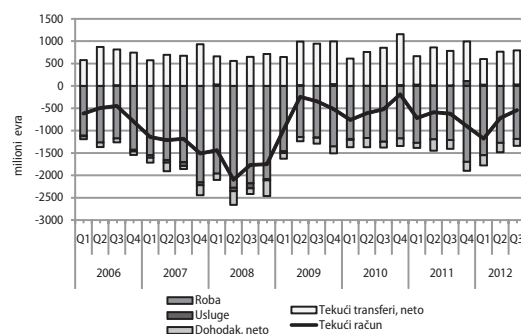
	2009	2010	2011	2011			2012		
				Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
	u mil. evra								
<b>TEKUĆI RAČUN</b>	-2.084	-2.082	-2.828	-717	-587	-621	-1.177	-718	-543
Roba	-5.118	-4.774	-5.376	-1.271	-1.196	-1.209	-1.551	-1.273	-1.184
Izvoz robe, f.o.b <sup>1)</sup>	5.978	7.402	8.439	1.955	2.162	2.171	1.852	2.283	2.244
Uvoz robe, f.o.b <sup>1)</sup>	-11.096	-12.176	-13.814	-3.226	-3.358	-3.380	-3.403	-3.556	-3.427
Usluge	18	5	162	28	12	13	29	1	33
Prihodi	2.500	2.667	3.032	631	720	816	667	747	839
Rashodi	-2.482	-2.662	-2.870	-603	-708	-803	-638	-746	-805
Dohodak	-502	-670	-758	-112	-252	-195	-229	-211	-156
Prihodi	500	438	428	101	100	101	109	134	138
Rashodi	-1.002	-1.108	-1.186	-214	-352	-296	-338	-345	-293
Tekući transferi-neto	3.518	3.356	3.143	638	849	771	574	765	762
od čega: zvanična pomoć	197	193	206	49	41	39	26	38	43
od čega: poslata sredstva (doznake)	2.618	2.383	2.165	450	596	546	359	523	483
<b>KAPITALNI RAČUN- neto</b>	2	1	-2	-1	0	-1	-3	-4	-1
<b>FINANSIJSKI RAČUN</b>	2.207	1.986	2.610	601	531	579	1.017	663	488
Direktne investicije- neto	1.372	860	1.827	307	259	661	-372	234	117
Portfolio investicije	-51	39	1.619	520	246	871	76	58	-37
Ostale investicije	3.249	158	966	-58	58	125	397	-729	69
Trgovinski krediti	654	83	509	90	89	52	117	177	24
Finansijski krediti	1.414	830	-413	-879	34	226	-20	-135	-160
NBS	1.114	341	45	-4	52	-3	-4	0	-111
Vlada	258	735	687	29	275	297	18	91	86
Banke	894	626	-729	-691	-132	-10	-150	-358	-63
Dugoročni	492	619	419	3	10	99	-84	-117	-80
Kratkoročni	402	6	-1.148	-694	-142	-109	-66	-241	18
Ostali sektori (privreda)	-853	-872	-416	-214	-160	-58	115	132	-73
Gotov novac i depoziti	760	-754	870	731	-65	-153	300	-770	204
Ostala aktiva i pasiva	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	422	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Sredstva rezervi ( - povećanje)</b>	-2.363	929	-1.801	-168	-33	-1.078	916	1.100	340
<b>GREŠKE I PROPUSTI- neto</b>	-124	96	220	117	56	43	163	60	57
<b>UKUPNI BILANS</b>	2.363	-929	1.801	168	33	1.078	-916	-1.100	-340
	u % BDP-a								
Bilans tekućih transakcija	-7,2	-7,4	-9,1	-10,3	-7,2	-7,7	-17,0	-9,7	-7,3
Bilans robne razmene	-17,7	-17,1	-17,2	-18,2	-14,7	-15,0	-22,4	-17,2	-15,9
Izvoz robe	20,6	26,5	27,0	28,0	26,5	27,0	26,8	30,9	30,1
Uvoz robe	-38,3	-43,6	-44,3	-46,3	-41,2	-42,0	-49,2	-48,1	-46,1
Bilans robe i usluga	-17,6	-17,1	-16,7	-17,8	-14,5	-14,9	-22,0	-17,2	-15,5
Tekući transferi - neto	12,1	12,0	10,1	9,1	10,4	9,6	8,3	10,3	10,2
BDP u evrima <sup>2)</sup>	28.966	27.956	31.203	6.976	8.155	8.051	6.919	7.400	7.442

Izvor: NBS

1) Izvoz i uvoz f.o.b, prema metodologiji NBS koja je prilagođena IMF BOPM-5.

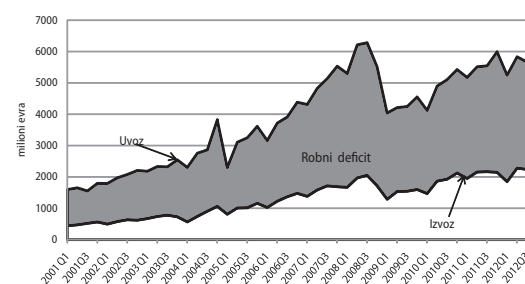
2) Kvaralne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Grafikon T4-2. Tekući račun i njegove komponente, 2006-2012



Izvor: NBS, QM

Grafikon T4-3. Uvoz robe, izvoz robe i robni deficit, 2001-2012

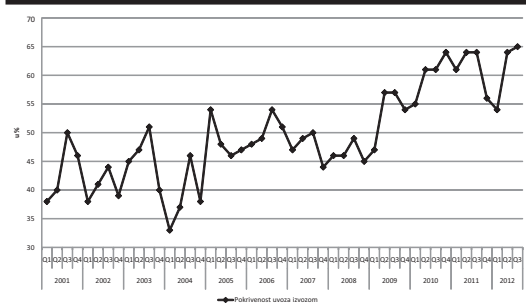


Izvor: NBS, QM



**Izvoz raste brže od uvoza pa je pokrivenost uvoza izvozom relativno visoka**

**Grafikon T4-4. Srbija: pokrivenost uvoza izvozom, kvartalno, 2001-2012**



Izvor: RZS, NBS, QM.

Tokom Q3 izvezeno je robe u vrednosti od 2.244 miliona evra, tj. 30,1% BDP-a. Uvoz u Q3 iznosi 3.427 miliona evra, što je 46,1% ostvarene kvartalne vrednosti BDP-a. Međugodišnji porast izvoza isnosi 3,4%<sup>2</sup>. S druge strane, međugodišnji rast uvoza u Q3 iznosi 1,4%. S obzirom na značajno brži rast izvoza od uvoza, posmatrano međugodišnje, pokrivenost uvoza izvozom je blago povećana (sa 64% u Q3 2011 na 65% u Q3 2012. godine). Time je ujedno ovaj pokazatelj dostigao rekordnu vrednost u poređenju sa prethodnim kvartalnim vrednostima (Grafikon T4-4).

**Vrednosti tekućih transfera i doznaka na nivou su vrednosti iz Q2 2012. i blago ispod proseka 2011. godine**

Neto priliv tekućih transfera iznosi 763 miliona evra. Od tog iznosa 483 miliona čini priliv po osnovu doznaka. Ovakve vrednosti tekućih transfera i doznaka na nivou su vrednosti iz Q2 2012. i blago ispod proseka 2011. godine, ali su znatnije iznad vrednosti priliva zabeleženih u Q1 2012 – kada je ostvaren relativno nizak priliv sredstava po ovom osnovu (koji je verovatno većim delom posledica povećanih neizvesnosti početkom godine zbog novog talasa krize u Evropi<sup>3</sup>). Na računu dohotka zabeležen je neto odliv od 156 miliona evra, koji je nešto niži od vrednosti neto odliva u prethodnim kvartalima 2012. godine usled nižih rashoda po osnovu dohotka (Tabela T4-1).

**U poslednjem kvartalu 2012. godine očekujemo nastavak opadajućeg trenda spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita**

U poslednjem kvartalu 2012. godine očekujemo nastavak opadajućeg trenda spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita. Na robni, i time tekući deficit pozitivno će se odraziti početak proizvodnje u automobilskoj industriji i pad domaće tražnje, dok će negativno dejstvo imati aktuelna aprecijacija domaće valute, loša poljoprivredna godina i niska inostrana tražnja. Posmatrano po komponentama robnog deficita, očekujemo da će značajan pozitivan uticaj na izvoz imati dalja proizvodnja i izvoz FIAT automobila. Sa druge strane, izvozni rezultat će biti pod nepovoljnim uticajem jačanja vrednosti dinara, smanjenog izvoza poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda usled loše poljoprivredne godine, kao i ekonomskih dešavanja u zemljama koje su glavni uvoznici domaće robe (pre svega zemalja Evropske unije, zemalja CEFTA sporazuma i dr.). Očekujemo da će na smanjenje uvoza uticati donesene mere fiskalne konsolidacije, koje će dovesti do smanjenja domaće tražnje. Sa druge strane pad domaće tražnje može biti ublažen dejstvom realne aprecijacije domaće valute i privremenom fiskalnom ekspanzijom u Q4, karakterističnom za kraj godine.

**Neto odliv kapitala od 188 miliona evra kumulativno obeležio je prva tri kvartala 2012. godine...**

Nakon niskog priliva kapitala tokom Q1 (101 miliona evra, neto), i čak odliva u Q2 (-437 miliona evra), tokom Q3 ostvaren je skroman neto priliv od 148 miliona evra (Grafikon T4-5). Tako je od početka godine zabeležen neto odliv kapitala od 188 miliona evra. Možemo reći da je ovaj rezultat većinom eksterne prirode, tj. duguje se nepovoljnom ekonomskom situacijom na međunarodnom tržištu, koja se odražava ne samo na povećanu opreznost stranih investitora i banaka i na smanjen nivo međunarodnih ulaganja, već i na primetno odsustvo, i čak povećano povlačenje inostranog kapitala u zemljama Evrope. U Srbiji u toku 2012. godine, kumulativno gledano, zabeležen je neto odliv SDI (21 miliona evra<sup>4</sup>), nizak priliv po osnovu portfolio investicija (96 miliona, neto) i neto odliv na računu ostalih investicija (263 miliona). Skroman priliv inostranog kapitala u Q3 od 148 miliona evra duguje se maloj vrednosti SDI (117 miliona evra, neto), povlačenju portfolio investitora i veoma niskom neto prilivu ostalih investicija (69 miliona evra). Tako, priliv kapitala u Q3 nije bio dovoljan za pokrivanje tekućeg deficita, pa su devizne rezerve smanjene za dodatnih 340 miliona evra. I u Q4 ne očekujemo porast priliva inostranog kapitala.

**...i prvenstveno se duguje nepovoljnoj ekonomskoj situaciji na međunarodnom tržištu**

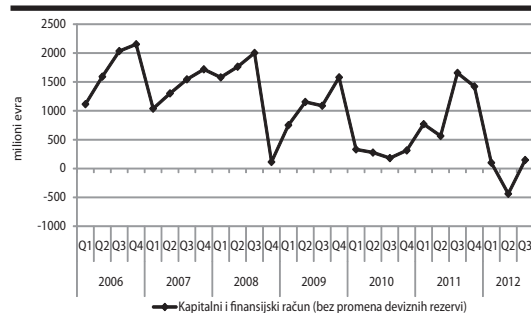
2 U delu teksta koji se bavi analizom platnog bilansa koriste se korigovani podaci za uvoz i izvoz (f.o.b.) koje objavljuje NBS i koji se računaju po metodologiji MMF-a ("Balance of Payments Manual", fifth edition, IMF; <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>). U delu teksta koji se bavi analizom uvoza i izvoza koristimo podatke RZS koji se metodološki razlikuju od podataka NBS. Zbog toga postoji razlika u prikazanom uvozu i izvozu kao i u stopama rasta

3 V. QM28, odeljak „Platni bilans i spoljna trgovina“.

4 To je posledica činjenice da je u Q1 neto odliv SDI iznosio 372 miliona evra (otkup akcija Telekom Srbija od grčke telekomunikacione kompanije OTE u iznosu od 380 miliona evra i povlačenje dela kapitala Telenora - oko 120 miliona evra, v. QM28, odeljak „Platni bilans i spoljna trgovina“), praćen niskim prilivom SDI u Q2 i Q3.

**Nizak neto priliv na račun Ostalih investicija**

**Grafikon T4-5. Kapitalni i finansijski račun, 2006-2012**



Izvor: NBS, QM

po osnovu kratkoročnih kredita (Tabela T4-1). Preduzeća su u Q3 2012. zabeležila razduživanje ka inostranstvu u iznosu od 73 miliona evra, neto. Od toga 80 miliona evra predstavlja razduživanje po osnovu dugoročnih kredita. Na račun *Gotov novac i depoziti* ostvaren je neto priliv u iznosu od 204 miliona evra.

**Pad deviznih rezervi u Q3**

Pad deviznih rezervi tokom Q3 iznosi 340 miliona evra. Devizne rezerve su smanjene za 916 miliona evra u Q1, 1,1 milijardi evra u Q2, tako da kumulativan pad deviznih rezervi NBS tokom prva tri kvartala 2012. godine iznosi 2.355 miliona evra. Prodaja evroobveznica Republike Srbije evidentirana je u oktobru, pa su devizne rezerve u oktobru uvećane za 326 miliona evra<sup>5</sup>. U julu Narodna banka Srbije je intervenisala kako bi sprečila preterane dnevne oscilacije kursa sa 45 miliona evra, u avgustu sa dodatnih 15 miliona evra, dok u septembru nije intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu. Tako su intervencije Narodne banke Srbije u Q3 gotovo zanemarljive imajući u vidu da je po ovom osnovu bilo zabeleženo smanjenje deviznih rezervi u prvoj polovini godine od 1,29 milijardi evra.

## Izvoz

**U Q3 2012. izvoz iznosi 2.254 miliona evra, tj. 4,5% iznad Q3 2011. godine...**

U Q3 ukupan izvoz iznosi 2.254 miliona evra, što je za 4,5% iznad ostvarene vrednosti u Q3 2011. godine (Tabela T4-6). U oktobru izvoz beleži značajno ubrzanje od 16,4% međugodišnje.

Tokom Q3 najveći međugodišnji rast izvoza zabeležen je kod *Kapitalnih proizvoda* (41,3%). Takođe, međugodišnji rast izvezeno vrednosti ostvaren je i kod *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* (19,7%), kod proizvoda svrstanih u grupu *Ostali izvoz* (14,1%), kao i kod *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* (8,3%). Sa druge strane, izvoz *Intermedijarnih proizvoda* i *Energije* beleži pad od 8,9% i 5,8%, respektivno.

**...i najvećim delom ostvaren zahvaljujući prvim rezultatima automobilske industrije**

Ovakva struktura izvoza - gde je najveći rast izvezeno vrednosti zabeležen kod kapitalnih proizvoda, ostvarena je zahvaljujući prvim rezultatima automobilske industrije. Naime, i pored velikog značaja koju je automobilska industrija imala za ukupni izvoz u Q3, važno je napomenuti da je izvoz FIAT automobila počeo u avgustu, tako da nije doprineo izvoznom rezultatu u sva tri meseca trećeg kvartala. Imajući to u vidu očekujemo da će u narednim kvartalima doprinos od izvoza automobila biti još izraženiji, kada bude evidentiran u svakom mesecu tokom kvartala.

**S druge strane međugodišnji pad izvoza metala...**

S druge strane, visoki međugodišnji pad izvoza metala u Q3 2012. usled obustave proizvodnje u Železari Smederevo u julu negativno doprinosi ukupnom izvozu. Inače, izvoz *Gvožđa i čelika* u Q3 opao za 62,2% međugodišnje, dok je u prvih devet meseci 2012. godine za 56,7% niži u odnosu na ostvarenu vrednost u istom periodu prethodne godine. Takođe, loša poljoprivredna

<sup>5</sup> Po osnovu prodaje evroobveznica devizne su uvećane za 806,4 miliona evra, dok je najveći odliv evidentiran po osnovu povlačenja više izdvojene devizne rezerve banaka u poređenju sa nivoom obračunatim u septembru i po osnovu obaveza preme inokreditorima, v. <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=6133&konverzija=no>

**...i pad tražnje u Evrozoni i zemljama okruženja negativno su uticali na izvozni rezultat**

sezona se za sada nije bitnije odrazila na izvoz poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda, s tim što se negativni efekti ovogodišnje suše tek očekuju. Izvoz *Žitarica i proizvoda od žitarica* je od početka godine za 32,3% veći u odnosu na prvih devet meseci 2011., što je delimično posledica i dalje visokih svetskih cena ovih proizvoda. Samo je izvoz *Povrća i voća* opao za 5,0% međugodišnje. Takođe pad tražnje u Evrozoni i zemljama okruženja, koji su naši glavni izvozni partneri, predstavlja bitnu nepovoljnu okolnost za izvozni rezultat. Stoga, postavlja se pitanje da li će i u kojoj meri povećanje izvoza automobila uspjeti da nadomesti ostale negativne efekte u narednom periodu, naročito ukoliko se uskoro ne nađe strateški partner za ponovno pokretanje proizvodnje u Železari Smederevo.

**Tabela T4-6. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2010–2012**

	Učešće u ukupnom izvozu u 2011 u %	2010 <sup>1)</sup>	2011 <sup>1)</sup>	2011			2012			2012			
				Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	
				u mil. evra									
													u %
Ukupno	100,0	7.393	8.441	1.964	2.157	2.157	1.863	2.282	2.254	-5,2	5,8	4,5	
Energija	3,7	344	309	63	117	69	64	86	65	1,5	-26,7	-5,8	
Intermedijarni proizvodi	47,5	3.399	4.009	986	1.071	1.013	833	995	922	-15,6	-7,1	-8,9	
Kapitalni proizvodi	11,7	873	990	198	245	250	217	308	354	9,8	25,5	41,3	
Trajni proizvodi za široku potrošnju	4,1	320	347	75	90	90	79	101	107	5,6	12,3	19,7	
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	25,2	1.933	2.128	466	499	572	501	565	619	7,5	13,2	8,3	
Ostalo	7,8	525	658	177	135	164	169	228	187	-4,6	69,3	14,1	

Izvor: RZS

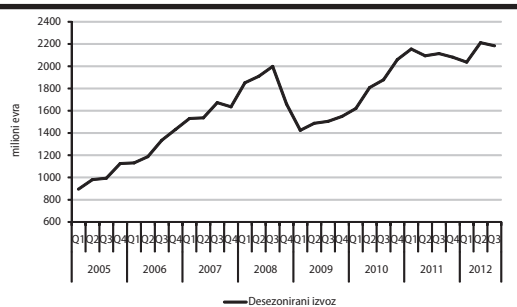
1) podaci u milionima evra, kao i međugodišnje stope rasta dobijeni na osnovi podataka Republičkog zavoda za statistiku obračunatih po novoj metodologiji. Za detalje v. QM br.20, Okvir 1 „Promena metodologije spoljne trgovine Republičkog zavoda za statistiku Srbije“.

**Desezona vrednost izvoza ukazuje na smanjenje izvoza**

Grafik desezoniranih vrednosti izvoza ukazuje na smanjenje izvoza u Q3 u odnosu na Q2 (Grafikon T4-7). Izražena nepovoljna situacija u evrozoni i zemljama okruženja, i pored izvesnog pokretanja proizvodnje automobila, uticali su da je desezonirana vrednost izvoza u Q3 1,3% ispod vrednosti prethodnog kvartala.

**Očekujemo nastavak rasta izvoza u narednom periodu**

**Grafikon T4-7. Srbija: desezonirani izvoz, kvartalno, 2005-2012**



Izvor: NBS, RZS, QM

Ipak, smatramo da će izvoz automobila u narednim kvartalima u velikoj meri pozitivno doprineti vrednosti ukupnog izvoza. Uz to, oporavak zemalja glavnih uvoznica naših proizvoda uz „dobru“ poljoprivrednu sezonu 2013. godine i pronalaženje strateškog partnera za Železaru Smederevo, značio bi bitnije preokretanje domaće ekonomije ka održivom modelu. Naime, brz rast izvoza uz umereni porast uvoza bi uslovio neophodnu promenu strukture spoljnotrgovinske razmene, koja podrazumeva veću pokrivenost uvoza izvozom, i time smanjenje spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita i značajno približavanje njihovim ravnotežnim nivoima. Umerena realna deprecijacija dinara uticala bi na poboljšanje cenovne konkurentnosti privrede Srbije, čime bi se delimično neutralisao negativan uticaj krize u EU na tražnju za proizvodima iz Srbije, dok bi se destimulisao uvoz stranih proizvoda.

## Uvoz

**U Q3 uvoz usporava rast usled privremenog smanjenja fiskalnog deficita i deprecijacije deviznog kursa iz prethodnog perioda**

U Q3 uvezeno je robe u vrednosti od 3.540 miliona evra. Tako, međugodišnji porast uvoza u Q3 iznosi 1,2%, nakon međugodišnjeg rasta od 5,5% u Q1 i 5,9% u Q2. To je posledica je privremenog smanjenja fiskalnog deficita u periodu promene Vlade i nelikvidnosti države i deprecijacije deviznog kursa iz prethodnog perioda, koje su dovele do smanjenja domaće tražnje i time doprinele smanjenju uvezene vrednosti (Tabela T4-8). Ipak, u oktobru uvoz ubrzava rast i za 10,7% je iznad ostvarene vrednosti u oktobru 2011. godine.

## 4. Platni bilans i spoljna trgovina

Uvoz *Energije* tokom Q3 je za 10,9% ispod prošlogodišnjeg. S obzirom da su svetske cene energije u evrima u Q3 za 11,4% iznad cena iz istog perioda prethodne godine<sup>6</sup>, pad uvezene količine energije je još izraženiji. Smanjenje uvoza energije je prvenstveno posledica povećane eksploatacije nafte u Srbiji. Uvoz bez energije je zabeležio rast od 3,6% međugodišnje (Tabela T4-8).

Najveći doprinos rastu uvoza u Q3 dali su proizvodi svrstani u grupu *Ostalo*. Zabeležen je i blagi rast uvoza *Trajnih* i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*. Sa druge strane zabeležen je pad uvoza *Kapitalnih* i *Itermedijarnih proizvoda* za 5,2%, odnosno 0,5% međugodišnje. Po prvi put po najnovijim podacima Republičkog zavoda za statistiku za oktobar na listi uvoznih grupa po vrdnosti na prvom mestu se nalaze *Delovi i pribor za motorna vozila*<sup>7</sup>.

**Tabela T4-8. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2010–2012**

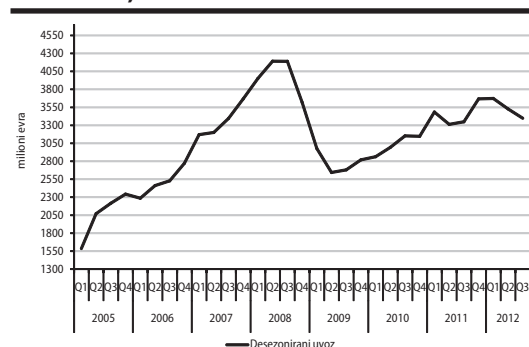
	Učešće u uvozu 2011 u %	2010 <sup>1)</sup>	2011 <sup>1)</sup>	2011			2012			2012		
				Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
				u mil. evra			u %			u %		
Ukupno	100,0	12.622	14.250	3.341	3.476	3.499	3.524	3.682	3.540	5,5	5,9	1,2
Energija	20,0	2.453	2.846	767	626	599	817	546	533	6,4	-12,9	-10,9
Intermedijarni proizvodi	35,3	4.390	5.037	1.130	1.354	1.311	1.174	1.364	1.304	3,9	0,7	-0,5
Kapitalni proizvodi	19,7	2.336	2.807	664	671	687	608	684	651	-8,5	2,0	-5,2
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,3	373	321	69	75	80	79	86	81	15,2	15,0	1,6
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,3	2.024	2.185	476	519	579	517	537	581	8,8	3,5	0,3
Ostalo	7,4	1.046	1.053	235	231	244	329	465	389	39,8	101,2	59,4
Uvoz bez energije	80,0	10169	11404	2.574	2.850	2.901	2.708	3.137	3.006	5,2	10,1	3,6

Izvor: RZS

1) podaci u milionima evra, kao i međugodišnje stope rasta dobijeni na osnovi podataka Republičkog zavoda za statistiku obračunatih po novoj metodologiji. Za detalje v. QM br.20, Okvir 1. "Promena metodologije spoljne trgovine Republičkog zavoda za statistiku Srbije".

**Desezonirane vrednosti uvoza takođe ukazuju na izraziti pad uvezene vrednosti**

**Grafikon T4-9. Srbija: Desezonirani uvoz, kvartalno, 2005-2012**



Izvor: NBS, RZS, QM

Grafikon desezoniranih vrednosti uvoza takođe ukazuje na izraziti pad uvezene vrednosti - 3,7% u Q3 u odnosu na Q2 (što je pad od čak 14% anualizovano, Grafikon T4-9). Na grafikonu se može uočiti da je desezonirani uvoz i dalje znatno ispod pretkiznih vrednosti. Smatramo da će se efekti fiskalne konsolidacije značajnije odraziti na domaću tražnju i tokom poslednjeg kvartala tekuće godine, kao i u 2013. godini, tako da i dalje očekujemo izostanak bitnijeg rasta vrednosti uvoza. Ipak, odloženi efekat trenutne aprecijacije dinara će podstaći rast uvoza u narednom periodu, pod uslovom da aprecijacije bude trajnija.

## Spoljni dug

**U Q3 zabeležen je porast spoljnog duga za 746 miliona evra tokom Q3, iako suštinski ne postoji rast zaduživanja**

Ukupan spoljni dug Srbije na kraju Q3 2012. godine iznosi 24.832 miliona evra i čini 83,4% bruto domaćeg proizvoda (Tabela T4-10). U odnosu na kraj Q2, spoljni dug je uvećan za 746 miliona evra usled porasta zaduživanja privatnog sektora, dok je dug javnog sektora blago smanjen (Tabela T4-10). Ipak, evidentirani rast inostranog zaduživanja je tehnički, ali ne i suštinski. Naime, porast spoljnog duga tokom Q3 posledica je dodatnog zaduživanja preduzeća (823 miliona evra u Q3, od čega u septembru 805 miliona evra). Nagli porast spoljnog duga preduzeća, koji je ostvaren u septembru, posledica je proknjižene promene vlasnika Apatinske pivare<sup>8</sup>. Izuzimajući ovu promenu, spoljni dug privatnog sektora i ukupan spoljni dug bi bili gotovo nepromenjeni u odnosu na stanje na kraju Q2, jer su i banke tokom Q3 zabeležile minimalno neto zaduživanje – dugoročno razduživanje i kratkoročno zaduživanje manjeg obima – koje nije imalo značajniji uticaj na promenu iznosa spoljnog duga.

<sup>6</sup> Cene energije u dolarima su u Q3 2012. čak 1,5% ispod Q3 2011. godine, ali su usled činjenice da je evro u istom periodu značajno depresiro prema dolaru, cene izražene u evrima, kako je navedeno, i dalje bitno iznad prošlogodišnjih.

<sup>7</sup> <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=1452>

<sup>8</sup> Apatinska pivara je dobila kredit koji je računovodstveno trenutno evidentiran kao porast spoljnog duga, iako je platnobilansno neutralan, jer su novi vlasnici pivare isti dan i uplatili i povukli novac.

Učešće ukupnog inostranog duga u BDP-u znatno je više od zabeleženog učešća na kraju prethodnog kvartala – za 4,1 procentna poena (porast sa 79,3% na 83,4% BDP-a, Tabela T4-10). To je delimično posledica evidentiranog porasta ukupnog spoljnog duga po osnovu kredita Apatinske pivare, ali delom i bitnijeg smanjenja vrednosti bruto domaćeg proizvoda (koje je, s obzirom da je BDP izražen u evrima, ublažen aktuelnim jačanjem domaće valute prema evru). Kada bi iz porasta ukupnog spoljnog duga tokom Q3 izuzeli promenu po osnovu duga Apatinske pivare, spoljni dug bi činio 80,7% bruto domaćeg proizvoda i bio bi samo 1,4 procentna poena BDP-a veći od učešća na kraju juna 2012. godine. Uz to kada bi isključili i promenu BDP-a<sup>9</sup>, spoljni dug bi činio 79,1% BDP-a, tj. bio bi za 0,2 procentna poena BDP-a niži nego tri meseca ranije.

**Tokom 2012. ukupni spoljni dug će biti značajno uvećan i njegova struktura će biti bitno izmenjena u korist javnog sektora**

Spoljni dug na kraju avgusta<sup>10</sup> u odnosu na kraj 2011. godine uvećan je za 87 miliona evra. U odnosu na kraj 2011. godine, javni sektor je povećao svoju inostranu zaduženost za 327 miliona evra<sup>11</sup>. U istom vremenskom periodu privatni sektor se razdužio prema inostranstvu za 240 miliona evra. Tokom prvih osam meseci 2012. godine banke su se razdužile 5 miliona evra po osnovu dugoročnih i 288 miliona evra po osnovu kratkoročnih kredita. Preduzeća su se dodatno zadužila za 54 miliona evra od početka godine, po osnovu dugoročnih kredita, dok je nivo njihovog kratkoročnog zaduživanja ostao nepromenjen. Stoga, sve do septembra promene u stanju spoljnog duga su bile male i bile su posledica rasta zaduženosti javnog sektora. U septembru dolazi do preokretanja ovog trenda, jer je zabeležen pomenuti rast duga preduzeća.

Ipak, rast duga prvenstveno javnog sektora u prva tri kvartala uz dodatno zaduživanje države koje će biti evidentirano u Q4 ukazuju da će u 2012. godini ukupni spoljni dug biti značajno uvećan, a da će njegova struktura biti bitno izmenjena u korist javnog sektora. Stoga će odnos spoljnog duga prema BDP preći kritičnu vrednost od 80%, dok će troškovi servisiranja spoljnog duga u narednim godinama biti visoki. Prethodno ukazuje na neophodnost sistematskog smanjivanja deficita u tekućem platnom bilansu, jer se u suprotnom Srbija može suočiti sa problemima u održavanju spoljne likvidnosti. Značajan pad deviznih rezervi tokom 2012. godine, i očekivano smanjenje priliva kapitala ukazuje na neophodnost preventivnog delovanja kako se ne bi ugrozila spoljna likvidnost zemlje. Najvažnije mere u tom pravcu su usmeravanje deviznog kursa ka održivom nivou i smanjenje domaće tražnje kroz program fiskalne konsolidacije.

**Tabela T4-10. Srbija: struktura spoljnog duga, 2009–2012**

	2009	2010	2011				2012		
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
<b>stanja, u milionima evra, kraj perioda</b>									
Ukupan spoljni dug	22.487	23.786	22.672	22.734	23.860	24.125	24.068	24.086	24.832
(U % BDP-a) <sup>2)</sup>	77,6	85,1	79,7	77,0	78,5	77,3	77,3	79,3	83,4
Javni spoljni dug	7.764	9.076	8.861	9.138	10.433	10.773	10.655	11.032	10.944
(U % BDP-a) <sup>2)</sup>	26,8	32,5	31,2	30,9	34,3	34,5	34,2	36,3	36,7
Dugoročni	7.762	9.076	8.861	9.138	10.433	10.773	10.655	11.032	10.944
od čega MMF	1.110	1.529	1.475	1.506	1.582	1.618	1.581	1.644	1.524
od čega obaveze Vlade RS prema SP	422	449	434	428	449	459	449	467	462
Kratkoročni	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug	14.724	14.710	13.811	13.597	13.427	13.352	13.412	13.054	13.889
(U % BDP-a) <sup>2)</sup>	51,0	52,6	48,6	46,0	44,2	42,8	43,1	43,0	46,6
Dugoročni	12.720	12.880	12.696	12.630	12.569	12.704	12.834	12.712	13.526
od čega banke	2.597	3.362	3.347	3.413	3.551	3.782	3.784	3.754	3.745
od čega privreda	10.123	9.518	9.348	9.217	9.018	8.922	9.050	8.958	9.781
Kratkoročni	2.003	1.830	1.116	966	858	648	578	342	363
od čega banke	1.713	1.731	1.036	895	785	582	515	275	292
od čega privreda	290	100	79	72	73	66	63	67	71
Neto spoljni dug <sup>1)</sup> , (u% BDP-a) <sup>2)</sup>	41,0	49,3	44,8	43,2	41,1	38,7	41,7	45,8	50,4

Napomena: Od septembra 2010. godine promenjena je metodologija statistike spoljnog duga tako da se u spoljni dug javnog sektora uključuju obaveze po osnovu alokacije SPV MMF (462,4 miliona evra), iskorišćene u decembru 2009. kao i kapitalizovana kamata prema Pariskom klubu poverilaca (37,9 miliona evra), dok su iz spoljnog duga privatnog sektora isključeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (891,6 miliona evra, od čega se 417,3 miliona evra odnosi na domaće banke, a 474,3 miliona evra na domaća preduzeća). Podaci o spoljnom dugu dati u Tabeli izraženi su po novoj metodologiji.

Izvor: NBS, QM

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

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

9 Ukoliko bi za imenilac uzeli vrednost BDP-a koja se koristi za izračunavanje učešća spoljnog duga u BDP-u na kraju Q2.

10 S obzirom na navedenu promenu spoljnog duga u septembru, koja suštinski ne predstavlja dodatno inostrano zaduživanje, isključujemo septembar iz analize spoljnog duga koju vršimo za period tokom 2012. godine.

11 U avgustu dolazi do smanjivanja inostrane zaduženosti javnog sektora - usled otplate preko 100 miliona evra duga Narodne banke Srbije Međunarodnom monetarnom fondu. Tako je rast javnog duga u prvih sedam meseci još izraženiji i iznosi 465 miliona evra.

## 5. Cene i devizni kurs

U Q3 i oktobru beležimo veoma visoku inflaciju, koja je rezultat daljeg porasta cena hrane, fiskalne ekspanzije iz prve polovine godine, depresijacije dinara (koja je zaustavljena u septembru) i povećanja PDV u oktobru. Od juna do oktobra ukupni porast cena iznosio je 7%, odnosno čak 21% anualizovano. Oko polovina rasta cena u ovom periodu je rezultat poskupljenja hrane. Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) tokom Q3 je bila niža nego u Q2 (5,8% anualizovano u Q3, naspram 8,3% anualizovano u Q2). U oktobru je noseća inflacija bila visoka (čak 1,3%), ali je ovo pre svega efekat povećanja PDV i najverovatnije samo jednokratni skok. Međugodišnja stopa inflacije je u oktobru dostigla 12,9% i nastaviće da raste i u narednih nekoliko meseci. Dinar je tokom jula i avgusta oslabio prema evru za dodatnih 2,3%, ali od septembra dinar apresira. Od početka septembra do sredine novembra, dinar je nominalno apresirao za skoro 5%. Nominalna apresijacija i visoka inflacija doprinose realnoj apresijaciji dinara prema evru, pa je tako samo u septembru i oktobru realni kurs apresirao za 7,3%. Realni kurs dinara prema evru je sada otprilike na nivou na kom je bio krajem 2011. godine.

### Cene

*Inflacija rekordno visoka u periodu od avgusta do oktobra*

Trend snažnog ubrzanja inflacije se nastavlja i u Q3, kao i u oktobru. Porast cena u Q3 iznosi čak 4,2%, odnosno 17,7% anualizovano (naspram takođe visokih 13,2% u prethodnom kvartalu). U oktobru takođe beležimo veoma visoku inflaciju od čak 2,8%, pa porast cena od početka godine do oktobra iznosi 12,7% (Tabela T5-1). Kada posmatramo avgust, septembar i oktobar, porast cena u ova tri meseca iznosi 6,9%, odnosno čak 30,5% anualizovano – ovo je tromesečni period sa najvećom stopom inflacije od kada se prati Indeks potrošačkih cena (tj. od januara 2007. godine).

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2007–2012**

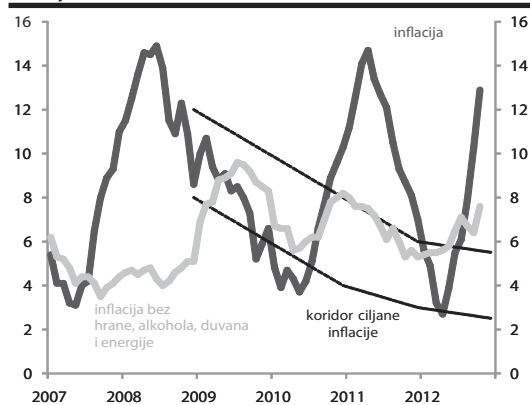
	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2007</b>					
dec	113,0	11,0	11,0	1,2	13,1
<b>2008</b>					
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
<b>2009</b>					
dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
<b>2010</b>					
mar	133,4	4,7	1,9	1,2	8,0
jun	136,7	4,2	4,5	0,4	10,4
sept	140,3	7,7	7,2	1,3	10,9
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
<b>2011</b>					
mar	152,2	14,1	5,5	2,6	24,1
jun	154,0	12,6	6,8	-0,3	4,8
sept	153,3	9,3	6,3	0,2	-1,7
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
<b>2012</b>					
mar	157,4	3,4	2,0	1,1	8,4
jun	162,4	5,4	5,3	1,2	13,2
jul	162,6	6,2	5,4	0,1	11,2
avg	165,3	8,0	7,1	1,7	12,5
sep	169,1	10,3	9,6	2,3	17,7
okt	173,8	12,9	12,7	2,8	30,5

zvor: RZS

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

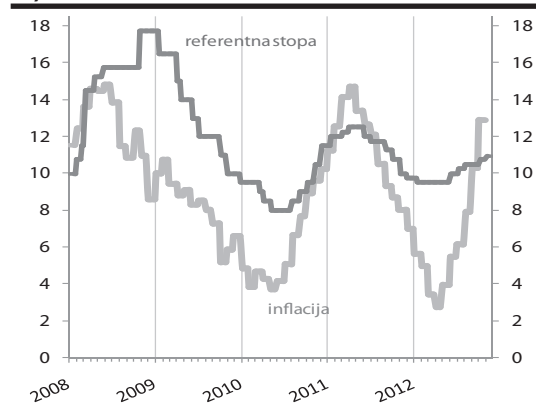
Međugodišnja inflacija znatno iznad gornje granice koridora NBS i nastavlja da raste

**Tabela T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2007–2012**



Izvor: NBS

**Tabela T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2012**



Izvor: NBS

Međugodišnja stopa inflacije nastavlja da raste i u oktobru dostiže 12,9%. Međugodišnja inflacija se nalazi znatno iznad gornje granice ciljanog koridora NBS, koji u oktobru iznosi 2,6%–5,6% (Grafikon T5-2). Međugodišnja stopa inflacije će nastaviti da raste i u narednih nekoliko meseci, i dostići maksimum verovatno u martu naredne godine, kada bi mogla dostići oko 15%. Uprkos padu privredne aktivnosti, NBS je suočena sa visokom inflacijom nastavila da diže referentnu kamatnu stopu, mada u relativno malim koracima: u oktobru je referentna stopa podignuta za 25 baznih poena, a zatim za još 20 baznih poena u novembru (Grafikon T5-3).

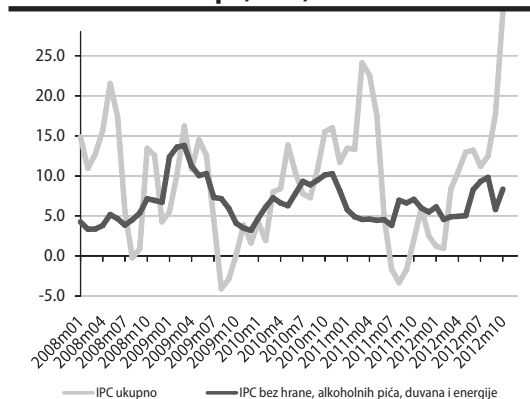
**Tabela T5-4. Srbija: izabrane komponente Indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije**

	učesće u IPC (u%)	porast cena u Q3 i oktobru	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u Q2	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u Q1	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	7,0	7,0	3,2	3,2	2,0	2,0
Hrana i bezalkoholna pića	38,8	9,4	3,6	5,8	2,2	2,0	0,8
Hrana	35,0	9,4	3,3	6,2	2,2	2,1	0,7
Alkoholna pića i duvan	5,4	24,0	1,3	0,6	0,0	5,0	0,3
Duvan	4,0	32,1	1,3	0,0	0,0	5,8	0,2
Odeća i obuća	5,1	1,5	0,1	1,0	0,1	-0,7	0,0
Stanovanje, voda struja	16,5	3,5	0,6	0,8	0,1	1,5	0,2
Električna energija	7,2	1,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,4	4,1	0,2	3,9	0,2	2,1	0,1
Zdravstvo	4,3	2,3	0,1	1,1	0,0	0,8	0,0
Transport	10,5	5,0	0,5	2,2	0,2	5,7	0,6
Gorivo i mazivo	4,8	10,2	0,5	1,5	0,1	8,5	0,4
Komunikacije	4,1	1,9	0,1	0,1	0,0	-0,5	0,0
Ostalo	11,0		0,6		0,3		0,1

Izvor: RZS i proračun QM-a

Porast cena hrane i cigareta najviše doprinosi inflaciji

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane stope, u %, 2008–2012**



Izvor: RZS i proračun QM-a

Noseća inflacija u Q3 se smiruje, u oktobru visoka zbog porasta PDV

Porastu cena od juna do oktobra je velikim delom rezultat daljih poskupljenja hrane, poskupljenja cigareta. Oko polovina ukupne inflacije u ova četiri meseca je posledica poskupljenja cena prehrambenih proizvoda, a nešto manje od petine je posledica poskupljenja cigareta (Tabela T5-4).

Nakon skoka u Q2, noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) se tokom Q3 smirila, mada je i dalje viša nego što je bila početkom godine. Noseća inflacija u Q3 je iznosila 1,4%, tj. 5,8% anualizovano, naspram 8,3% u Q2 (Grafikon T5-5). U prvih pet meseci ove godine noseća inflacija je

iznosila 5,1% anualizovano. U oktobru beležimo oštar skok noseće inflacije, koji je u najvećoj meri posledica povećanja stope PDV. Ovo je najverovatnije jednokratni skok, i možemo očekivati da će u narednih nekoliko meseci doći do pada noseće inflacije, kao posledica niske agregatne tražnje i apresijacije dinara. Niska noseća inflacija će verovatno donekle ublažiti efekat očekivanih poskupljenja regulisanih cena u narednih nekoliko meseci.

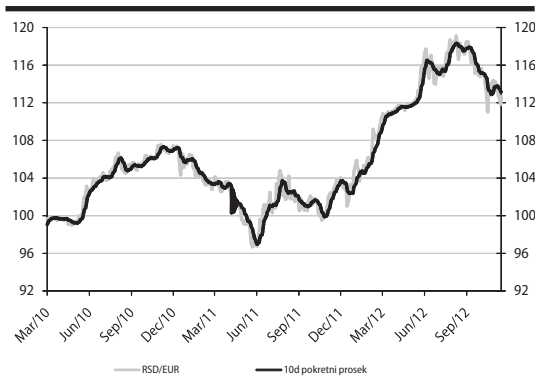
## Devizni kurs

**Od septembra preokret u trendu kursa, dinar apresira**

Dinar je depresirao od početka godine do kraja avgusta, ali početkom septembra dolazi do oštrog preokreta u trendu (Grafikon T5-6). Od početka godine do kraja avgusta nominalni kurs prema evru je oslabio za oko 12%. Međutim, sredinom avgusta NBS donosi odluku o povećanju učešća dinarskog dela izdvajanja devizne obavezne rezerve. Takođe, NBS je od maja do novembra povećala referentnu kamatnu stopu sa 9,50% na 10,95%. Dodatno, dolazi do snažnog pada premije rizika za Srbiju u prethodnih nekoliko meseci. Na primer, indeks EMBI Global za Srbiju je krajem avgusta iznosio oko 570, a sredinom novembra iznosi oko 435. Kao rezultat ovih kretanja, dinar snažno apresira prema evru tokom septembra i prve polovine oktobra (tokom ovih meseci dana nominalni kurs je ojačao za oko 6%), a od sredine oktobra do sredine novembra kurs je uglavnom stabilan.

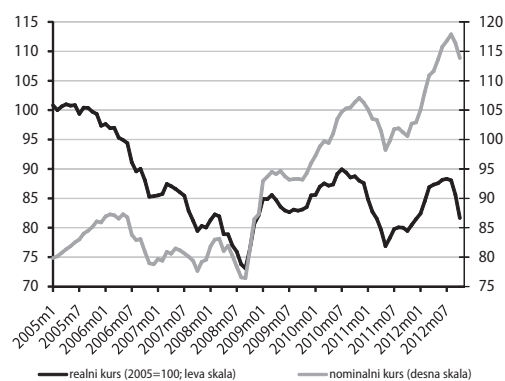
**Realni kurs prema evru se u oktobru vratio na nivo na kom je bio krajem prošle godine**

**Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010–2012**



Izvor: NBS

**Grafikon T5-7. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2005–2012**



Izvor: NBS, RZS i proračun QM-a

Napomena: porast predstavlja depresijaciju

Realni kurs dinara prema evru oštro apresira u prethodnih nekoliko meseci, kao posledica nominalne apresijacije i visoke stope inflacije u Srbiji. Iako je u julu i avgustu nominalni kurs depresirao, zbog visoke stope inflacije realni kurs ostao je stabilan. Zatim u septembru i oktobru dolazi do oštre apresijacije realnog kursa, pa je tokom samo ova dva meseca realni kurs apresirao za čak 7,3%. Realni kurs je sada na približno istom nivou na kom je bio na kraju prošle godine, te je tako praktično „poništena“ realna depresijacija iz prve polovine godine. Ukoliko razmatramo duži horizont, realni kurs je sada približno na istom nivou na kom je bio krajem 2007. i početkom 2008., odnosno pre početka prvog talasa globalne ekonomske krize (Grafikon T5-7).

U narednom periodu očekuje se deprecijacija dinara jer će trošenjem deviznih depozita države biti povećana dinarska likvidnost, koja će se jednim delom pojaviti kao tražnja za devizama. Ocenjuje se da NBS ne bi trebalo da sprečava umerenu realnu deprecijaciju dinara jer bi ona pozitivno uticala na konkurentnost privrede Srbije i smanjivanje spoljnog deficita. Osim toga realna deprecijacija dinara je u skladu sa promenom modela rasta, odnosno zaokretom od neodrživog modela zasnovanog na rastu domaća tražnje ka modelu zasnovanog na izvozu.



## 6. Fiskalni tokovi i politika

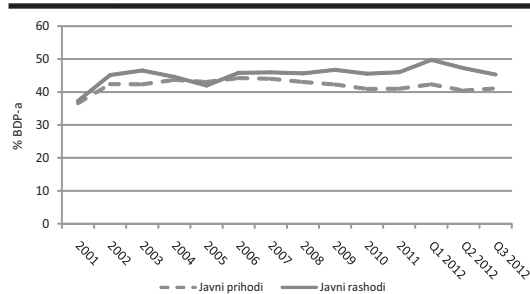
U Q3 2012. ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 36,2 mlrd. dinara (oko 4,2% kvartalnog BDP). Smanjenje fiskalnog deficita u odnosu na prethodne kvartale posledica je privremenih faktora, a ne sistematskih napora Vlade. Do znatnog pada javnih prihoda u Q3 došlo je usled nastavka negativnih trendova u kretanju privredne aktivnosti i usporavanja uvoza, čiji rast je u prethodnim kvartalima kompenzovao negativne efekte pada privrede na nivo javnih prihoda. Znatna pad ukupnih javnih rashoda u Q3 posledica je pre svega oštrog smanjenja rashoda na subvencije, koji su u gotovo celogodišnjem iznosu realizovani već u Q1, ali i odlaganja diskrecionih rashoda kako od strane odlazeće tako i od strana nove vlade. Kao posledica ovakvih kretanja, konsolidovani fiskalni deficit u periodu Q1-Q3 2012. iznosi oko 6,1% BDP ostvarenog u ovom periodu. Pod pretpostavkom da se postojeća makroekonomska kretanja nastave, a uzimajući u obzir i početak primene mera fiskalne konsolidacije u Q4 (povećanje PDV, uključivanje sopstvenih prihoda u budžet, sporije indeksiranje plata i penzija i dr.) procenjuje se da će konsolidovani fiskalni deficit u 2012. godini iznositi oko 6,1% BDP, što je manje od planiranog, pre svega usled usporavanja rashoda. Iako bi ostvarenje manjeg deficita od planiranog bilo pozitivno, odstupanje stvarnog od planiranog deficita u 2012. u uslovima kada je rebalans budžeta izvršen krajem Q3 ukazuje na neadekvatno planiranje javnih rashoda, budući da je najveći deo rashoda pod direktnom kontrolom države, a ne pod uticajem privrednih kretanja. Javni dug Srbije na kraju Q3 iznosio je 56,7% BDP. Pod prethodno navedenim pretpostavkama u pogledu kretanja privredne aktivnosti i fiskalnog deficita, bez značajnijih promena deviznog kursa, procenjuje se da će javni dug na kraju 2012. iznositi oko 61% BDP.

### Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

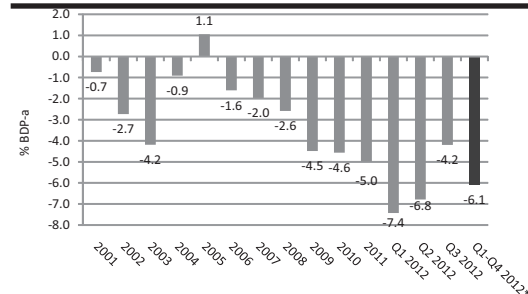
**Konsolidovani fiskalni deficit u Q3 iznosi 36,2 mlrd. din (oko 4,2% kvartalnog BDP)**

Konsolidovani fiskalni deficit u Q3 2012. godine iznosio je 36,2 mlrd. dinara, tj. oko 4,2% kvartalnog BDP-a, što je za oko 40% manje od deficita u prethodnim kvartalima. Na smanjenje fiskalnog deficita u Q3 u odnosu na prethodne kvartale, uticao je nešto brži pad javnih rashoda, u odnosu na pad javnih prihoda. Tako su u Q3 javni rashodi opali pre svega usled usporavanja rashoda na subvencije, robu i usluge, i za zaposlene, što je u skladu sa očekivanjima, budući da su u Q1 i Q2 naročito subvencije realizovane u velikim iznosima (približnim planiranim godišnjem iznosu). Smanjenje rashoda u Q3 je znatnim delom posledica odlaganje diskrecionih trošenja, kako od starne odlazeće tako i od strane novoformirane Vlade. S druge strane, kako je u Q3 došlo do smanjenja apsorpcionog jaza (tj. do povezanog pada domaće tražnje), pad privredne aktivnosti se u značajnoj meri odrazio na kretanje javnih prihoda, tako da su u tom periodu ukupni javni prihodi zabeležili realan pad. Prema tome, smanjenje fiskalnog deficita u Q3 je bilo posledica privremenih faktora, a ne sistematskih napora Vlade da smanji rashode i/ili poveća poreze.

Ukupan fiskalni deficit u prva tri kvartala 2012. godine iznosio je 148,1 mlrd. dinara, tj. oko 6,1% BDP ostvarenog u prva tri kvartala. Imajući u vidu da je od oktobra otpočela primena mera fiskalne konsolidacije (povećanje PDV, uključivanje sopstvenih prihoda u budžet, sporije indeksiranje plata i penzija), a pretpostavljajući da će se u Q4 nastaviti postojeći makroekonomski trendovi, te da neće doći do znatnije promene kursa dinara prema evru, procenjuje se da će fiskalni deficit u Q4 biti (usled sezonskih faktora i realizacije prethodno odloženih rashoda) veći od deficita u Q3, ali ipak manji od planiranog, tako da će konsolidovani fiskalni deficit u 2012. godini iznositi oko 6,1% BDP. Odstupanje deficita u Q4 od plana, posledica je pre svega sporijeg rasta rashoda (na plate, robe i usluge i kamate), koji će u zbiru biti za oko 0,3% BDP manji od planiranih. S obzirom da je reč o rashodima čije se kretanje određuje diskrecionim odlukama države (roba, usluge i zarade) ili je dinamika isplata unapred precizno određena (kamate), odstupanje ovih rashoda u Q4 od planiranih, iako poželjno, ukazuje na neadekvatnost planiranja javnih rashoda od strane države, budući da je njihova visina procenjena krajem Q3, prilikom rebalansa budžeta. Stoga se preporučuje intenziviranje aktivnosti na unapređenju metoda planiranja iznosa i dinamike javnih rashoda, kako bi u budućnosti odstupanja od plana bila manja.

**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

**Q3 zabeležen pad i javnih prihoda i javnih rashoda, pri čemu je pad rashoda brži**

Za razliku od prethodna dva kvartala, kada je rast fiskalnog deficita bio posledica snažnog rasta javnih rashoda, čiji efekti na fiskalni deficit nisu mogli biti neutralisani blagim rastom javnih prihoda, u Q3 je došlo do pada i javnih prihoda i javnih rashoda, pri čemu je pad javnih rashoda bio nešto brži.

Pad realnih javnih prihoda, u odnosu na prethodni kvartal, predstavlja posledicu usporavanja privredne aktivnosti, i činjenice da je u tom periodu došlo do usporavanja uvoza, kao i apsorpcije dinara u odnosu na evro, tako da apsorpcioni jaz nije bio dovoljan da neutrališe negativne efekte usporavanja privredne aktivnosti na nivo javnih prihoda. U prilog tome govori i to što je pad zabeležen kod gotovo svih kategorija javnih prihoda (osim kod akciza), pri čemu je taj pad značajan i kod dve bilansno najznačajnije stavke javnih prihoda – PDV i doprinosa. Osim toga, ocenjuje se da je na kretanje javnih prihoda, tj. relevantnih makroekonomskih poreskih osnovica uticala i neizvesnost povezana sa procesom formiranja nove Vlade, te ekonomske politike koju će ta Vlada voditi. Procenjuje se da bi i bez dejstva ovih faktora, javni prihodi bili niži od planiranih, budući da je projektovanje javnih prihoda za 2012. vršeno na nereálnim pretpostavkama u pogledu kretanja makroekonomskih poreskih osnovica, ali da su date dodatne okolnosti taj pad učinile većim.

Nakon snažnog rasta zabeleženog u Q1, i blagog usporavanja u Q2, realni desezonirani javni rashodi su u Q3 znatno opali u odnosu na prethodni kvartal. Pad je zabeležen kod svih kategorija javnih rashoda, osim kod rashoda na kamate. Najveći pad zabeležen je kod rashoda na subvencije, što je posledica činjenice da su u Q1 ovi rashodi realizovani unapred, za veći deo godine, tako da je u narednim kvartalima došlo do pada ovih rashoda. Pored toga, u međuvremenu su uvedeni i pojedini novi programi subvencija (npr. za pomoć poljoprivrednicima zbog suše, za kredite za likvidnost i sl.), ali će oni većim delom biti realizovani u Q4. I pored privremenog usporavanja u Q3, rashodi na subvencije će u 2012. godini verovatno biti znatno veći od planiranih. Osim ovih rashoda, u Q3 je zabeležen i značajan pad rashoda na robu i usluge, što se objašnjava odlaganjem diskrecionih nabavki na samom kraju mandata prethodne Vlade, kako iz političkih razloga, tako i usled značajnog usporavanja priliva javnih prihoda te problema sa likvidnošću budžeta. Takođe, dinamika nabavki i plaćanja (na robe i usluge i sl.) na početku mandata nove Vlade je po pravilu sporija, zbog potrebe da se Vlada detaljnije upozna sa uslovima pod kojima se te transakcije vrše i izvrši izbor prioriteta.

**Usled rasta prihoda od poreza na potrošnju deficit budžeta Republike u oktobru znatno smanjen**

U oktobru 2012. ostvaren je deficit budžeta Republike u iznosu od 2,7 mlrd. dinara, što je znatno manje od prosečnog mesečnog deficita u prethodnim mesecima (koji je iznosio oko 16 mlrd. dinara mesečno). Na pad deficita budžeta Republike uticalo je pre svega znatno povećanje prihoda budžeta, koji su u oktobru bili za 31,4% realno veći nego u istom mesecu prethodne godine. Rast je zabeležen kod svih kategorija prihoda budžeta Republike. Taj rast je najizraženiji kod akciza, što je posledica povećanja stope akciza na pojedine naftne derivate i na cigarete, počev od oktobra 2012, ali i činjenice da je rok za plaćanje akciza za drugu polovinu septembra bio neradan dan, tako da su one plaćene početkom oktobra. Rast prihoda od PDV je takođe znatan, i posledica je povećanog prometa dobara i usluga od strane poreskih obveznika tokom septembra, pre stupanje na snagu najavljenog povećanja stope PDV. Osim toga, uključivanje sopstvenih prihoda budžet-

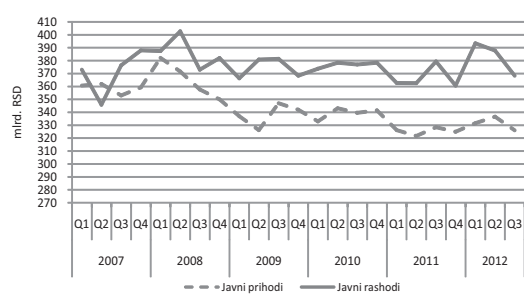
skih korisnika dovelo je do znatnog rasta neporeskih prihoda budžeta Republike. S obzirom da je rast prihoda u oktobru posledica kako sistemskih promena (povećanje poreza na dohodak od kapitala), tako i jednokratnih faktora (očekivanja povećanja stope PDV i sl.), očekuje se da će pozitivna kretanja u pogledu budžetskih prihoda u narednom periodu biti nešto manja. S druge strane, rashodi budžeta Republike u oktobru 2012. bili su realno veći za 12,5% u odnosu na isti mesec prethodne godine, usled rasta svih kategorija javnih rashoda, osim transfera drugim nivoima vlasti i rashoda na robu i usluge. S obzirom da je budžetskih deficit u oktobru znatno manji nego u prethodnim mesecima, postoji mogućnost da ukupan deficit budžeta u 2012. bude nešto manji od planiranog, ali budući da je rast prihoda bio pod znatnim dejstvom jednokratnih faktora, a smanjenje javnih rashoda nije posledica sistemskih promena, ovakva kretanja u oktobru ne mogu se smatrati indikatorom drastičnog već umerenog smanjenja strukturnog fiskalnog deficita.

## Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

**Nakon rasta u prethodna dva kvartala, javni prihodi u Q3 znatno opadaju**

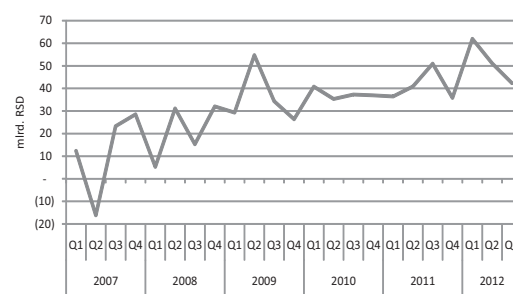
Nakon umerenog rasta zabeleženog u prethodna dva kvartala, konsolidovani desezonirani realni javni prihodi ostvareni u Q3 2012. manji su za 3,2% u odnosu na prethodni kvartal, a realan pad javnih prihoda zabeležen je i u odnosu na isti period prethodne godine.<sup>1</sup> Rast konsolidovanih javnih prihoda u Q2 zabeležen je kod gotovo svih osnovnih vrsta javnih prihoda.

**Grafikon T 6-3. Srbija: Desezonirani konsolidovani realni javni prihodi i javni rashodi u mlrd. RSD (u cenama iz 2011.)**



Izvor: Obračun QM

**Grafikon T 6-4. Srbija: Realni desezonirani fiskalni deficit u mlrd. RSD (u cenama iz 2011.)**



Izvor: Obračun QM

**Prihodi od poreza na potrošnju opadaju**

Ukupni realni desezonirani prihodi od poreza na potrošnju ostvareni u Q3 2012. opali su u odnosu na prethodni kvartal, pri čemu je kod prihoda od PDV i carina zabeležen umeren pad, a kod prihoda od akciza umeren rast u odnosu na Q2.

Pad prihoda od PDV i carina posledica je usporavanja privredne aktivnosti, usporavanja uvoza (smanjenja apsorpcionog jaza), te dodatnog smanjenja vrednosti uvoza usled apresijacije dinara prema evru u Q3. U skladu sa prognozom iznetom u prethodnom broju Kvartalnog monitora, bez povećanja stope PDV, pad prihoda od ovog poreskog oblika bi bio zabeležen i u narednom periodu, usled smanjenja apsorpcionog jaza. Povećanje stope PDV za 2 procentna poena u oktobru dovelo je do rasta prosečne PDV stope za 8,6% (1,2 p.p.) Međutim, očekivano povećanja prihoda od PDV biće manje od povećanja poreske stopa zbog povećanja PDV naknade poljoprivrednicima i podizanja praga za ulazak u sistem PDV. Usled prelaska na sistem naplate PDV od malih poreskih obveznika u trenutku naplate potraživanja može se očekivati određeni privremeni pad prihoda od PDV tokom 2013. godine. Trend slabljenja fiskalne discipline koji se beleži kod svih poreskih oblika biće prekinut samo ako se preduzmu sistemske mere od strane države na rešavanju ovog problema.

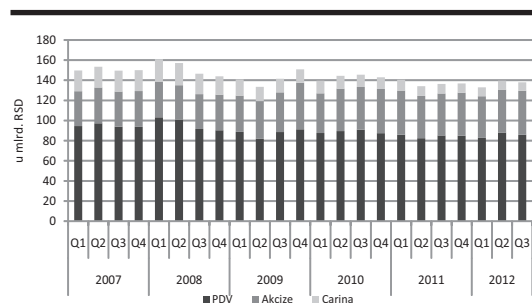
Realni desezonirani prihodi od akciza u Q3 su zabeležili umereni rast u odnosu na prethodni kvartal. Kretanje prihoda od akciza predstavlja rezultantu smanjenja potrošnje akciznih proizvoda i povećanja stopa akciza.

<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.

## 6. Fiskalni tokovi i politika

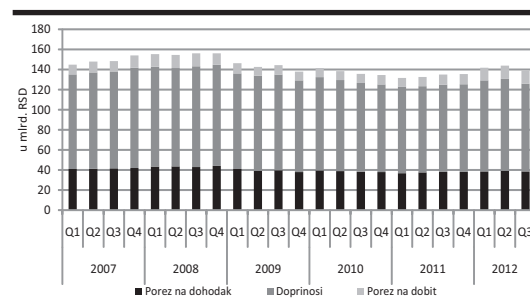
Osim toga, uvođenje akciza na lož ulje koje je izvršeno u Q2, nije imalo efekta u sva tri meseca Q2, dok je u Q3 akciza na lož ulje važila sva tri meseca, što je dodatno uticalo na rast prihoda od ovog poreza.

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



Izvor: Obračun QM-a

**Grafikon T 6-6. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na faktore proizvodnje (u cenama iz 2011)**



Izvor: Obračun QM-a

Nakon stagnacije u Q2, realni desezonirani prihodi od carina ponovo znatno opadaju (u odnosu na prethodni kvartal), usled usporavanja uvoza i apresijacije dinara prema evru.

Realni desezonirani prihodi od poreza na dohodak građana u Q3 umereno su opali u odnosu na Q2 (za 2%), dok su istovremeno prihodi od doprinosa za socijalno osiguranje zabeležili značajan pad (od 4,2%). Pad realnih prihoda od poreza na dohodak građana i doprinosa u Q3 može predstavljati posledicu realnog obezvređenja dohodka građana, usled rasta inflacije, kao i pada fiskalne discipline.

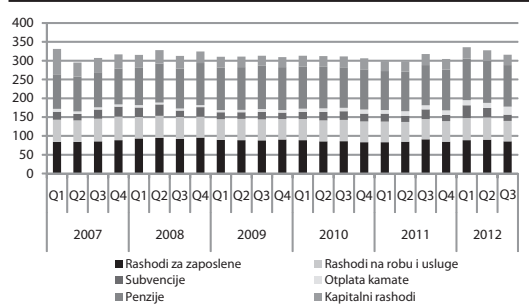
### Okvir 1. Problem finansijske nediscipline i mere za njeno suzbijanje

Oštiji pad prihoda od doprinosa u odnosu na pad prihoda od poreza na dohodak, iako se obračunavaju na istu poresku osnovicu, ukazuje na dalje povećanje fiskalne nediscipline, ne samo u domenu doprinosa, već i kod svih drugih poreskih prihoda. S tim u vezi, ocenjuje se da bez primene sistemskih mera usmerenih na suzbijanje finansijske nediscipline može doći do daljeg povećanje ovog problema, što bi negativno uticalo na efikasnost primenjenih mera fiskalne konsolidacije. Mere usmerene na jačanje finansijske discipline obuhvataju rešavanje problema opšte nelikvidnosti privrede (kroz izmirenja docnji od strane države i uvođenje striktnih rokova plaćanja), kao i nesolventnosti delova privrede (što se rešava efikasnijom primenom stečajnog postupka u slučaju nesolventnih preduzeća). Osim mera koje imaju za cilj povećanje finansijske discipline, neophodno je da se primene posebne mere za suzbijanje utaje poreza, kao što su povećanje kontrole (verovatnoće otkrivanja utaje poreza), te pooštavanje i doslednu primenu kaznene politike za slučaj utaje/neplaćanja poreza. Takođe, sistemske mere bi mogle eventualno obuhvatiti i smanjenje stope doprinosa, koje bi bilo praćeno povećanjem poreza na potrošnju, kako ne bi došlo do pada javnih prihoda u kratkom roku, jer je utaja poreza i doprinosa na zarade jednostavnija i veća nego utaja poreza na potrošnju.

Pretpostavka za unapređenje efikasnosti Poreske uprave u pogledu naplate javnih prihoda je formiranje odgovarajućeg sistema za ukrštanje i razmenu informacija između različitih državnih institucija, unapređenje metodologije za odabir subjekata koji će biti predmet kontrole, kao i jačanje stručnih kapaciteta Poreske uprave, kako bi poreska kontrola bila suštinska, a ne samo formalna. Vlada je u novembru najavila usvajanje zakona o otpisu potraživanja države po osnovu kamata za neblagovremeno plaćanje javnih prihoda, za one kategorije obveznika koji se obavežu da nadalje redovno izmiruju svoje obaveze prema državi. Reč je o ustaljenoj i redovnoj praksi otpisa ovih potraživanja od strane države, što narušava njen kredibilitet kod poreskih obveznika, i implicitno dovodi u nepovoljniji položaj one obveznike koji redovno i na vreme izmiruju svoje poreske obaveze. U tom smislu, bilo bi opravdano razmotriti eventualno sniženje kamatne stope na neblagovremeno plaćanje javnih prihoda (ali ne ispod nivoa kamatnih stopa na bankarske kredite), uz čvrsto obavezivanje države da u narednom periodu neće biti novih otpisa ovih potraživanja, kako bi se u budućnosti izbegle situacije da kroz ovakve mere dođe do daljeg urušavanja kredibiliteta države.

U Q3 je zabeležen pad blagi pad realnih desezoniranih prihoda od poreza na dobit pravnih lica (od 0,4%) u odnosu na Q2. Pad prihoda od poreza na dobit između ostalog se objašnjava i činjenicom da je u prethodnom kvartalu zabeležen relativno visok rast prihoda, što je osnovicu za poređenje u Q3 učinilo većom. Osim toga, problemi sa likvidnošću privrede su se mogli reflektovati i na kašnjenje obveznika u izmirenju obaveza po osnovu akontacija za poreza na dobit za 2012. godinu. Iako se očekuje da usled usporavanja privredne aktivnosti ukupan profit privrede u 2012. bude manji, apresijacija dinara koja se odvija u drugoj polovini godine može delimično nadomestiti ovaj efekat, i učiniti da pad prihoda od poreza na dobit bude manji. S obzirom da je predlogom izmena Zakona o porezu na dobit predviđeno povećanje poreske stope na 15%, procenjuje se da će prihodi od ovog poreza, u narednoj godini biti veći za oko 20 mlrd. dinara - što implicira da se očekuje sporiji rast prihoda od povećanja prosečne poreske stope.

**Grafikon T 6-7. Srbija: Kretanje konsolidovanih desezoniranih javnih rashoda (u cenama iz 2011)**



Izvor: Obračun QM

**Javni rashodi u Q3 znatno usporavaju**

**...najveći pad beleže diskrecioni rashodi za subvencije i robu i usluge**

kvartal, kada je takođe bio zabeležen snažan pad. Oštar pad rashoda na subvencije u prethodna dva kvartala objašnjava se time što su u Q1, usled političkog (izbornog) ciklusa, ubrzano (unapred) realizovani razni programi subvencija, u iznosima planiranim za gotovo celu godinu. Stoga je bilo neophodno njihovo znatno smanjenje u ostatku godine. S druge strane, u Q3 su od strane Vlade uvedeni i novi programi subvencija, kao odgovor na sušu i probleme privrede sa likvidnošću, a reaktivirani su i neki stari programi, koji su usled nedostatka sredstava bili privremeno obustavljeni u prethodnom periodu (npr. subvencije za stambene kredite). Efekti uvođenja novih programa subvencija će se odraziti na kretanje ovih rashoda u Q4. Stoga se procenjuje da će usled velikog rasta rashoda na subvencije u Q1, kao i uvođenja novih programa subvencija u Q3, ukupan iznos rashoda na subvencije znatno premašiti planirani okvir i predstavljati jedan od bitnih razloga rasta fiskalnog deficita u 2012. godini.

Nakon rasta u prethodna dva kvartala, rashodi za robu i usluge (realni, desezonirani) u Q3 beleže znatan pad (za 8,7%), što se objašnjava odlaganjem realizacije nabavki i plaćanja po osnovu nabavki, na kraju mandata prethodne Vlade, kako zbog političkih faktora, tako i zbog problema sa likvidnošću budžeta. Takođe, po pravilu, nakon formiranja nove Vlade u prva dva- tri meseca dolazi do odlaganja nabavki roba i usluga i plaćanja. Stoga se u narednom periodu može očekivati rast ovih rashoda, usled izmirenja docnji države i realizacije novih nabavki. Iako određeni prostor za uštede na rashodima za robu i usluge postoji, kroz unapređenje efikasnosti trošenja sredstava i postupka javnih nabavki, procenjuje se da on nije veliki jer se uporedo sa rasipanjima javljaju i nestašice određenih proizvoda u javnom sektoru.

Rashodi za zaposlene (realni, desezonirani) su u Q3 zabeležili znatan pad (za 4,8%) u odnosu na prethodni kvartal. Taj pad je posledica znatnog rasta inflacije u Q3 (opšti nivo cena na kraju Q3 bio je veći za 4,1% nego na početku kvartala), kao i smanjenja rashoda na zarade u okviru Republičkog fonda zdravstvenog osiguranja – koje je verovatno privremeno, odnosno posledica odlaganje isplate zarada. Osim toga, u Q1 i Q2 je došlo do vanrednog povećanja rashoda na zarade u lokalnim zajednicama i MUP-u, kao i do jednokratnih isplata zaposlenima, što je osnov za poređenje u Q3 učinilo većim. Rashodi na penzije (realni, desezonirani) u Q3 su blago opali (za 0,6%) u odnosu na Q2. Kretanje rashoda na penzije je neto rezultat rasta inflacije u Q3, što je

Nakon umerenog rasta u Q2, realni desezonirani ostali poreski i neporeski prihodi su u Q3 zabeležili su znatan pad u odnosu na prethodni kvartal.

Realni desezonirani rashodi konsolidovanog sektora države u Q3 2012. opali su za 5% u odnosu na prethodni kvartal, pri čemu je taj pad najizraženiji kod rashoda za subvencije, za robu i usluge i za zaposlene. Osim toga, pad je zabeležen i kod svih ostalih kategorija javnih rashoda, osim kod rashoda na kamate.

Rashodi na subvencije (realni, desezonirani) su u Q3 opali za 32,4% u odnosu na prethodni

dovelo do njihovog realnog smanjenja, i isplata jednokratne pomoći penzionerima sa primanjima ispod 15.000 dinara, koja je izvršena u iznosu od 4.000 dinara u septembru, što je uticalo na povećanje ukupnih rashoda na penzije.

**...a pad je zabeležen i kod kapitalnih rashoda**

Već drugi kvartal zaredom, realni sezonski kapitalni rashodi znatno opadaju – tako da su ovi rashodi u Q3 bili za 3,4% niži nego u prethodnom kvartalu. Pad kapitalnih rashoda objašnjava se, između ostalog, i odlaganjem plaćanja za izvedene radove od strane države, a moguće i usporavanjem realizacije pojedinih kapitalnih projekata u periodu završetka mandata prethodne i formiranja nove Vlade. Ukupni kapitalni rashodi u periodu Q1-Q3 iznose oko 3,2% BDP ostvarenog u ovom periodu, što je gotovo duplo manje od iznosa fiskalnog deficita u tom periodu, što ukazuje da se znatan deo zaduživanja države vrši da bi se finansirala tekuća potrošnja, čiji teret će snositi buduće generacije. Na taj način troškovi tekućih generacija se prevladavaju na budućim generacijama. Stoga je neophodno u okviru procesa fiskalne konsolidacije obezbediti povećanje učešća kapitalnih rashoda i smanjenje učešća tekućih rashoda u BDP, kako bi raspodela tereta zaduživanja države između sadašnjih i budućih generacija pravičnija.

**Rashodi na otplatu kamata rastu**

Realni sezonski rashodi na kamate u Q3 znatno rastu u odnosu na prethodni kvartal. Taj rast je pre svega posledica dinamike dospeća za plaćanje ove vrste rashoda i rasta nivoa zaduženosti države. Rast troškova kamata se očekuje i u narednom periodu, sve dok se ne zaustavi rast javnog duga u odnosu na BDP, a to se ne može očekivati pre 2014. godine.

### Analiza fiskalnih kretanja po nivoima države

**Prihodi na lokalnom nivou rastu, dok na drugim nivoima države opadaju**

U Q3 su nastavljeni divergentna kretanja prihoda po različitim nivoima države. Tako su prihodi lokalnog nivoa države u Q3 realno znatno porasli (za 9,4%) u odnosu na isti period prethodne godine, dok su prihodi budžeta Republike i Republičkog fonda zdravstvenog osiguranja (RFZO) blago opali (za 2,4% i 0,4% respektivno). Rast prihoda na lokalnom nivou posledica je pre svega preraspodele 40% prihoda od poreza na zarade u njihovu korist, počev od oktobra 2011. godine. Osim toga, u Q3 je zabeležen snažan rast kapitalnih prihoda svih nivoa države, što može predstavljati posledicu isplate dividendi od strane državnih preduzeća na različitim nivoima u Q3. Takođe se uočava znatan pad ostalih poreskih i neporeskih prihoda, kao i prihoda od poreza na imovinu na lokalnom nivou, što može predstavljati indikator da je prebacivanje dela prihoda od poreza na zarade na lokalni nivo delovalo destimulativno na lokalne samouprave da u većoj meri iskoriste druge instrumente finansiranja koji su im na raspolaganju.

**...dok rashodi na lokalnom nivou opadaju sporije nego na drugim nivoima države**

U Q3 je zabeležen realan pad javnih rashoda na svim nivoima države u odnosu na isti period prethodne godine, pri čemu je taj pad bio najmanji na lokalnom nivou države, nešto veći kod rashoda budžeta Republike, a najveći kod rashoda RFZO. Na sporiji pad ukupnih rashoda na lokalnom nivou uticao je blagi rast rashoda na zarade, robu i usluge i subvencije na lokalnom nivou. Iako je međugodišnja stopa rasta lokalnih rashoda na robu i usluge i subvencije u Q3 bila znatno manja nego u prethodnim kvartalima, ovi rashodi i dalje rastu brže na lokalnom, nego na drugim nivoima države (neki od ovih rashoda budžeta Republike i RFZO beleže i realan pad u Q3). Usporavanje rasta rashoda na robu i usluge na lokalnom nivou može predstavljati posledicu izmirenja docnji lokalnih samouprava po ovom osnovu u prethodna tri kvartala, dok dalji rast rashoda na zarade i subvencije ukazuje na sistemsko povećanje ovih rashoda na lokalnom nivou (kroz povećanje broja zaposlenih, njihovih zarada i lokalnih subvencija). Istovremeno, kapitalni rashodi na lokalnom nivou beleže značajan realan pad u odnosu na Q3 2011. što ukazuje da se dodatni prihodi lokalnih samouprava koriste pre svega za povećanje tekuće potrošnje, a ne za izdvajanja za lokalne javne investicije.

**Preraspodela prihoda od poreza na zarade dovela je do rasta konsolidovanog fiskalnog deficita u Q1-Q3 2012.**

Budući da se dodatni prihodi lokalnog nivoa države po osnovu poreza na zarade uglavnom koriste za povećanje tekuće javne potrošnje, do kojeg verovatno ne bi došlo da opštinama nisu na raspolaganju bili dodatni prihodi, procenjuje se da je ova preraspodela prihoda od poreza na zarade u Q1-Q3 2012. dovela do povećanja konsolidovanog fiskalnog deficita za oko 23 mlrd. dinara. Stoga se preporučuje, da se u okviru mera fiskalne konsolidacije u narednoj godini izvrši pritisak na lokalne samouprave u pravcu smanjenja neproduktivne tekuće potrošnje (za zaposlene, robe

i usluge i sl.), kroz smanjenje transfera iz budžeta Republike, prenos dodatnih nadležnosti na lokalni nivo države i/ili vraćanje dela prihoda od poreza na zarade na nivo Republike.

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

	Q3 2012/Q3 2011			
	Konsolidovani budžet	Budžet Republike	RFZO	Lokalne samouprave
<b>A Ukupni prihodi (I)+(II)</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>9,4</b>
I Tekući prihodi (1)+(2)	-0,9	-2,5	0,1	14,9
1. Poreski prihodi	1,5	0,4	-0,1	34,3
1.1. Carine	-11,5	-11,5	-	-
1.2. Porez na dohodak građana	1,1	-44,9	-	60,7
1.3. Porez na dobit pravnih lica	25,3	21,7	-	-
1.4. PDV	0,8	0,8	-	-
1.5. Akcize	8,4	21,7	-	-
1.6. Porezi na imovinu	12,7	-	-	-14,1
1.9. Ostali poreski prihodi	-10,1	-13,3	-	-8,3
1.10. Doprinosi za socijalno osiguranje	0,1	-	-0,1	-
2. Neporeski prihodi	-19,1	-22,7	27,0	-23,2
II Kapitalni prihodi	176,4	133,2	192,2	354,1
III Transferi sa ostalih nivoa države	0,0	-	-1,6	-13,4
IV Donacije				
<b>B Ukupni javni rashodi (I)+(II)+(III)+(IV)</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-12,8</b>	<b>-1,1</b>
I Tekući rashodi	-0,4	1,0	-12,4	2,3
1.1. Zarade	-5,9	-0,1	-20,9	3,6
1.2. Kupovina roba i usluga	-2,5	2,2	-1,0	3,2
1.3. Otplata kamate	93,2	105,2	-68,7	21,4
1.4. Subvencije	-36,3	-48,6	-	1,5
1.5. Socijalno osiguranje i socijalna pomoć	-0,4	-18,3	-3,4	7,0
1.6. Transferi ostalim nivoima vlasti	0,0	7,6	-	-
1.7. Ostali tekući rashodi	-0,9	25,7	-	-21,0
II Kapitalni rashodi	-14,2	-37,6	-	-13,6
III Strateške rezerve	0,0	-96,1	-	71,1
IV Neto pozajmice	-55,1	-57,0	-	-28,7

Izvor: Obračun QM

## Analiza kretanja javnog duga

**Javni dug Srbije na kraju Q3 iznosio je 15,8 milijardi evra (56,7% BDP-a)**

Prema zvaničnim podacima Ministarstva finansija i privrede, na kraju Q3 2012. ukupan javni dug Srbije iznosio je 15,8 milijardi evra, što je za oko 570 miliona evra više nego na kraju Q2. Procenjuje se da je javni dug na kraju Q3 iznosio 56,7% BDP-a.<sup>2</sup> Podaci za oktobar pokazuju da je na kraju tog meseca javni dug porastao za dodatnih 740 miliona evra, tako da je iznosio 57,6% BDP-a (relativni rast javnog duga u BDP nije bio značajan, i pored njegovog znatnog apsolutnog rasta, zbog apresijacije dinara prema evru u oktobru za 1,5%). Sredinom novembra emitovana je druga serija evroobveznica od oko 500 miliona evra, što je verovatno poslednje veliko zaduživanje države u ovoj godini.

Na relativni rast javnog duga na kraju Q3 u odnosu na kraj prethodnog kvartala, uticalo je zaduživanje radi finansiranja fiskalnog deficita u Q3 (oko 310 miliona evra) i pad BDP, dok je blaga apresijacija dinara delovala suprotno – na smanjenje odnosa javnog duga i BDP-a. Procenjuje se da će javni dug Srbije do kraja 2012. godine dostići nivo od oko 61% BDP (oko 17,3 mlrd evra). Deo prirasta javnog duga biće upotrebljen za finansiranje visokog fiskalnog deficita koji usled sezonskih faktora raste u Q4, dok će veći deo prirasta duga biti iskorišćen za rast depozita iz kojih će se finansirati fiskalni deficit u 2013. godini.

<sup>2</sup> Računato u odnosu na sumu BDP u Q2 i prethodna tri kvartala.

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	31.10.2012
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	14,20
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,12	5,33	5,55	6,10	6,2
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	7,24	7,14	7,39	7,30	8,0
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	2,11	2,15	2,34	2,45	2,39
III. Ukupan javni dug (I+II)	14,17	10,28	9,38	8,88	8,78	9,85	12,17	14,47	14,62	15,28	15,85	16,59
Javni dug / BDP <sup>2</sup> (MF)	169,3%	50,2%	36,2%	29,4%	25,6%	31,3%	41,5%	45,07%			55,4%	
Javni dug / BDP (QM) <sup>3</sup>	169,3%	52,1%	37,8%	30,9%	29,2%	34,8%	44,6%	46,9%	50,9%	54,9%	56,7%	57,6%

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

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije.

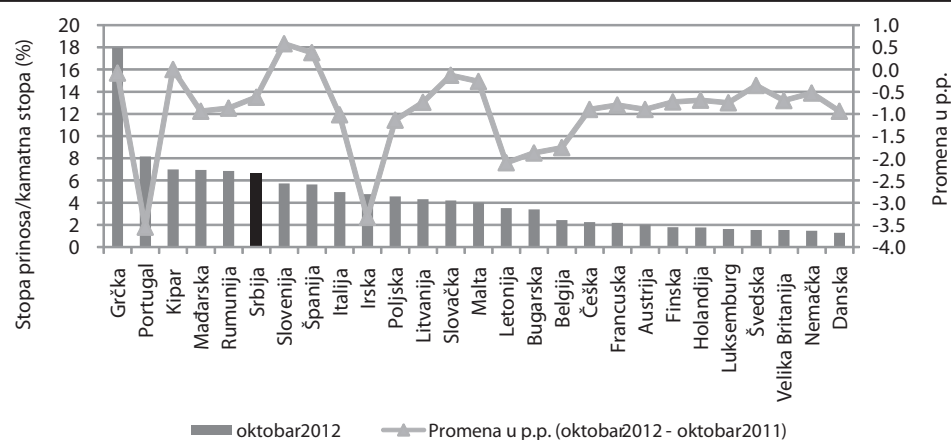
3) Procena QM (Kao osnov za poređenje koristi se suma nominalnog BDP u tekućem i u prethodna tri kvartala).

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

### Usporava rast izdatih garancija od strane države

Rast javnog duga Srbije u periodu jul-oktobar 2012. godine posledica je pre svega direktnog zaduživanja države, zarad finansiranja tekućeg i budućeg fiskalnog deficita i otplate obaveza koje dospevaju u tom i narednim periodima. Zaduživanje države je gotovo ravnomerno vršeno u zemlji (emisijom trezorskih zapisa) i u inostranstvu (kroz emisiju evroobveznica). Snažan rast javnog duga u oktobru, u apsolutnom i relativnom iznosu, nije direktno povezan sa fiskalnim deficitom u tom mesecu (koji je iznosio oko 3 mlrd. dinara), već je posledica emisije evroobveznica u nominalnom iznosu od jedne milijarde dolara (oko 750 miliona evra), u cilju obezbeđenja finansiranja fiskalnog deficita i otplate dospelih obaveza u narednim mesecima. Za razliku od prakse u prethodnim kvartalima, kada je beležen snažan rast indirektnih obaveza države, po osnovu izdatih garancija, u periodu jul-oktobar rast obaveza države po osnovu izdatih garancija je usporio, tako da su ove obaveze porasle za 100 miliona evra (dok su u Q1 i Q2 rasle prosečno za po 300 miliona evra po kvartalu, a u prethodne tri godine i dinamičnije). Usporavanje rasta obaveza po osnovu izdatih garancija se ocenjuje kao pozitivno, jer se na taj način pojačava kontrola nad efikasnošću i efektivnošću korišćenja sredstava prikupljenih zaduživanjem. Međutim, u oktobru su ponovo odobrene znatne garancija Srbijagasu, za zaduživanje radi finansiranja uvoza gasa, čime *de facto* svi poreski obveznici finansiraju potrošnju gasa od strane korisnika ovog energenta. Takva, ponovna povećanja izdatih garancija se ocenjuju kao ekonomski neopravdana i rizična po održivost javnih finansija zemlje.

Grafikon T6-10. Srbija i EU: stope prinosa/kamatne stope na 10-godišnje evroobveznice



Izvor: Evropska centralna banka i Ministarstvo finansija i privrede Republike Srbije

Republika Srbija je u septembru emitovala evroobveznice u vrednosti jedne milijarde evra, a priliv sredstava po ovom osnovu, pa samim tim i obaveza države, nastala je u oktobru. Kamatna stopa po kojoj su evroobveznice emitovane, od 6,6% godišnje, je nešto povoljnija nego prethodne godine, između ostalog i zbog dobrog odabira trenutka za emisiju evroobveznica. Trenutno je na svetskom finansijskom tržištu likvidnosti veća, a kamatne stope niže, budući da su i FED i ECB



**Uspešne emisije evroobveznica i niže kamatne stope posledica su veće likvidnosti na svetskom tržištu i usvajanja mera fiskalne konsolidacije u Srbiji**

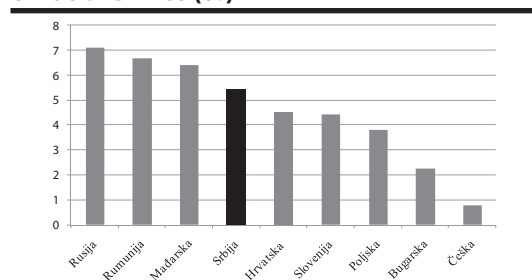
izvršili dodatnu monetarnu ekspanziju u prethodnom periodu (kroz sniženje referentne kamatne stope i dr.), što je dovelo do smanjenja kamatnih stopa na obveznice gotovo svih evropskih zemalja (stopa prinosa na 10-godišnje evroobveznice zemalja članica EU je u proseku za oko 0,9 p.p. niža u odnosu na isti mesec oktobar 2011.).<sup>3</sup> Osim toga, emisija evroobveznica Srbije izvršena je nekoliko dana nakon usvajanja prvih mera fiskalne konsolidacije (povećanje stope PDV i akciza, sporija indeksacija plata i penzija u javnom sektoru, uključivanje sopstvenih prihoda vanbudžetskih fondova u budžet Republike i dr.), što je pozitivno uticalo na izgled u pogledu održivosti javnih finansija zemlje.

I pored toga što je kamatna stopa na evroobveznice emitovane od strane Republike Srbije opala, ona je i dalje viša nego u slučaju većine drugih zemalja Regiona (Slovenija – 5,5%, Bugarska 4,3%, i sl.). O većem stepenu rizika ulaganja u hartije od vrednosti emitovane od strane Republike Srbije govori i podatak o visini Emerging Market Bond Indeksa, koji je u Srbiji početkom novembra iznosio oko 470, što je gotovo dvostruko više nego u zemljama EU, a i u odnosu na zemlje regiona (Hrvatska 340, Bugarska 90, Poljska 130, i sl.). Ipak, vrednost ovog indeksa je za oko 120 poena manja nego početkom avgusta, što ukazuje na smanjenje rizika ulaganja u državne hartije od vrednosti Srbije.

Polovinom novembra, država je na međunarodnom tržištu uspešno emitovala petogodišnje evroobveznice u iznosu od 750 miliona dolara, uz kamatnu stopu od 5,25% (prinos od 5,45%), u cilju obezbeđenja sredstava za finansiranje fiskalnog deficita i dospelih obaveza u prvoj polovini 2013. godine. Niža kamatna stopa po kojoj je izvršena ova emisija u odnosu na prethodne, posledica je pre svega kraćeg roka dospeća (obveznice kraćeg roka dospeća po pravilu nose nižu kamatnu stopu, zbog manjeg rizika). Stopa prinosa na srpske petogodišnje evroobveznice niža je u odnosu na odgovarajuće evroobveznice emitovane od strane Rusije, Rumunije i Mađarske, a viša u odnosu na stopu prinosa po kojoj se trguje petogodišnjim evroobveznicama drugih zemalja regiona

(Slovenija, Hrvatska, Bugarska, Češka). Korišćenje trenutno povoljnijih uslova na svetskom finansijskom tržištu za obezbeđenje finansiranja deficita i otplate dugova u narednoj godini je u određenoj meri opravdano, pri čemu treba imati u vidu da se na ovaj način period kreditiranja produžava, što utiče na rashode na otplatu kamata. Osim toga, značajnije zaduživanje u dolarima povećava kursni rizik javnog duga Srbije, kako zbog visoke volatilnosti dinara prema evru i dolaru, tako i zbog rizika dugoročnog jačanja dolara prema evru, u slučaju da Evrozona ne uspe da otkloni strukturne uzroke postojećih ekonomskih problema.

**Grafikon T6-11. Srbija i odabrane evropske države: stopa prinosa na petogodišnje evroobveznice (%)**



Izvor: <http://www.forexpros.com/rates-bonds/world-government-bonds> i Ministarstvo finansija i privrede Republike Srbije

<sup>3</sup> Pošto je broj zemalja EU koje su u prethodnom periodu emitovale dolarske evroobveznice sa rokom dospeća od 10 godina mali, kao aproksimacija za trend u kretanju kamatnih stopa na njihove obveznice korišćena je stopa prinosa na njihove 10-godišnje evroobveznice na sekundarnom tržištu (npr. Slovenija je emitovala 10-godišnje dolarske evroobveznice uz kamatnu stopu od 5,5%, a stopa prinosa na njene dolarske 10-godišnje evroobveznice na sekundarnom tržištu iznosi oko 5,7).

## Prilozi

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

	2008	2009	2010	2011	2012				
					Q1	Q2	Q3	Q1-Q3	Q3/Q2
<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>1,9</b>	<b>1,3</b>
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-1,5	-4,4	1,7	4,5	-0,9	1,7	1,6
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-2,5	-4,1	1,9	5,3	1,9	3,0	2,6
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-3,9	-2,9	4,6	4,6	1,3	3,4	-2,6
Porez na dobit	18,5	-27,0	-3,6	3,9	51,5	39,9	25,4	41,4	-7,9
PDV	2,5	-10,2	-0,7	-4,0	-4,0	6,9	0,9	1,3	1,5
Akcize	0,7	11,6	4,2	0,6	-5,7	-3,0	8,5	0,9	31,3
Carine	1,8	-32,4	-14,9	-21,5	-18,6	-8,6	-11,4	-12,8	-0,6
Doprinosi	4,3	-7,0	-6,5	-3,9	4,8	6,1	0,7	3,8	-3,1
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	14,5	-15,2	-9,7	7,6	-12,0	-4,9	-10,9
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	5,8	-6,1	0,1	-1,1	-19,0	-7,6	-6,1
2. Kapitalni prihodi	-76,8	-41,4	-66,8	468,2	124,1	270,4	176,7	196,3	-42,9
<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>9,3</b>	<b>-2,9</b>	<b>5,2</b>	<b>-3,6</b>
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-2,2	3,1	8,2	9,3	-1,7	5,0	-5,6
Rashodi za zaposlene	10,9	-6,0	-5,9	0,4	6,6	6,3	-5,8	2,0	-6,4
Kupovina roba i usluga		-5,7	-0,3	4,3	9,5	15,1	-2,4	7,3	-17,3
Otplata kamata	-2,8	-5,7	-0,3	17,4	48,1	6,5	93,4	48,7	68,5
Subvencije	-13,3	19,0	40,6	7,4	42,6	56,4	-36,3	8,0	-24,7
Socijalni transferi	10,1	-26,0	13,9	5,8	3,8	2,9	-0,3	2,1	-1,6
od čega: penzije <sup>5)</sup>	9,5	2,2	-3,9	3,9	8,4	7,4	3,1	6,2	-1,9
Ostali tekući rashodi	14,9	6,7	-6,1	23,9	-17,1	37,1	12,2	9,4	-34,0
2. Kapitalni rashodi	-4,3	-6,7	-11,8	5,3	48,4	8,7	-15,1	7,0	28,5
<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>-18,2</b>	<b>-45,7</b>	<b>-55,1</b>	<b>-40,8</b>	<b>-60,0</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>-3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>-4,4</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 između 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	Q1-Q3
<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>339,8</b>	<b>355,1</b>	<b>1.007,5</b>
1. Tekući prihodi	1.143,1	1.139,2	1.215,7	1.297,9	311,7	337,7	354,0	1.003,4
Poreski prihodi	1.000,4	1.000,3	1.056,5	1.131,0	276,3	298,1	315,6	890,0
Porez na dohodak	136,5	133,5	139,1	150,8	35,8	41,2	41,4	118,5
Porez na dobit	39,0	31,2	32,6	37,8	22,9	10,9	10,3	44,1
PDV	301,7	296,9	319,4	342,4	79,7	90,1	94,4	264,1
Akcize	110,1	134,8	152,2	170,9	34,6	40,6	54,9	130,1
Carine	64,8	48,0	44,3	38,8	7,7	9,0	9,3	26,0
Doprinosi	312,7	318,8	323,0	346,6	85,9	94,6	94,5	275,0
Ostali poreski prihodi	35,6	37,1	46,0	43,5	9,7	11,7	10,8	32,2
Neporeski prihodi	142,7	138,8	159,2	166,9	35,4	39,6	38,4	113,4
2. Kapitalni prihodi	1,4	0,9	0,3	2,0	0,6	1,3	0,8	2,7
	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>-391,2</b>	<b>-389,0</b>	<b>-1.143,0</b>
1. Tekući rashodi	-1.089,6	-1.155	-1.224,8	-1.324,8	-337,6	-368,6	-359,1	-1.065,3
Rashodi za zaposlene	-293,2	-302,0	-308,1	-342,5	-85,5	-94,4	-91,1	-271,0
Kupovina roba i usluga	-181,2	-187,4	-202,5	-216,3	-51,2	-63,0	-53,7	-167,9
Otplata kamata	-17,2	-187,4	-34,2	-44,8	-15,4	-13,4	-23,3	-52,0
Subvencije	-77,8	-22,4	-77,9	-80,5	-22,6	-25,2	-19,5	-67,2
Socijalni transferi	-496,8	-63,1	-579,2	-609,0	-154,9	-161,1	-163,5	-479,5
od čega: penzije <sup>5)</sup>	-331,0	-556,4	-394,0	-422,8	-112,5	-117,8	-119,2	-349,5
Ostali tekući rashodi	-23,5	-387,3	-22,9	-31,7	-7,9	-11,7	-8,0	-27,6
2. Kapitalni rashodi <sup>6)</sup>	-106,0	-24,0	-105,1	-111,1	-25,3	-22,5	-29,9	-77,7
	0							
<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>-5,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-12,6</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>-396,8</b>	<b>-391,3</b>	<b>-1.155,7</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 između 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.

## 7. Monetarni tokovi i politika

Negativni trendovi od početka godine u vidu povećane potrošnje države, smanjenja stranih investicija i efekata kašnjenja depresijacije kursa dinara, uslovili su da se restriktivnost monetarne politike dodatno poveća u Q3. U tu svrhu NBS je podigla referentnu kamatnu stopu na trenutnih 10,95% uz povećanje dela devizne obavezne rezerve koji se izdvaja u dinarima. Za razliku od prethodna dva kvartala, NBS nije imala veliku potrebu za intervenisanjem na međubankarskom deviznom tržištu što se pozitivno odrazilo na nivo neto sopstvenih rezervi u ovom periodu. Nakon neto razduživanja privrede u prethodnom kvartalu, u Q3 ponovo beležimo prirast novih kredita kako kod privrede tako i kod sektora stanovništva, dok se kod prekograničnih kredita nakon tri kvartala ponovo beleži razduživanje. Realna novčana masa u Q3 je porasla, prvenstveno usled povećanja kreditne aktivnosti banka, koja je podstaknuta ponovnim pokretanjem programa subvencionisanih kredita. Subvencionisani krediti su više nego kompenzovali restriktivne mere NBS, a indirektno su pozitivno uticali i na stabilizaciju kursa dinara. Poboljšanje je zabeleženo i kod izvora za nove plasmane banaka koji su u Q3 povećani prvenstveno po osnovu rasta deviznih depozita stanovništva ali i usled povlačenja jednog dela likvidnosti koje bio zarobljen u REPO plasmanima kod NBS. Učešće nenaplativih kredita u ukupno plasiranim nastavlja da se povećava. Ipak, rast je sada ostvaren usled povećanog učešća nenaplativih kredita kod segmenta fizičkih lica dok se kod pravnih lica i preduzetnika smanjio broj kredita u docnji najviše zahvaljujući refinansiranjem koje je omogućeno ponovnim pokretanjem programa subvencionisanih kredita. Krajem 2012. godine očekuje se značajno kreiranje likvidnosti usled trošenja deviznih depozita države, kojima će finansira fiskalni deficit. Moguće da se povećana likvidnost prelije jednim delom na devizno tržište, što bi moglo da dovede do blage depresijacije dinara, koja je sa stanovništa konkurentnosti privrede Srbije poželjna.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

*Monetarna politika u Q3 pred višestrukim pritiscima ...*  
*...usled visoke inflacije i depresijacije kursa dinara*

Treći kvartal doneo je nove izazove pred nosioce monetarne politike. Inflacija je već početkom jula prešla gornju granicu ciljanog okvira za ovu godinu. Izuzetno loša poljoprivredna sezona je dodatno pogurala rast cena. Na rast cena uticalo je i povećanje stope PDV-a kao i povećanje akciza na gorivo i cigarete koje je izvršeno početkom oktobra. Združeni efekat ovih promena uticaće da se rast inflacije nastaviti sve do kraja prvog kvartala naredne godine kada se očekuje stabilizacija i vraćanja ka ciljanom okviru. Treba ipak imati u vidu da će mesečni rast cena početi da usporava već od novembra ali zbog niže baze krajem prošle i početkom ove godine, međugodišnja stopa inflacije će početi da se smanjuje tek kroz tri do četiri meseca. Pored rasta inflacije, pogoršanje kreditnog rejtinga Srbije i smanjeno interesovanje stranih investitora uz povećanje javnog duga, uticali su na slabljenje dinara u julu i avgustu. Ipak, izmenama Odluke o obaveznoj rezervi i pokretanjem programa subvencionisanih kredita zaustavljen je pad vrednosti domaće valute, nakon čega je u septembru dinar počeo da jača u odnosu na evro.

*NBS nastavila da povećava restriktivnost monetarne politike ...*

U ovakvim uslovima NBS nastavila je sa povećanjem restriktivnosti monetarne politike koja se ogledala kroz povećanje referentne kamatne stope za po 25 baznih poena u julu i avgustu, da bi sa dodatnim povećanjima iz oktobra i novembra referentna kamatna stopa trenutno iznosila 10,95%. Pored toga, NBS je u avgustu po treći put od početka godine povećala učešće dinarskog dela devizne obavezne rezerve. Za izvore ročnosti do dve godine banke su sada dužne da 32% devizne obavezne rezerve izdvoje u dinarima umesto dosadašnjih 27%, dok je za izvore preko dve godine stopa izdvajanja povećana sa dosadašnjih 19% na 24%. Pored jednokratnih intervencija na MDT u cilju stabilizacije deviznog kursa, promenama u dinarskom delu izdvajanja devizne obavezne rezerve NBS dodatno stabilise kurs dinara oslobađanjem jednog dela devizne likvidnosti koje su banke do sada morale da drže u obaveznoj rezervi. Takođe usled oslobađanja devizne likvidnosti banaka, na ovaj način se sa druge strane sterilise jedan deo dinarske likvidnosti koji je kreiran povećanom potrošnjom države u prva dva kvartala ove godine. Pored ovih izmena,

*... povećanjem referentne kamatne stope i rastom dinarskog dela devizne obavezne rezerve*

## 7. Monetarni tokovi i politika

**Primarni novac ipak zabeležio rast u Q3 ... usled povećane kreditne aktivnosti ... kao i po osnovu promene u načinu funkcionisanja REPO operacija**

prelaskom sa reverznih na standardne repo transakcije<sup>1</sup> NBS sada ima mogućnost da operacija na otvorenom tržištu kreira dinarsku likvidnost ukoliko se za tim pojavi potreba.

U cilju stabilizacije kratkoročnih oscilacija kursa dinara, NBS je u Q3 na MDT intervenisala sa „skromnih“ 59,5 miliona evra u odnosu na 1.348 miliona koliko je upotrebjeno u prvoj polovini godine (Tabela T7-1). Na stabilnost kursa dinara pozitivno dejstvo je imalo i ponovno pokretanje subvencionisanih kredita usled činjenice da banke za odobravanje ovih kredita koriste devizne izvore, a kredite isplaćuju u dinarima što je povećalo ponudu devizna na MDT. Smanjenje intervencija usled stabilizacije kursa imalo je za posledicu i povećanje neto sopstvenih rezervi, koje su u Q3 zabeležile rast od 9,8% u odnosu na početno stanje primarnog novca. Zajedno sa trošenjem depozita koji država ima kod NBS, kao i REPO plasmanima kojima je sada kreirana likvidnost, primarni novac je za razliku od prethodnog kvartala sada povećan za 14,3% u odnosu na vrednost primarnog novca na početku godine.

**Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2009-2012**

	2009				2010				2011				2012			
	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
Repo stok (u milionima evra)	1.593,79	1.406,63	1.037,51	626,87	449,00	549,77	746,09	1.000,42	1.174,84	1.055,98	1.111,98	2,29				
Repo stopa NBS	9,50	9,00	8,00	9,00	11,50	12,25	12,00	11,25	9,75	9,50	10,00	10,50				
repo stopa korigovana za inflaciju	7,76	0,65	-2,24	-2,11	0,13	-9,74	6,76	12,59	7,15	1,11	-2,77	-5,74				
repo stopa korigovana za promene kursa	-2,19	-6,30	-6,93	1,27	8,01	25,66	28,86	5,17	2,61	-18,43	-7,27	-6,50				
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-80,90	-631,50	-785,00	-595,20	-321,50	5,00	-30,00	-30,00	-30,00	-498,50	-1.288,80	-1.348,30				
	<b>kumulativni, u % od stanja početnog H<sup>5</sup></b>															
Neto sopstvene rezerve <sup>2)</sup>	20,8	-15,3	-31,2	-57,5	-61,3	-8,9	14,0	26,8	73,9	-17,6	-45,4	-35,6				
Neto Domaća aktiva (NDA)	-40,9	-0,3	4,5	30,6	33,9	-0,7	-15,5	-28,6	-51,8	2,4	61,3	65,8				
Dinarski depoziti države <sup>1)</sup>	-13,0	2,7	4,8	7,9	3,1	-4,6	-3,3	3,6	2,7	-5,1	6,1	4,3				
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>3)</sup>	-19,9	4,9	14,2	35,4	42,5	-6,9	-15,3	-32,2	-47,5	2,2	53,7	59,3				
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>4)</sup>	-8,1	-7,9	-10,4	-8,6	-7,6	10,9	3,1	0,0	-7,0	5,3	1,5	2,3				
Primarni novac:	-20,1	-15,6	-26,7	-26,9	-27,3	-9,6	-1,5	-1,8	22,1	-15,2	15,9	30,2				
od čega: gotovina u opticaju	1,8	-3,9	-3,2	-2,3	-1,5	-5,8	-4,2	1,3	12,4	-3,3	-4,0	-1,4				
od čega: slobodne rezerve	-4,6	-13,7	-12,5	-8,6	-6,8	-3,8	2,5	-5,5	6,3	-13,6	-1,6	-1,1				
	<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>															
Narodna banka Srbije, neto	1.446,10	-183,43	-388,66	-990,08	-1.058,90	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97				
Bruto rezerve	2.476,67	-134,91	4,78	-637,24	-653,92	15,50	308,18	1.426,15	2.333,77	-1.138,11	-2.990,09	-2.536,57				
Obaveze	-1.030,57	-48,52	-393,44	-352,84	-404,99	40,91	-26,49	-51,69	-130,63	67,51	2,64	152,60				
MMF	-1.104,37	-46,79	-386,44	-356,26	-408,17	36,90	-32,40	-58,53	-131,88	58,24	-6,44	138,99				
Ostale obaveze	73,80	-1,72	-6,99	3,41	3,18	4,01	5,90	6,85	1,24	9,27	9,07	13,61				
STRUKTURA NETO REZERV NBS																
1. Narodna banka Srbije, neto	1.446,10	-183,43	-388,66	-990,08	-1.058,90	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97				
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-724,61	-114,97	-393,09	-377,44	-369,97	21,84	226,33	108,59	-461,78	459,45	740,45	1.030,19				
1.2 Depoziti države	-53,72	-79,75	38,66	21,79	7,91	-232,50	-257,55	-1.009,24	-455,09	263,40	488,43	683,25				
1.3 NBS sopstvene rezerve	667,77	-378,14	-743,09	-1.345,74	-1.420,97	-154,25	250,47	473,81	1.286,27	-347,74	-858,58	-670,03				
(1.3 = 1.1 - 1.2)																

Izvor: NBS.

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

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

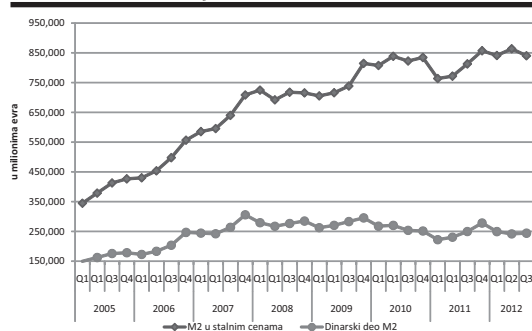
3) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

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

5) „Početnim H“ označava se stanje primarnog novca (H) na početku odnosne godine, tj. kraju prethodne.

## Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

**Grafikon T7-2. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2005–2012**



Izvor: Proračun QM-a

**Međugodišnji rast novčane mase usporava u Q3 ...**

**... dok posmatrano u odnosu na početak godine ubrzava usled povećane potrošnje države**

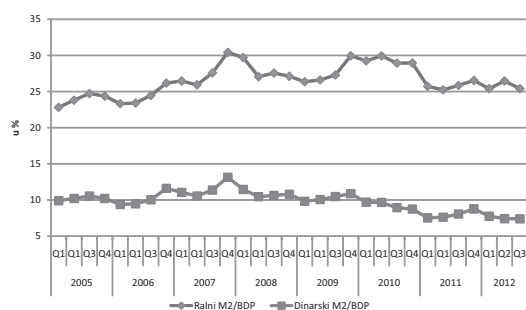
Nominalni rast M2<sup>2</sup> koji je u Q3 iznosio 13,8% međugodišnje (u Q2 rast 18% međugodišnje), ponovo je generisan po osnovu rasta deviznih depozita (oko 83% se dužuje rastu deviznih depozita) sa međugodišnjom stopom od 11,46%, dok se rastom M1 može objasniti oko 17% ukupnog rasta M2 u ovom periodu. U isto vreme, novčana masa je zabeležila realni rast od 3,4% međugodišnje, što predstavlja usporavanje u odnosu na trend od početka godine (u Q1 realni rast 10,1% međugodišnje, u Q2 realni rast 12% međugodišnje, Tabela T7-4). Slično se primećuje i kod kreditne aktivnosti nedržavnog sektora

1 Izvršni odbor NBS je na sednici 12. jula, donela odluku da se umesto na dvonedeljne transakcije repo prodaje hartija od vrednosti (reverzni repo), referenta kamatna stopa primenjuje na jednonedeljne transakcije repo kupovine hartija od vrednosti (standardni repo), pogledati QM 29, sekcija Monetarni tokovi i politika.

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

čija stopa rasta usporava na 5,9% međugodišnje. Ipak, na međugodišnjem nivou nakon korekcije za promenu kursa, stopa rasta kredita nezdravnom sektoru Q3 je kao i u prethodnom kvartalu negativna i iznosi -3,6% međugodišnje. Ovom padu najviše doprinosi smanjenje kreditne aktivnosti na međugodišnjem nivou kod sektora stanovništva od -7,2%, dok je pad kod privrede nešto blaži i iznosi -1,7%. Rast M2 posmatrano od početka godine iznosi 7,3% pri čemu se celokupan rast duguje rastu neto domaće aktive (NDA). Ovaj rast NDA generisan je na osnovu povećane potrošnje države u ovom periodu kao i rastom kreditne aktivnosti u odnosu na prethodni kvartal. U istom periodu neto strana aktiva (NSA) je smanjenjem od -7,9% od početnog nivoa ograničila ukupan rast M2 koji je u Q3 bio generisan povećanjem NDA od 15,2% (Tabela T7-4).

**Grafikon T7-3. Srbija: kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2012**



Izvor: Proračun QM-a

**Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2009–2012**

	2009		2010				2011				2012		
	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	
M2 <sup>1)</sup>	21,3	19,9	22,1	20,1	13,0	8,0	3,7	8,1	10,1	14,0	18,1	13,8	
Krediti nezdravnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	16,1	14,4	25,0	27,1	26,8	19,3	11,6	8,3	7,7	14,4	14,0	16,6	
Krediti nezdravnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	10,2	10,4	16,2	16,8	19,6	16,7	13,0	11,7	8,1	8,6	4,6	7,0	
Domaćinstva	3,7	7,9	16,1	18,7	29,4	25,1	20,6	17,8	5,7	5,7	3,3	3,0	
Privreda	13,6	11,6	16,3	15,8	15,0	12,8	9,4	8,8	9,3	10,1	5,3	9,1	
M2 <sup>1)</sup>	13,8	14,5	17,1	11,4	2,4	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	10,1	12,0	3,4	
Krediti nezdravnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	9,0	9,1	19,9	17,9	15,0	4,5	-1,0	-1,1	0,5	10,5	8,1	5,9	
Krediti nezdravnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	3,2	5,3	11,3	7,8	7,9	1,8	0,2	2,2	0,9	4,9	-1,2	-3,6	
Domaćinstva	-2,9	2,9	11,1	9,6	16,8	9,2	7,0	7,8	-1,3	2,0	-2,4	-7,2	
Privreda	6,4	6,5	11,3	6,9	3,7	-1,6	-3,0	-0,5	2,1	6,3	-0,5	-1,7	
Novčana masa: M2 <sup>1)</sup>	1.204,0	1.217,8	1.296,2	1.306,0	1.360,8	1.315,6	1.344,8	1.412,2	1.498,0	1.499,7	1.588,6	1.607,6	
Novčana masa: dinarski M2 <sup>1)</sup>	436,8	403,7	417,9	403,0	410,5	382,7	402,0	433,8	486,5	445,0	444,6	467,4	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	767,2	814,0	878,2	903,0	950,3	932,9	942,8	978,3	1.011,5	1.054,7	1.144,0	1.140,2	
M2 <sup>1)</sup>	21,3	1,1	7,7	8,5	13,0	-3,3	-1,2	3,8	10,1	0,1	6,1	7,3	
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	8,9	-0,9	-0,6	-1,7	-5,2	-1,9	-1,4	9,5	11,9	-5,6	-4,5	-7,9	
Neto domaće aktiva (NDA)	12,4	2,1	8,3	10,2	18,3	-1,4	0,2	-5,7	-1,8	5,7	10,5	15,2	

Izvor: NBS

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

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

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

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

## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

**Primetan rast kreditne aktivnosti u Q3 ...**

**... najviše zahvaljujući ponovnom pokretanju programa subvencionisanja kredita**

**Za razliku od prethodna tri kvartala privreda se ponovo razdužuje prema inostranstvu**

Kreditna aktivnost bankarskog sektora poboljšana je u odnosu na prvu polovinu godine. Za razliku od prethodnog kvartala, u Q3 su banke povećale plasmane privredi i stanovništvu za 648 miliona evra (Tabela T7-5). Najveći deo rasta duguje se rastu plasmana privredi od 580 miliona evra, dok stanovništvo postepeno nastavlja da povećava svoju zaduženost za 67 miliona evra (u Q2 rast plasmana privredi iznosio je 42 miliona evra). Podaci o prekograničnim kreditima svedoče o smanjenju zaduženosti privrede prema inostranstvu za 73 miliona evra što predstavlja promenu u odnosu na trend rasta koji je uspostavljen u Q4 2011. godine. Sa ovim prekograničnim razduživanjem ukupan rast kreditnih plasmana iz domaćih i inostranih izvora u Q3 iznosi 575 miliona evra. Povećanje kreditne aktivnosti domaćeg bankarskog sektora duguje se ponovnom odobravanju subvencionisanih kredita za likvidnost, obrtna sredstva i izvoz. Vlada Srbije je krajem avgusta usvojila Uredbu kojom je izdvojeno nešto više od 11 miliona evra za subvencionisanje kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite. Do 12. oktobra plasirano je 668 miliona evra u segmentu subvencionisanih kredita od čega je oko 12% za finansiranje izvoza, 28% je za potrebe refinansiranja prethodno uzetih kredita dok je 60% odobrenih kredita za likvidnost i nabavku obrtnih sredstava. U narednom periodu se može očekivati i dodatno povećanje kreditne aktivnosti kod stanovništva, pošto su obezbeđena sredstva za subvencionisane stambene kredite.

## 7. Monetarni tokovi i politika

Interesantno je da i pored pogoršanja većine makroekonomskih pokazatelja od početka godine<sup>3</sup> kao i pokretanja stečajnog postupka u slučaju Agrobanke, kreditna aktivnost nije zabeležila usporavanje. Šta više, rast kreditne aktivnosti u drugoj polovini godine će doprineti ublažavanju recesivnih trendova. Takođe, depoziti stanovništva koji su najosetljiviji na ovakve promene nastavili su da rastu, što ipak svedoči o poverenju građana u domaći bankarski sistem.

Nakon što je NBS promenila smer obavljanja operacija na otvorenom tržištu, poslovne banke su povlačile sredstva iz REPO plasmana i time povećavale dinarsku likvidnost. Dinarska likvidnost koja je ovim putem kreirana jednim delom je neutralisana usled većeg dinarskog dela obavezne devizne rezerve, koji je NBS povećala krajem avgusta. Deo sredstava iskorišćen je i za kupovinu državnih zapisa. U Q3, tržišna vrednost prodatih zapisa iznosila oko 620 miliona evra<sup>4</sup>. Pored prodaje trezorskih zapisa, država je povećala svoju zaduženost u Q3 smanjivanjem depozita kod poslovnih banaka za 85 miliona evra (u Q2 povećanje zaduženosti 257 miliona evra).

**Tabela T7-5. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2009-2012**

	2009		2010			2011				2012		
	Dec	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>												
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	-2.790	7	-117	-68	-1.495	603	69	-822	-1.083	672	692	472
Domaći depoziti	-1.633	131	-233	-236	-836	206	-148	-844	-1.169	589	146	15
Depoziti stanovništva	-1.314	-137	-323	-500	-1.020	-92	-295	-483	-655	-49	-189	-296
dinarski depoziti	-89	30	21	25	12	24	13	-68	-182	30	69	36
devizni depoziti	-1.225	-167	-343	-525	-1.032	-116	-308	-416	-473	-79	-258	-332
Depoziti privrede	-319	268	89	264	184	298	147	-361	-513	638	336	311
dinarski depoziti	-284	213	84	232	151	176	13	-128	-350	362	304	230
devizni depoziti	-35	55	5	32	33	122	134	-233	-164	275	31	81
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	-1.271	-196	40	90	-563	580	634	678	545	3	345	335
Kapital i rezerve	114	72	77	78	-96	-183	-416	-656	-459	80	200	123
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	311	53	-120	197	430	-720	-674	-517	-923	-199	371	164
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	2.844	397	1.279	1.281	2.285	309	1.270	2.158	2.771	409	-424	201
Ukupno privreda i stanovništvo	1.183	411	1.264	1.669	2.434	216	1.030	1.554	1.940	309	136	784
Privreda	1.097	319	897	1.142	1.756	191	766	1.189	1.607	375	161	741
Stanovništvo	86	91	368	527	678	25	263	365	333	-67	-25	42
Plasmani u hartije NBS <sup>2)</sup>	625	-125	-445	-839	-1.010	86	268	529	720	-28	-944	-1.052
Neto kreditiranje države <sup>3)</sup>	1.036	112	460	451	861	7	-28	75	111	128	385	470
<b>PRO MEMORIA</b>												
Obavezne rezerve i depoziti	36	54	-182	-188	-115	-157	-429	-210	391	-552	-418	-451
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>4)</sup>	-158	-287	-272	-195	-229	17	123	2	110	-199	-20	-42
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-177	-279	-252	-173	-220	22	123	-3	100	-187	45	54
Ostale stavke <sup>5)</sup>	-99	-147	-331	-692	-565	-136	-195	-246	-601	150	222	56
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>6)</sup>	25	26	24	24	23	23	21	21	24	22	23	23

Izvor: NBS

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.

2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.

3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

fale indixi 4,5,6

4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

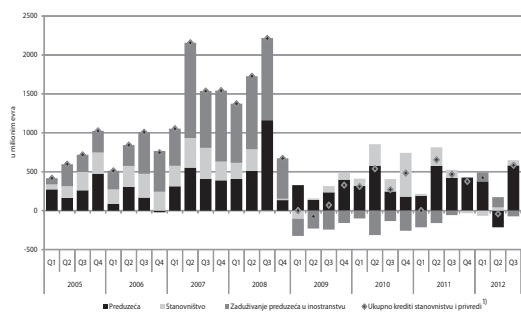
5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubanarski odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.

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

3 Povećanje budžetskog deficita, javnog duga, rast inflacije izvan ciljanog okvira, pogoršanje kreditnog rejtinga zemlje i smanjen priliv stranih direktnih investicija.

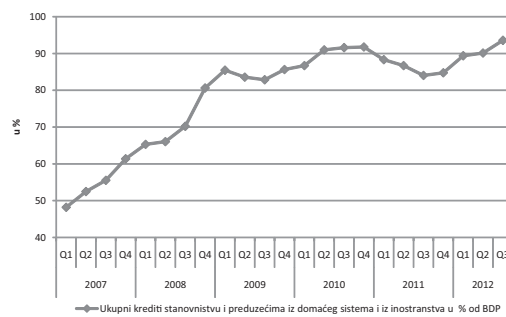
4 Odeljak „Fiskalni tokovi i politika“ posmatra stanje neto obaveza države po osnovu emitovanih trezorskih zapisa koje obračunava nominalnu vrednost prodatih trezorskih zapisa, dok u odeljku „Monetarni tokovi i politika“ pratimo tržišnu vrednost na dan prodaje emisije.

**Grafikon T7-6. Srbija: prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2012**



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

**Grafikon T7-7. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2005-2012**



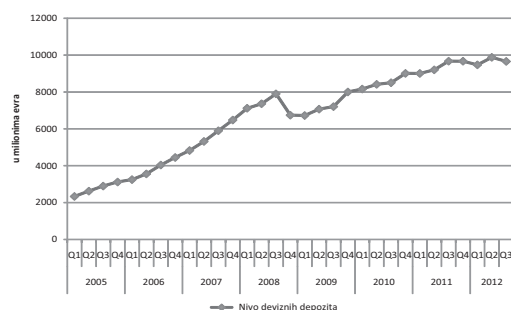
Izvor: Proračun QM-a

**Poboljšanje se primećuje i kod izvora za nove plasmane ...**

**... koji se povećavaju usled rasta depozita ali i povlačenja REPO plasmana**

Pored rasta kreditnih plasmana u se Q3 se kod poslovnih banaka beleže pozitivne promene i po osnovu izvora za nove plasmane. U odnosu na prethodni kvartal kada je zabeleženo smanjenje od 20 miliona evra, u Q3 su izvori za nove plasmane povećani za 220 miliona evra (Tabela T7-5). U novim izvorima, depoziti stanovništva i privrede učestvuju sa 132 miliona, pri čemu stanovništvo povećava depozite za 107 miliona evra u odnosu na Q2 dok se ostatak duguje rastu depozita privrede. Pored toga, banke su povećale sredstva na računu kapitala i rezervi za 77 miliona evra i time dodatno povećale mogućnosti za nove plasmane. Usled promene smera transakcija na otvorenom tržištu banke u Q3 povećavaju izvore za nove plasmane i oslobađanjem sredstava iz REPO plasmana. Po osnovu ovih povlačenja u Q3 je oslobođeno 108 miliona evra za nove plasmane, pri čemu je skoro celokupan iznos oslobođen u julu.

**Grafikon T7-8. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2012**



Izvor: NBS

**Tabela T7-9. Srbija: učešće nenaplativih kredita prema tipu dužnika, 2008-2012**

	2009		2010			2011				2012		
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	stanje na kraju perioda											
Pravna lica	12,14	11,62	14,18	13,83	14,02	14,39	16,23	17,44	17,07	17,72	19,26	19,04
Preduzetnici	11,21	12,19	13,73	15,7	15,8	15,66	15,75	16,99	17,07	16,05	18,47	17,56
Fizička lica	6,69	6,37	6,79	7,04	6,71	6,79	7,1	7,4	7,24	7,57	7,69	8,05

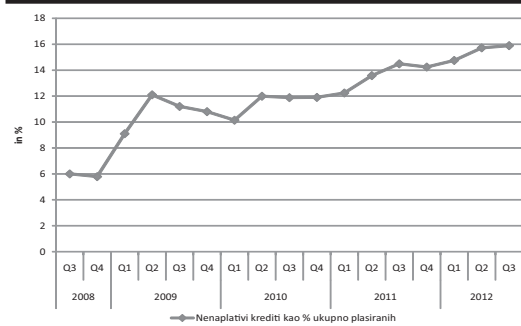
Izvor: Proračun QM-a

**U segmentu nenaplativih kredita i dalje prisutan rast ...**

**... ali sada isključivo usled rasta nenaplativih kredita kod fizičkih lica**

Trend rasta učešća nenaplativih kredita nastavlja se i u Q3. Učešće kredita sa docnjom od preko 90 dana krajem Q3 penje se na 15,89% posmatrano zbirno u odnosu na ukupne plasmane (Tabela T7-9). Blago poboljšanje se primećuje kod pravnih lica i preduzetnika. U odnosu na prethodni kvartal, kod pravnih lica se beleži smanjenje nenaplativnih kredita za 0,22 procentna poena dok je nešto veće smanjenje od 0,91 pp. zabeleženo kod preduzetnika. Ipak rast ukupnog učešća nenaplativih kredita duguje se pogoršanju u segmentu fizičkih lica koji učestvuju sa oko 30% u ukupno plasiranim kreditima. Usled toga je rast na 8,05% (krajem Q2 iznosi 7,69%) pogurao i ukupno učešće nenaplativnih kredita za dodatnih 0,17 pp. Podaci o učešću nenaplativih kredita u ukupno plasiranim, pokazuju dodatno pogoršanje kod kredita plasiranih fizičkim licima u oktobru za novih 0,24 pp. Usled toga je i pored poboljšanja koje je nastavljeno u segmentu preduzetnika ukupno učešće nenaplativih kredita prešlo granicu od 16%. Ovo predstavlja najveće učešće nenaplativih kredita u ukupno plasiranim od kada ih u QM-u pratimo. Blago poboljšanje naplativosti kredita u narednom periodu može se očekivati po osnovu apresijacije dinara usled činjenice da je 70% plasiranih kredita indeksirano u evrima. Pored toga, izdvajanje sredstava za nove subvencionisane kredite za likvidnost bi takođe trebalo da utiče pozitivno na smanjenje

**Grafikon T7-10. Srbija: učešće nenaplativih kredita u ukupno plasiranim, 2008-2012**



Proračun QM-a

učešća nenaplativih kredita u budućem periodu. Ipak, domet ovih pozitivnih efekata je ograničen usled činjenice da je najveći deo kredita koji se ne mogu naplatiti plasiran preduzećima koja su već duže vreme u stečaju čime je i sama izvesnost naplate svedena na minimum.



## 8. Međunarodno okruženje

U trećem kvartalu nastavljeno je pogoršavanje privrednih trendova na globalnom nivou. SAD su ostvarile nešto viši rast nego u drugom kvartalu, a evrozona je nakon četiri godine opet u recesiji, dok najveće zemlje u razvoju usporavaju (Kina, Brazil i Indija). Ključni problemi u EU još uvek nisu rešeni, ali je verovatnoća od serije dužničkih kriza privremeno smanjena. Rast u Istočnoj Evropi usporen je usled smanjenja izvoza, povlačenja kapitala stranih banaka, slabe domaće tražnje i posledica suše, pa su mnoge zemlje u regionu opet u recesiji. Centralne banke širom sveta nastavljaju sa primenom stimulaturnih mera i održavaju referentne stope na veoma niskim nivoima. U SAD-u neizvestan dogovor oko fiskalne politike između dve partije. Iako usporavanje privredne aktivnosti širom sveta doprinosi padu inflacije, visoke cene robe ipak održavaju inflaciju u mnogim zemljama na relativno visokom nivou.

### Svet

MMF je smanjio prognozu za svetsku stopu rasta za ovu godinu sa 3,5% na 3,3%, a za 2013. sa 3,9% na 3,6%. Prognoza za stopu rasta centralne i istočne Evrope je za ovu godinu povećana za 0,1 pp, a za sledeću smanjena za 0,2 pp. Treba naglasiti da je moguće dodatno smanjivanje stopa rasta kako za svet, tako i za Centralnu i Istočnu Evropu. Pored MMF-a, i Svetska banka je smanjila prognozu za istočnu Aziju. Nakon što su finansijska tržišta pozitivno reagovala na stimulaturne monetarne mere širom sveta, korekcije spomenutih prognoza je negativno delovale na smanjenje sklonosti privrednika ka investiranju.

Glavne centralne banke u svetu nastavljaju sa pokušajima da niskim stopama i vanrednim mehanizmima stimulišu rast, dok neke vlade planiraju i fiskalnu stimulaciju. ECB je nastavila ekspanzivnu monetarnu politiku, dok je FED počeo da sprovodi treću fazu „kvantitativnog popuštanja“. Japan i Kina pored monetarnih, planiraju i fiskalne mere kako bi stimulisale tražnju. U Kini je Politbiro dobio novi sastav, koji planira da nastavi sa reformama. Nove vlasti će verovatno imati nešto „mekši“ stav prema relativno neuspešnim infrastrukturnim projektima, pa će banke dobiti sredstva kako bi se povećao rast kredita, što će stimulisati rast. U Centralnoj i Istočnoj Evropi, prevladava recesija, ali ograničeni monetarni suverenitet (devizno veće, neformalni dvovalutni sistem) i visok javni dug ograničavaju države da primene monetarne i fiskalne stimulacije. U mnogim zemljama u okruženju snižavanje referentne kamatne stope nije adekvatna mera za stimulaciju privrede jer faktički postoji dvovalutni sistem, u okviru koga snižavanje kamatnih stopa Centralne banke slabo utiče na kamatne stope i plasmane poslovnih banaka. Bugarska i Bosna i Hercegovina takvu meru ne mogu da sprovedu jer je na snazi valutni odbor, a u Hrvatskoj i Makedoniji se praktično primenjuje politika fiksnog kursa.

Berze i tržišta obveznica u istočnoj Evropi su nakon objavljivanja treće faze „kvantitativnog popuštanja“ u SAD-u i mera ECB-a za stabilizaciju krize u evrozoni, ostvarile oporavak, jer je značajno povećana likvidnost. Nakon toga su vlade u Regionu Centralne i Istočne Evrope su imale mogućnost da se zaduže po povoljnijim kamatnim stopama.

Dominantan razlog za usporavanje velikih ekonomija u razvoju je slaba domaća tražnja. Istočna Azija je usporila jer je Kina morala da smanji raspoloživost kredita usled buma na tržištu nekretina, što je umanjilo domaću tražnju. Brazil nije mogao značajnije da stimuliše privredu usled relativno visoke inflacije, a u Indiji pored inflacije, institucionalne prepreke blokiraju veći priliv investicija, tako da se planira izmena mnogih zakona kako bi se stvorili uslovi za brži ekonomski rast.

## Evrozona

Evrozona je tokom Q3 nakon četiri godine opet ušla u recesiju jer joj je rast bio negativan (-0,6% na godišnjem nivou), ali u skladu sa očekivanjima. Prema anketama, i u sledećem kvartalu bi trebalo da rast bude negativan, nakon čega bi ekonomija evrozone počela da se stabilizuje i ostvari pozitivan rast tokom 2013. godine usled podrške ECB-a i pozitivnog uticaja nešto višeg rasta na svetskom nivou. Francuska i Nemačka su imale pozitivan i nešto viši rast nego što se očekivalo, uglavnom zbog izvoza i lične potrošnje. Italija je imala kontrakciju na kvartalnom nivou (-0,2%), nešto nižu nego Španija (-0,3%), i ima naznaka da se rast u Italiji polako stabilizuje, dok će u Španiji za to biti potrebno više vremena.

Obezbeđena su finansijska sredstva i mehanizmi u Evropskoj uniji kako bi se sprečilo da eventualni problemi otplate javnog duga Španije destabilizuju finansijska tržišta. Kriza u evrozoni, povećava nezadovoljstvo građana, što se **manifestuje kroz masovne demonstracije, vanredne izbore**, dok u Španiji jačaju i separatističke tendencije. Kako bi sprečila eskalaciju političkih sukoba u Španiji, a podstakla vladu da zatraži finansijsku pomoć, Evropska komisija je najavila da čak i ukoliko Španija ne ispuni planirani budžetski deficit, neće biti uslovljavanja novim merama štednje.

Za razliku od Španije, prema Grčkoj se primenjuje nešto „čvršći“ stav. Iako je parlament je usvojio nove mere štednje što je bio uslov da se odobri nova tranša finansijske pomoći, sredstva nisu bila odmah odobrena usled neslaganja MMF i Evrogrupe oko plana smanjivanja grčkog duga. MMF je bio mišljenja da grčki dug treba da bude 120% BDP-a do 2020, dok je Evrogrupa smatrala da bi rok trebalo pomeriti do 2022. MMF se zalaže da poverioci podnesu dodatne gubitke kako bi Grčka mogla da ostvari oporavak, dok se takvom planu protivi Nemačka. Na kraju je postignut dogovor da Grčki dug bude 124% BDP-a do 2020, ali se ne znaju detalji plana iz kojih će biti jasnije zašto je MMF popustio od prvobitnih zahteva.

Usled krize u evrozoni, opada tražnja za uvozom srpskih proizvoda, što negativno utiče na ekonomski rast. Takođe, kapital porekla iz evrozone se često povlači iz Srbije zbog povećanih domaćih potreba za finansiranjem, pa je potrebno razmisliti o alternativnim izvorima finansiranja kapitala. Jedan od mogućih izvora su arapske zemlje izvoznice nafte, koje do sada nisu bile značajni izvoznici kapitala u Srbiji.

## SAD

Prema prvoj proceni, ekonomija SAD-a je tokom Q3 ostvarila rast od 2,3%, što je ubrzanje u odnosu na drugi kvartal (2,1%). Rastu su najviše doprineli lična i državna potrošnja, a i investicije u stanogradnji su imale snažan rast. Nasuprot tome, negativno na rast uticali su nizak nivo poslovnih investicija, slab izvoz i suša na Srednjem zapadu. Tržište nekretnina pokazuje znake oporavka, dok lična potrošnja raste u skladu sa nešto boljom situacijom na tržištu rada. Nizak nivo poslovnih investicija usled političke neizvesnosti sprečava da stopa rasta BDP-a bude na nivou trenda.

Pobeda predsednika Obame na predsedničkim izborima, povećava rizik od neuspešnih pregovora u pogledu fiskalne politike u SAD-u jer predsednik čvrsto stoji iza svojih zahteva na koje republikanci možda neće pristati. Predsednik Obama insistira na povećanju stope poreza na dohodak za imućnije, a republikanci ne žele nikakvu promenu visine stopa poreza i zalažu se za značajno smanjenje potrošnje u oblastima u penzionog sistema i medicinske pomoći za starije i siromašne. Negativni efekti nedostatka dogovora već su se odrazili na ekonomski rast. Stopa rasta poslovnih investicija je niska jer menadžeri usled neizvesnog ambijenta (poreske stope, struktura državne potrošnje, zakonodavstvo) odlažu fiksne poslovne investicije. Većina analitičara očekuje teške pregovore, ali da će pre kraja godine ipak dve strane doći do kompromisnog rešenja.

## Centralna i istočna Evropa

Mnoge zemlje u centralnoj i istočnoj Evropi su opet u recesiji. Povlačenje kapitala, relativno nizak nivo investicija, pad domaće i izvozne tražnje, uticali su u mnogim zemljama na usporavanje stope rasta, a potom i ulazak u recesiju. Dodatni faktor su bile negativne posledice suše na poljoprivrednu proizvodnju. Usporavanje u regionu smanjuje izvoznu tražnju za srpskim proizvodima, što smanjuje izvoz i usporava rast. U većini zemalja u regionu je došlo do smanjivanja troškova zaduživanja država nakon uspostavljanja mehanizama za finansijsku pomoć članicama evrozone i stimulativnih mera ECB-a.

Tokom trećeg kvartala Rumunija je ostvarila pad od 0,8% BDP na godišnjem nivou, što je bilo ispod očekivanja. Verovatno je glavni razlog za rast ispod očekivanja bio slab učinak poljoprivrede. U prvih devet meseci deficit tekućeg računa je za 23% niži u odnosu na isti period prošle godine. Nešto manji trgovinski deficit, veći priliv doznaka i stranih direktnih investicija su bili glavni faktori koji su doprineli smanjenju bilansa tekućeg računa, koji će tokom 2012. iznositi oko 3% BDP-a. Međutim, to ne znači da će problem trgovinskog deficita nestati kada se oporavi tražnja u evrozoni, jer su glavni razlozi slabog izvoza manjak kreativnosti i niska produktivnost. U Rumuniji je stopa rasta potrošačkih cena iznad targetirane stope narodne banke i iznosi oko 5%. Povećanju inflacije su doprineli poskupljenje cene vode, prirodnog gasa, goriva, kao posledica restrukturiranja javnih preduzeća (smanjenja njihovih gubitaka) i mera za uravnoteženje budžeta, a početkom sledeće godine usled pritiska Evropske Unije i MMF-a, biće povećane i akcize na alkohol, cigarete i gorivo. Ukoliko se inflacija sledeće godine prelije i na plate narodna banka će povisiti referentnu stopu, koja je trenutno 5,25%.

U Mađarskoj je BDP tokom Q3 opao za -1,5% što je takođe bilo niže od očekivanja. Glavni razlozi za pad su slaba poljoprivredna sezona, smanjena tražnja iz evrozone i negativne posledice kontraverzne fiskalne politike. Međutim, ukupan izvoz je i dalje pozitivan i utiče pozitivno na rast. Vlada ne odustaje od uvedenih bankarskih poreza i povećanja poreza na finansijske transakcije, iako te mere oštro kritikuju MMF i EU. Mađarska će verovatno i u dolazećim mesecima biti u recesiji, a nije isključeno da će se pad nastaviti i tokom 2013.

Poljski izvoz se usporava, kao i domaća tražnja, ali ova zemlja još uvek nije ušla u recesiju. Očekuje se da će rast BDP-a tokom Q3 na godišnjem nivou biti ispod 2%. Ukupna inflacija (3,8%) je na višem nivou od planirane, ali bazna inflacija opada što je potvrda slabljenja domaće tražnje, pa je narodna banka odlučila da snizi referentnu stopu za 0,25% pp kako bi stimulisala privredu i sprečila da inflacija padne ispod targetiranog nivoa u srednjem roku (bez straha da će negativni efekat biti povećanje inflacije, što potvrđuju inflaciona očekivanja firmi i pojedinaca). Takođe, prema istraživanju Svetske Banke („*Doing Business*“), Poljska je popravila svoju poziciju za 19 mesta i sada se nalazi na 55 poziciji, tik do Mađarske koja je pala za pet mesta.

Problemi u slovenačkoj privredi su višestruki, počev od nesposobnosti države da smanji fiskalni deficit, do toga da se sada ispoljavaju slabosti insajderske privatizacije, i sa njom povezane sprega preduzeća i bankarskog sektora. Kreditni rejting Slovenije je tokom leta bio smanjen od nekoliko agencija usled problema u bankarskom sektoru, jer će gubitke morati da sanira država. Kao rešenje je vlada ponudila zakon o lošim bankama, kojim bi se nenaplativa potraživanja banaka prebacila na novu kompaniju. Ovakav plan podržali su Evropska komisija i MMF, ali je usled otpora opozicije, zakon vraćen na razmatranje i nakon te odluke će verovatno morati referendumom da se potvrdi da bi bio sproveden. Zbog toga je rejting agencija S&P promenila prognozu rejtinga za Slovenije sa pozitivnog na negativan.

# OSVRTI

## Osvrt 1. Čekajući Zakon o radu: kome sve Zakon o utvrđivanju maksimalne zarade u javnom sektoru smanjuje primanja?

Jelena Žarković-Rakić

U Q3 ove godine dva zakonska rešenja iz domena radnih odnosa izazvala su najveću pažnju u javnosti: Zakon o utvrđivanju maksimalne zarade u javnom sektoru, koji je usvojen krajem septembra meseca i Zakon o radu, o kojem se vodi intenzivna rasprava poslednjih nedelja, a čije usvajanje je najavljeno za narednu godinu.

Iako su predstavnici Ministarstva rada, zapošljavanja i socijalne politike učestvovali u nizu konferencija i okruglih stolova na temu izmena Zakona o radu, za sada nisu izašli sa predlozima konkretnih izmena. Čini se da i dalje ne postoji snažna politična volja za promenama krovnog zakona o regulisanju radnih odnosa. Podsetimo, od 2000. godine doneta su dva zakona o radu, prvi 2001. a potom novi zakon 2005. godine. Studija Svetske banke o tržištu rada Srbije<sup>1</sup> ocenjuje, da je u poređenju sa prethodnom regulativnom, zakon iz 2001. u značajnoj meri povećao fleksibilnost tržišta rada kroz izmene u zapošljavanju i otpuštanju, raspodeli rada, i kolektivnom pregovaranju. U studiji se promene nastale Zakonom o radu iz 2005. godine smatra značajnim, ali ne fundamentalno različitim u odnosu na prethodni zakon. Opšti zaključak analize trenutnog zakona jeste to da regulativa tržišta rada u Srbiji nije posebno rigidna u poređenju sa drugim zemljama u regionu Jugoistočne Evrope ili u zemljama OECD-a. Pored toga, ograničeni inspekcijски kapaciteti bez sumnje smanjuju meru u kojoj zakoni o radu u suštini utiču na rezultate tržišta rada

Jedan od često korišćenih pokazatelja fleksibilnosti tržišta rada jeste Indeks zakonodavne zaštite zaposlenja (*Employment protection index*, EPI). Nakon usvajanja Zakona iz 2005. godine Svetska banka<sup>2</sup> i OECD<sup>3</sup> su odvojeno izračunavali vrednost ovog indeksa korišćenjem neznatno različitih metodologija i zemalja za poređenje, ali rezultati oba istraživanja nedvosmisleno ukazuju na to da je Srbija negde u sredini po nivou EPI indeksa. Dodatno, obe analize upozoravaju da relativno velika zaposlenost u sivoj ekonomiji i ograničeni kapaciteti inspekcijских službi u zvaničnom sektoru bez sumnje doprinose smanjenju uticaja formalnih pravila na performanse tržišta rada. Na taj način se dodatno po-

boljšava relativna pozicija Srbije u pogledu zakonodavne zaštite zaposlenja u najnovijem poređenju sa zemljama OECD-a, ako ne i sa zemljama Jugoistočne Evrope.

U svom istraživanju iz 2008. OECD je utvrdio ponderisanu vrednost indeksa striktnosti zaposlenja za Srbiju u iznosu od 2,4 (na skali od 0 do 6), što Srbiju svrstava u zemlje sa srednjim nivoom striktnosti zaposlenja. Po pojedinačnim elementima ocene u striktnosti zaštite ugovora na neodređeno vreme u Srbiji su sledeće: za proceduralnu kompleksnost 2,5; za težinu otpuštanja 3,0; i za otkazni rok i otpremninu 1,2. U pogledu zaštite privremenih ugovora o radu, za zaštitu ugovora na određeno vreme ocena je čak 4,3; za rad agencija za privremeni rad 0,5 i za dodatna ograničenja kolektivnim otpuštanjima 2,9. U svojoj analizi OECD dodatno relativizuje svoje nalaze za Srbiju, ističući da postoje jake indicije da je sprovođenje nekih zakonskih odredbi koje su nominalno veoma striktno zapravo daleko od univerzalnog. Na primer, iako zakon propisuje da jedna osoba može raditi na određeno vreme kod istog poslodavca najduže jednu godinu, ta odredba se masovno ignoriše, uglavnom bez ikakvih sankcija za poslodavce koji je krše.

S druge strane, postoje neke specifične odredbe koje ne ulaze u izračunavanje indeksa, a koje dodatno povećavaju zaštitu zaposlenih. Takva je odredba po kojoj se otpremnina isplaćuje zaposlenima po osnovu ukupnih godina radnog staža, a ne godina radnog staža kod poslednjeg poslodavca. S tim u vezi, podsetimo da se prethodna Vlada krajem 2011. godine, u okviru tadašnjeg aranžmana sa Međunarodnim monetarnim fondom, obavezala da će promeniti dve odredbe Zakona o radu. Prva izmena odnosila se na isplatu otpremnine čija bi se visina utvrđivala u zavisnosti od trajanja zaposlenja isključivo kod poslednjeg poslodavca, umesto dosadašnje prakse koja se bazirala na celokupnom radnom stažu. Druga izmena odnosila se na produženje trajanja ugovora na određeno vreme sa sadašnjih 12 meseci na 3 godine. Obe izmene zagovarao je Savet stranih investitora još od 2010. godine, a prošle godine im se pridružilo i Unija poslodavaca. Nijedna od predloženih izmena nije usvojena do sada.

I Ministarstvo finansija i privrede u nedavno objavljenoj Fiskalnoj strategiji za 2013. godinu<sup>4</sup> ukazuje na neophodnost izmena radnog zakonodavstva kako bi se povećala fleksibilnost i mobilnost na tržištu rada. Konkretno, u strategiji se navodi da se ključne promene Zakona o radu moraju odnositi na smanjenje prekomerne zaštite

1 [http://siteresources.worldbank.org/INTSERBIA/Resources/LMA\\_Serbian.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTSERBIA/Resources/LMA_Serbian.pdf)

2 World Bank (2005b). *Doing Business 2006*. Washington, DC.

3 OECD, 2008. *Serbia: A Labour Market in Transition*, Paris: OECD

4 <http://mfp.gov.rs/newsitem.php?id=8628>

za zaposlene, smanjivanje rigidnosti u zapošljavanju i otpuštanju, obračun otpremnina zasnovan samo na stažu kod poslednjeg poslodavca, produženje trajanja ugovora o radu na određeno vreme sa jedne na tri godine, unapređenje pravnog okvira za samozaposlene (freelancers and independent contractors) i efikasnije kolektivno pregovaranje uz učesće udruženja poslodavaca i nadležnog državnog organa (str. 97.)

Neka od pitanja, posebno ona koja se odnose na vrednosne sudove, svakako da bi zahtevala intenzivnu debatu između ključnih socijalnih partnera u cilju postizanja odgovarajućeg kompromisa. S druge strane, postoje praktični, tehnički problem sa zakonom oko kojih bi se konsenzus lako postigao ili već jeste kroz dosadašnje neformalne debate<sup>5</sup>. Međutim, već nekoliko godina Ministarstvo rada okleva u preduzimanju konkretnih koraka u želji da se usaglasi ceo paket promena koji bi potom bio usvojen. Na ovaj način se produžava negativno dejstvo tehnički loših rešenja u domenu otpremnina, regulative radnog vremena, kolektivnog pregovaranja i generalno preterane regulative radnih odnosa. Stoga, po našem mišljenju bilo bi bolje promeniti Zakon u radu u dva koraka – prvo, u kratkom roku izmeniti odredbe koje bi dovele do tehničkih poboljšanja zakona, a potom u drugom koraku o opštijim pitanjima raspravljati uz više strpljenja svake strane u socijalnom dijalogu i više odlučnosti na strani Vlade.

Čekajući donošenje novog Zakona o radu, u javnosti je takođe veliku pažnju izazvalo usvajanje Zakona o utvrđivanju maksimalne zarade u javnom sektoru. Zakon je najavljivan kao jedna od mera ograničavanja visokih primanja top menadžmenta javnih preduzeća, a manje se govorilo o nameri zakonodavca da izjednači primanja za zaposlene u javnim preduzećima i sektoru države (administracija, obrazovanje, zdravstvo, socijalni rad) za rad istog stepena složenosti. Naime, zakon nalaže da zaposleni u javnom sektoru koji obavljaju prateće i pomoćno-tehničke poslove (a to su između ostalih spremačice, kafe-kuvarice, radnici obezbeđenja i sl.) imaju ista primanja kao nameštenici u državnoj upravi, i to iz platnih grupa: IV, V I VI, ukoliko obavljaju slične poslove. To je upravo i bila namera zakonodavca - da se za isti posao u javnom sektoru, bilo da pojedinac radi u sektoru države ili javnom preduzeću, izjednače primanja. Imajući u vidu koeficijente za nameštenike iz Zakona o platama državnih službenika i nameštenika (koji se kreću u intervalu 1-1.5 za pomenute platne razrede, i iznos osnovice od 18.444 dinara), to bi značilo da se za zaposlene koji obavljaju prateće i pomoćno-tehničke poslove u javnom sektoru formira plafon zarada u iznosu od nešto više od 27.000 dinara. Stoga, ne iznenađuju

štrajkovi radnika u javnim komunalnim preduzećima u više gradova u Srbiji koji takođe žele da budu izuzeti iz ovog zakona.

Postavlja se pitanje, međutim, da li su štrajkovi opravdani s obzirom da je teško naći argument u korist zahteva da rad istog stepena složenosti (recimo, rad kafe kuvarice) bude više plaćen ukoliko pojedinac radi u javnom preduzeću nego kada je zaposlen kod privatnika ili u sektoru države. Ova pojava posebno zabrinjava imajući u vidu predimenzioniranu zaposlenost u javnim preduzećima što dovodi do niže produktivnosti radnika. Stoga, bilo bi pogrešno ukoliko bi Vlada popustila pod pritiscima koji dolaze iz sindikata javnih preduzeća i neka od njih uvrstila na listu onih na koje se zakon ne primenjuje.

U pogledu ograničenja maksimalne zarade, Zakon nalaže da ona ne može biti veća od iznosa koji se dobija množenjem osnovice i najvećeg koeficijenta za položaj, utvrđenog zakonom kojim se uređuju plate državnih službenika i nameštenika. To praktično znači da najviša zarada u javnom sektoru ograničena se na 162.740 dinara, bez minulog rada. Međutim, zakon ostavlja mogućnost da se zarada rukovodioca javnih preduzeća poveća i do 30% u odnosu na osnovnu zaradu, kroz takozvani varijabilni deo, a u slučaju ostvarivanja dobrih poslovnih rezultata preduzeća. Postavlja se pitanje da li se na ovaj način ostavlja prostor za opstanak visokih primanja za pojedince koji su do sada imali izuzetno visoke zarade ali ovaj put kroz varijabilu.

Kada se pogleda tekst zakona još jedna odredba ostavlja prostor za diskreciono ponašanje Vlade. Naime, ograničenje zarada se ne primenjuju na javna preduzeća i pravna lica koji kao učesnici na tržištu imaju konkurenciju, a kriterijume i merila za određivanje koja su to preduzeća ima isključivo Vlada.

<sup>5</sup> Arandarenko, M. European Employment Observatory Quarterly Report from the SYSDM Correspondent, Serbia, October 2012

# POD LUPOM

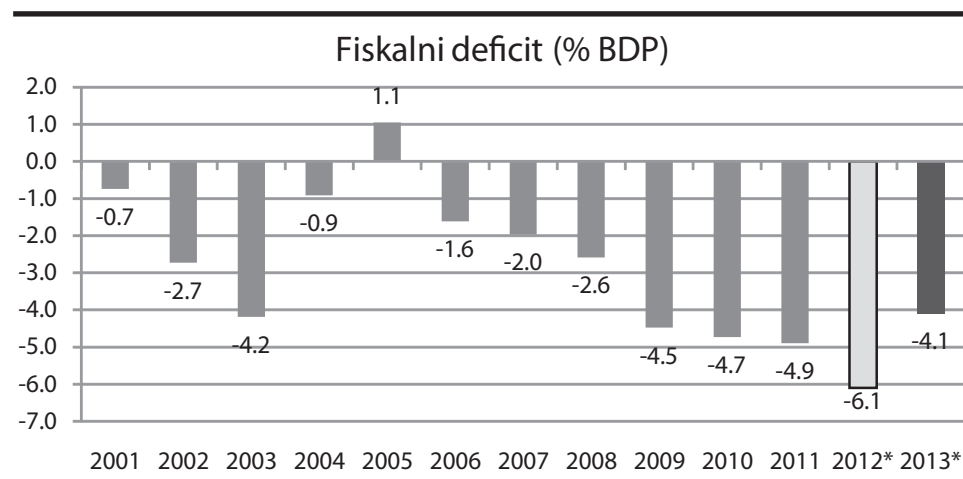
## Fiskalna konsolidacija i oporavak privrede Srbije<sup>1</sup>

Milojko Arsić\*

Predloženim programom fiskalne konsolidacije smanjena je verovatnoća dužničke krize, ali ne i otklonjena. Programom fiskalne konsolidacije za 2013. godinu, koji uključuje povećanje poreza, smanjenje rashoda i rast jednokratnih prihoda realizovana je približno trećina neophodnog smanjivanja fiskalnog deficita. Preostale dve trećine fiskalnog prilagođavanja, u periodu 2014-2015. godine skoro isključivo treba da se realizuju preko smanjenja rashoda, što implicira strukturne reforme u svim sektorima koji se finansiraju iz javnih sredstva. Cilj reformi javnog sektora osim smanjenja rashoda treba da bude i povećanje njegove efikasnosti. U periodu fiskalne konsolidacije državi će biti potrebna znatna sredstva za finansiranje deficita i otplatu dospelih kamata – neophodna sredstva će biti obezbeđena samo ako se očuva poverenje investitora. Efekti fiskalne konsolidacije na rast biće pozitivni u slučaju Srbije, čak i u kratkom roku, jer je relevantna alternativa konsolidaciji dužnička kriza i recesija, a ne privredni oporavak uz visok fiskalni deficit i dodatno zaduživanje. Fiskalna konsolidacija predstavlja prvi urgentan korak ka vraćanju privrede Srbije na održivu putanju rasta. Međutim, za dugoročno održiv oporavak i rast privrede, osim fiskalne konsolidacije neophodne su temeljne reforme privrednog sistema, jer se efektivna ograničenja za rast privrede u slučaju Srbije nalaze na strani ponude, a ne na strani tražnje. Konkurentan kurs dinara i unapređenje privrednog ambijenta mogu da ublaže negativne posledice nepovoljnih privrednih kretanja u okruženju i smanjenja domaće tražnje.

### 1.1. Dinamika i struktura fiskalne konsolidacije

Predloženi program fiskalne konsolidacije predstavlja značajan zaokret u odnosu na fiskalnu politiku koja je sprovedena od sredine 2011. godine i u toku 2012. godine. Fiskalni deficit u 2013. godini će se verovatno smanjiti za 2-2,5% BDP. Ukoliko se u toku naredne godine ne usvoje dodatne mere štednje fiskalni deficit će verovatno biti veći za oko 0,5% BDP od planiranog nivoa tj. iznosiće oko 4% BDP umesto planiranih 3,6% BDP. Prema tome fiskalni deficit će se smanjiti odnosno za oko 30-40% u odnosu na 2012. godinu, a ne za jednu polovinu kao što se to za sada zvanično



procenjuje. Smanjenje fiskalnog deficita u narednoj godini je značajno u odnosu na vrlo visoki deficit koji je ostvaren u izbornoj 2012. godini. Međutim, deficit u 2013. godini će biti tek nešto manji od ostvarenog deficita u 2009. i 2010. godini. Stoga se fiskalna politika za 2013. godinu može interpretirati kao vraćanje na održivu putanju od koje se odstupilo počev od sredine 2011. godine.

\* Ekonomski fakultet i FREN

<sup>1</sup> U domaćoj javnosti se pod pojmom kvazifiskalne dažbine najčešće podrazumeva čitav skup neporeskih dažbina koje uvodi država na svim nivoima, kada je iznos dažbine veći od vrednosti protivnagnade ili protivusluge. Međutim, problem u sistemu javnih prihoda u Srbiji ne čine samo kvazifiskalne, već i brojne fiskalne dažbine, neporeskog karaktera (njihov preveliki broj, neadekvatna parametrizacija i sl.). S obzirom da je fokus ovog rada na reformi čitavog skupa neporeskih prihoda, a ne samo kvazifiskalnih dažbina, ispravno bi bilo koristiti naziv neporeske dažbine, ali zbog odomaćenosti ovog termina u javnosti, ipak će se koristiti termin kvazifiskalne dažbine.

Smanjenjem fiskalnog deficita u narednoj godini realizovaće se **približno trećina fiskalne konsolidacije koja je neophodna** da bi se zaustavio rast javnog duga u odnosu na BDP, a potom i započelo njegovo obaranje. Pri tome je nešto manje od polovine smanjenja fiskalnog deficita u 2013. godini posledica neto povećanja poreza, dok je preostali deo uglavnom rezultat realnog smanjenja penzija i plata, kao i povećanja jednokratnih prihoda u iznosu od 0,5% BDP. Povećanje poreza (PDV, akciza, poreza na dobit i dr.), doneće dodatne prihode od oko 1,5% BDP, ali će se ukidanjem kvazifiskalnih dažbina i smanjenjem carina izgubiti prihodi od oko 0,5% BDP. U hipotetičkom slučaju, da porezi nisu povećani fiskalni deficit u narednoj godini bi iznosio preko 5% BDP što je na nivou 2011. godine, ali iznad ostvarenog fiskalnog deficita u 2009-2010. godini.

Važno pitanje za ekonomsku politiku je priroda fiskalnog deficita tj. u kojoj meri je fiskalni deficit rezultat cikličnih i privremenih faktora, a u kojoj meri je rezultat sistemske neusklađenosti između poreske politike i politike rashoda, kao i dugoročnih makroekonomskih i demografskih trendova. Ukoliko je fiskalni deficit posledica cikličnih faktora onda će on spontano biti eliminisan sa oporavkom privrede. Suprotno, ako je fiskalni deficit rezultat strukturnih faktora tada je za njegovo eliminisanje neophodno smanjenje rashoda i/ili povećanje poreza u odnosu na BDP. Primenom odgovarajućih statističkih procedura moguće je približno proceniti u kojoj meri je ostvareni deficit rezultat cikličnih i privremenih, a u kojoj meri sistemskih faktora.

Strukturni, odnosno sistemski fiskalni deficit u Srbiji je u 2012. godini je bio približno jednak stvarnom fiskalnom deficitu jer su efekti recesije (pad BDP), neutralisani rastom domaće tražnje, odnosno apsorpcionim jazom<sup>2</sup>. U Srbiji proizvodni i apsorpcioni jaz utiču podjednako na poreske prihode i na fiskalni deficit<sup>3</sup>, a njihovo odstupanje od ravnotežnog nivoa je takodje bilo podjednako ali u suprotnom smeru. Dok će u 2012. godini nepoljoprivredni BDP biti za 4 p.p. ispod ravnotežnog nivoa, deficit tekućeg platnog bilansa biće za oko 4 p.p. veći od dugoročno održivog nivoa. Iz prethodnog se može zaključiti da je fiskalni deficit u Srbiji u celini strukturne prirode, što znači da se on neće otkloniti oporavkom privrede – ono što će se dobiti većim porezima zbog rasta BDP izgubiće se manjim porezima zbog smanjenja tražnje i njenog restrukturiranja ka manje oporezovanim oblicima (investicijama i izvozu).

Povećanje poreza kao način za smanjenje fiskalnog deficita tokom 2012. godine je bilo neophodno, ali u budućnosti ne bi bilo opravdano znatnije povećanje poreskog opterećenja. Značajniji rast poreskog opterećenja bi ugrozio poresku konkurentnost Srbije, što bi destimulativno uticalo na zaposlenost i investicije, a time i na rast BDP. U narednim godinama je poželjna prihodno neutralna poreska reforma kojom bi se promenila struktura poreskog sistema u pravcu stvaranja povoljnijih uslova za investiranje i zapošljavanje.

S obzirom da će poreske reforme u budućnosti biti uglavnom prihodno neutralne prestalo smanjivanje fiskalnog deficita sa nivoa od preko 4% u 2013. godini do nivoa od 1% u 2015. godini u celini treba da se ostvari smanjenjem učešća javne potrošnje u BDP. To znači da je npr. u 2014. godini neophodno smanjivanje učešća javne potrošnje u BDP za 2-2,5 p.p. što je duplo više od smanjenja rashoda koje će se ostvariti tokom 2013. godine. Ako ni BDP u 2014. Godini rastao po stopi od npr 4% u 2014. godini to bi bi olakšao smanjenje učešća javne potrošnje u BDP, ali će ono i dalje biti vrlo teško i zahtevaće znatne uštede u skoro svim segmentima javne potrošnje isključujući javne investicije i socijalnu zaštitu. Sa stanovišta fiskalne konsolidacije relevantno je da će zbog restrukturiranja privreda ka izvozu i investicijama u budućnosti poreski prihodi sporije rasti od rasta BDP.

Za sada ne postoji jasan plan Vlade kako će se navedeno smanjenje javne potrošnje ostvariti. Stoga je za kredibilnost programa fiskalne konsolidacije neophodno da se već do kraja prvog kvartala naredne godine načelna opredeljenja za smanjenje javne potrošnje pretvore u konkretne čijom primenom će se **načelna opredeljenja ostvariti. Umesto uopštenih stavova o neophodnosti reformi, kredibilna fiskalna konsolidacija zahteva, da Vlada precizno usvoji šta će i kada preduzeti da bi se rashodi smanjili za planirani iznos.**

Oporavak privrede Srbije i uspeh programa fiskalne konsolidacije i oporavak privrede Srbije značajno zavise od poverenja investitora u ekonomsku politiku Vlade. Prve reakcije investitora na objavljeni program fiskalne konsolidacije u Srbiji bile su povoljne, što se ispoljilo kroz niske kamatne stope po kojim se Srbija zadužila na međunarodnom finansijskom tržištu u periodu septembar – novembar tekuće godine. Ipak niske kamatne stope nisu samo posledica rasta poverenje investitora u ekonomsku politiku Vlade Srbije, nego i povećane likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu usled snažne monetarne ekspanzije FED-a i ECB. U kojoj meri je ovaj faktor važan može se uočiti iz toga da su se druge zemlje iz Centralne i Istočne Evrope zaduživale po niskim kamatnim stopama u periodu septembar-oktobar 2012. godine: Poljska 3,75% , Češka 3,87%, Rumunija 4,5% Bugarska 4,25%, dok je Srbija u istom

<sup>2</sup> Negativan proizvodni jaz je uticao na pad prihoda od direktnih poreza, a pozitivan aprosopcioni jaz je uticao na veće prihode od indirektnih poreza.

<sup>3</sup> Videti Arsić i dr (2012)

periodu plaćala kamatne stope 5,25-6,5%<sup>4</sup>. Slični zaključci se dobijaju i poređenjem stope prinosa koja se ostvaruje pri trgovini državnim obveznicama na sekundarnom tržištu (videti poglavlje 6).

Uprkos, povoljnim uslovima zaduživanja na međunarodnom finansijskom tržištu poverenje investitora u ekonomsku politiku Vlade i perspektive privrede Srbije je i dalje nisko. Premija na rizik za Srbiju je među većim u zemljama Centralne i Istočne Evrope (videti poglavlje 6). Za uspešan oporavak privrede Srbije nije dovoljno da poverenje održi na postojećem niskom nivou. Trajnije povećanje poverenja investitora u ekonomsku politiku i perspektive privrede Srbije bi se potvrdilo samo ukoliko se poveća kreditni rejting zemlje. Međutim, za sada još nema naznaka da se tako nešto može očekivati. Štaviše, postoje rizici i da se postojeći skroman nivo poverenja izgubi, bilo zbog značajnijeg odstupanja od programa fiskalne konsolidacije, bilo zbog nekih nepredviđenih šokova (npr. nastavak recesije u EU i Srbiji) ili zbog značajnijeg odstupanja od programa fiskalne konsolidacije.

Stoga je za Srbiju od izuzetne važnosti da se početkom naredne godine potpiše novi aranžman sa MMF, kako bi se učvrstila kredibilitnost ekonomske politike Srbije. Oslanjanje isključivo na poverenje privatnih investitora je suviše rizična strategija, jer ono može da se izgubi relativno brzo, a u tom slučaju posledice za Srbiju bi bile krajnje nepovoljne.

## 1.2. Fiskalna konsolidacija i privredni rast

Fiskalna konsolidacija, po pravilu, ima različite efekte na privredni rast u kratkom i srednjem roku. Kratkoročni efekti fiskalne konsolidacije na privredni rast zavise od toga šta je relevantna alternativa fiskalnoj konsolidaciji: nastavak politike visokog fiskalnog deficita i zaduživanja ili kriza javnog duga. Ako je relevantna alternativa nastavak politike visokog fiskalnog deficita i zaduživanje, tada fiskalna konsolidacija utiče na usporavanje rasta privrede. Smanjenje potrošnje (državne i dela privatne potrošnje koju finansira država) i povećanje poreza, pod ostalim nepromenjenim uslovima, uticaće na smanjenje domaće tražnje, a time i na usporavanje rasta BDP. Kvantitativni uticaj smanjenja državne potrošnje na rast BDP zavisi od visine fiskalnih multiplikatora, što su multiplikatori manji to će uticaj fiskalne konsolidacije na usporavanje privrednog oporavaka biti manji. Prethodna alternativa je relevantna za zemlje koje imaju visok kreditni rejting i relativno nizak odnos javnog duga prema BDP. Međutim, ako je relevantna alternativa fiskalnoj konsolidaciji kriza javnog duga, tada fiskalna konsolidacija i u kratkom roku pozitivno utiče na privredni rast.

Sa obzirom da će javni dug u Srbiji krajem 2012. godine dostići 60% BDP, a da je kreditni rejting Srbije vrlo nizak, ocenjujemo da bi u slučaju Srbije relevantna alternativa fiskalnoj konsolidaciji kriza javnog duga. Stoga će fiskalna konsolidacija u Srbiji i u kratkom roku pozitivno uticati na privredni rast u odnosu na relevantnu alternativu – dužničku krizu. Kriza javnog duga bi imala za rezultat pad BDP i zaposlenosti za 5-10%, što je znatno više od negativnog uticaja fiskalne konsolidacije na privredni rast.

Međutim, sa analitičkog stanovišta interesantno je koliko iznosi negativan efekat fiskalne konsolidacije na privredni rast u odnosu na hipotetički (ali neodrživ) nastavak ekspanzivne fiskalne politike sa godišnjim deficitom od oko 6% BDP. Negativan uticaj fiskalne konsolidacije na privredni rast u ovom hipotetičkom slučaju jednak je proizvodu fiskalnih multiplikatora i visine fiskalnog prilagođavanja tj. iznosa smanjenja strukturnog fiskalnog deficita u odnosu na BDP.

Na osnovu komparativnih analiza koje su rađene za slične zemlje može se oceniti da fiskalni multiplikatori u Srbiji iznose 0,2-0,3. Indirektna potvrda niske vrednosti fiskalnih multiplikatora u Srbiji dobija i na osnovu skromnih efekata enormne fiskalne ekspanzije na rast BDP u 2012. godini. Uprkos fiskalnom deficitu od oko 6% BDP, nepoljoprivredni BDP je u ovoj godini ostvario nulti rast. Iz prethodnog sledi da bi smanjene fiskalnog deficita u 2013. godini, za 2-2,5% BDP, pod ostalim nepromenjenim uslovima uticalo na usporavanje rasta privrede za oko 0,6% BDP. Slično tome ukupna fiskalna konsolidacije u periodu 2013-2015. godina, kojom se smanjuje strukturni fiskalni deficit za oko 5% BDP uticala bi na smanjenje rasta BDP za oko 1,25% u odnosu na hipotetički rast koji bi se ostvario uz nastavak ekspanzivne fiskalne politike. Negativni efekti fiskalne konsolidacije na rast bi mogao da bude i manji pod uslovom da fiskalna konsolidacija bude kredibilna, jer bi u tom slučaju rast privatnih investicija i potrošnje građana delimično neutralisali negativne efekte fiskalne konsolidacije. Na osnovu prethodnog ocenjuje se da bi negativan uticaj fiskalne konsolidacije na usporavanje privrednog rasta bio mali, čak i u odnosu na hipotetički rast BDP koji bi se ostvario uz nastavak ekspanzivne fiskalne politike.

<sup>4</sup> Da bi poređenja kamatnih stopa bila adekvatne neophodno je da se odnose na isti vremenski period jer se uslovi na svetskom finansijskom tržištu relativno brzo menjaju. Takođe neophodno je voditi računa i o razlikama u ročnosti emitovanih obveznica.



## Visina fiskalnih multiplikatora u Srbiji

Procene fiskalnih multiplikatora kreću se u širokom intervalu od 0-1,5. U slučaju Srbije fiskalni multiplikatori su skoro sigurno na donjoj granici navedenog intervala jer velika većina faktora koji utiču na visinu multiplikatora u slučaju Srbije deluje u smeri njihovog smanjenja. U Srbiji kao maloj otvorenoj privredi veći deo fiskalnih stimulansa odliva se na uvoz, a ne na pokretanje domaće proizvodnje. Dvovalutni sistem koji postoji u Srbiji ima za posledicu izrazitu varijabilnost kursa dinara koji reaguje na najmanje promene monetarne i fiskalne politike, a potom i na rast cena, čime se smanjuje visina fiskalnih multiplikatora. Visoka inflacija, koja u Srbiji postoji tokom cele recesije onemogućava primenu ekspanzivne monetarne politike kao što je to slučaj sa drugim zemljama. Restriktivna monetarna politika, koja se u Srbiji iznuđeno sprovodi, umesto uobičajene akomodirajuće monetarne politike, smanjuje visinu fiskalnih multiplikatora. I drugi faktori koji utiču na visinu fiskalnih multiplikatora, kao što je visina javnih investicija, poverenje investitora i građana utiču na to da su fiskalni multiplikatori u Srbiji niski.

Posmatrano po vrstama fiskalnih podsticaja koji su u Srbiji primenjivani tokom aktuelne recesije ocenjuje se da je većina njih bila relativno malo delotvorna. Jedan od retkih stimulansa koji se pokazao delotvornim su subvencije za bankarske kredite. Efikasnost ove mere manifestuje se time što se sa relativno skromnim sredstvima države podstiče odobravanje višestruko veće sume kredita privredi. Subvencije za kredite predstavljaju neku vrstu iznuđene mere kojom se nadoknađuje nedelotvornost monetarne politike u dvovalutnom sistemu. U dvovalutnom sistemu standardni mehanizmi monetarnih podsticaja, kao što je smanjene referentne kamatne stope ili smanjenje obaveznih rezervi se prelivaju na tražnju za devizama, umesto da se povećana likvidnost iskoristi za rast kredita privredi i građanima. Stoga, čak i malo popuštanje u monetarnoj politici dovodi do značajne deprecijacije dinara i rasta inflacije, umesto do rasta kredita i privredne aktivnosti.

Očekuje se da će efekti fiskalne konsolidacije na rast privrede u srednjem i dugom roku, biti pozitivni i to po više osnova. Međutim, koliki će biti pozitivni efekti zavisi od toga na koji način će se sprovesti fiskalna konsolidacija, kao i od toga u kojoj meri će ona biti praćena reformama javnog sektora i privrednog sistema. Predloženi program fiskalne konsolidacije dominantno se oslanja na smanjenje rashoda, što je u skladu sa praksom uspešnih programa. Planirano ukupno smanjenje strukturnog fiskalnog deficita u periodu 2013-2015. godine iznosi 5 p.p. BDP, od čega se samo 1 p.p. ostvaruje kroz povećanje poreza, a preostalih 4 p.p. BDP kroz rashode. Fiskalnom konsolidacijom će se smanjiti učešće javnih rashoda na oko 40% BDP što je primereno za zemlju na nivou razvijenosti Srbije i što je u skladu sa ciljnim dugoročnim rastom privrede Srbije od 4-5% prosečno godišnje. Javna potrošnja od oko 40% BDP, fiskalni deficit između 0- 1% BDP, i opadanje odnosa javnog duga prema BDP pozitivno će uticati na kreditni i investicioni rejting Srbije, što bi doprinelo smanjenju kamatnih stopa i povećanju investicija.

Uticaj fiskalne politike na rast ne zavisi samo od visine ukupnog poreskog opterećenja i visine javnih rashoda, nego i od strukture poreskog sistema i javnih rashoda, kao i od efikasnosti javnog sektora. Sa stanovišta privrednog rasta povoljnije je da porezi na potrošnju i imovinu budu viši, a porezi na faktore proizvodnje niži. Visoki porezi na faktore proizvodnje povećavaju njihovu cenu, što u dugom roku dovodi do smanjivanja brzine akumulacije kapitala i sporijeg rasta zaposlenosti, a time i do sporijeg rasta privrede. Povećanje učešća javnih investicija i smanjenje učešća tekuće javne potrošnje pozitivno bi uticalo na privredni rast. Za dugoročno održiv rast privrede od presudne važnosti je efikasan javni sektor, koji treba da obezbedi povoljne uslove za privredni razvoj, a to znači da obezbedi jednostavne zakone, kvalitetnu saobraćajnu, energetska i telekomunikacionu infrastrukturu, obrazovanu radnu snagu i dr.

### 1.3. Fiskalna konsolidacija i reforma javnog sektora

Međutim, smanjenje rashoda nije jedini cilj reforme javnog sektora. Strukturne reforme treba da budu realizovane tako da se ostvare uštede u navedenim sektorima, a da se pri tome sačuva dostupnost usluga države i poboljša njihov kvalitet. U principu fiskalna konsolidacija se može ostvariti i smanjivanjem javnih investicija, ali bi to bilo krajnje pogubno po dugoročno održivi rast privrede Srbije. Slično, reforme obrazovanja ili zdravstva kojima bi se ograničila dostupnost navedenih usluga stanovništvu Srbije ili smanjio njihov kvalitet, ne bi se mogle smatrati uspešnim čak i ako bi se njihovom primenom ostvarile uštede koje su neophodne za fiskalnu konsolidaciju. Takve reforme bi obezbedile makroekonomsku stabilnost, ali ne bi doprinele dugoročno održivom rastu privrede Srbije.

Fiskalna strategija sadrži načelno opredeljenje za realizaciju strukturnih reformi, ali ne i konkretne mere i rokove u kojima bi se reforme sprovele. Tako npr. kao važan prioritet se navodi penzijska reforma, ali ne kako i kada će se ona ostvariti: da li će se uvesti aktuarski penali za prevremeno penzionisanje i nagrade za kasnije penzionisanje, kojom

dinamikom će se povećavati minimalna starosna granica za penzionisanje, kojom dinamikom će se povećavati standardna starosna granica za žene i dr. Slično u Fiskalnoj strategiji se planira reforma obrazovanja, ali ne i mere kojima će se ona ostvariti, da li će se ići na racionalizaciju mreže osnovnih i srednjih škola, kako će se podstaći ukрупnjavanje odeljenja, da li se planira i kada uvođenje obaveznog srednjeg obrazovanja, kojim merama će se podstaći poboljšanje kvaliteta obrazovanja na svim nivoima od osnovnog obrazovanja do doktorskih studija, da li će se nastaviti finansiranje nekvalitetnih državnih univerziteta i fakulteta, pod kojim uslovima bi se studiranje na privatnim fakultetima finansiralo od strane države i dr.?

Slično, kada su u pitanju subvencije, jedna od rashodnih pozicija na kojoj su u budućnosti neophodne značajne uštede, ne postoji plan redukcije i ukidanje nekih više nego spornih subvencija kao što su subvencije za radna mesta, investitore i dr. Štaviše, ni politika subvencija za poljoprivredu nije konzistentna jer istovremeno postoje subvencije po hektaru kojima se podstiče smanjenje proizvodnje i subvencije po količini proizvodnih proizvoda kojima se podstiče povećanje proizvodnje.

Višak zaposlenih u javnom sektoru, koji su predstavnici aktuelne Vlade (pre izbora i odmah nakon izbora) procenivali na stotine hiljada – što je bilo ekstremno preterivanje, sada se se u potpunosti ignoriše. Štaviše, postoje izjave da krize nije vreme za otpuštanje, što je apsurdno jer je otpuštanje suvišnih radnika način na koji se rešava kriza.

Sa stanovišta kredibiliteta Vlade neophodno je da sektorske reforme koje se donese na određenu oblast (obrazovanje, zdravstvene zaštite, poljoprivredu, subvencije, kulturu, nauku) budu bilansno konzistentne sa Fiskalnom strategijom vlade. Umesto toga u većini sektorskih strategija planira se povećanje učešće rashoda za te sektore u BDP – ako bi se to dogodilo tada bi se povećalo učešće ukupne javne potrošnje u BDP, umesto da se smanji. U većini strategija u prvom planu su povećanje trošenja sredstva, dok je efikasnost trošenja (moguće uštede, kvalitet usluga i dr.) u drugom planu. Neusklađenost sektorskih strategija i Fiskalne strategije odražava odsustvo koordinacije u okviru aktuelne Vlade, što je bio slučaj i sa prethodnim vladama. Jedna od posledica toga je i da sektorske strategije, koje nisu fiskalno održive ostaju mrtvo slovo na papiru ili što je još gore dovode do povećanja neproaktivnih trošenja.

Otklanjanje vertikalne neravnoteže prihoda i rashoda između različitih nivoa država je važno kako sa stanovišta fiskalne konsolidacije, tako i sa stanovišta povećanja efikasnosti države. Navedenu neravnotežu je u principu moguće otkloniti na različite načine: povećanjem učešća Republike u porezu na zarade, prenošenjem nekih funkcija sa Republike na lokalne samouprave ili smanjenjem transfera lokalnim samoupravama. Sa makroekonomskog stanovišta najbolje bi bilo prvo rešenje, ali zbog stavova predstavnika aktuelne Vlade čini se da je ono isključeno i da je moguće prenošenje određenih nadležnosti na lokalni nivo. Ukoliko se određene funkcije budu prenosile na lokalni nivo, sa stanovišta fiskalne konsolidacije, važno je da prenos bude bilansno značajan, što znači da se prenesu obaveze u vrednosti od bar 20 mlrd dinara. Sa stanovišta ekonomske efikasnosti važno da se prenete funkcije na lokalnom nivou obavljaju bar podjednako efikasno kao i na republičkom. Unapred se mogu predvideti teškoće sa prenošenjem dodatnih funkcija na lokalni nivo, zbog izrazite regresivnosti fiskalne decentralizacije – siromašnije opštine neće biti sposobne da preuzmu dodatne funkcije. Međutim, i bogatije opštine će ispoljiti veliki otpor prema preuzimanju dodatnih funkcija – može se očekivati za će za dodatne funkcije tražiti dodatni novac.

U okviru reforme javnog sektora neophodno je u da se pre realizacije javnih investicija, ali i drugih programa Vlade, kao što su subvencije, uvede obavezujuća primena analize troškova i koristi. **Pri tome je sa zbog verodostojnosti navedenih analiza važno da opravdanost ocenjuje organ koji nije zavisao od predlagača – ministarstva ili Vlade.** Primena analize troškova i koristi bi sprečila realizaciju društveno nerentabilnih projekata, kao i određivanje prioriteta među opravdanim projektima. Postavlja se pitanje da li je rađena studija opravdanosti izgradnje pruge Valjevo-Loznica ili kanala Dunav-Morava-Vardar-Egejsko more? Ministarstvo finansija ne bi trebalo da ignoriše ovakve predloge jer bi njihovo eventualno finansiranje koštalo nekoliko milijardi evra, a njihova isplativost je više nego sporna. Takođe, i u slučaju opravdanih projekata neophodno je da se uvedu prioriteta kako bi se izbeglo preterano zaduživanje države ili započinjanje velikog broja projekata od kojih se ni jedan ne završava. Neophodno je da se, pre odobravanja programa subvencija, ali i tokom njihove realizacije uvede zakonski obavezujuća analiza njihove ekonomske opravdanosti. Obavezujuća primena ocene opravdanosti projekata bi se postepeno širila i na druga programe države kao sto su programi u obrazovanju, zdravstvu, unapređenju kapaciteta državne uprave<sup>5</sup> i dr.

<sup>5</sup> Tokom prethodne decenije realizovan je veliki broj programa koji je imao za cilj unapređenje kapaciteta republičke lokalne administracije – takve programe su uglavnom finansirali EU i pojedinačne države. Međutim stiče se utisak da većine realizovanih programa dala realtivno skromne rezultate.

#### 1.4. Reforme privrednog sistema i privredni rast

U maloj, otvorenoj i evroiziranoj privredi kao što je srpska podsticaji na strani tražnje nemaju značajan uticaj na oporavak privrede ni u kratkom roku. U takvoj privredi fiskalna i monetarna politika imaju vrlo ograničen antirecesioni domet pa svaki pokušaj da se njima pokrene privrede više utiču na rast inflacije i spoljnog deficita nego što podstiče privredu aktivnost. Stoga ciljeve fiskalne politike treba ograničiti na održanje makroekonomske stabilnosti (niska inflacije, mala verovatnoće krize javnog i spoljnog duga i dr.), dok uslove za dugoročno održiv privredni rast treba stvarati kroz reforme javnog sektora i reforme privrednog sistema. Realizacija strukturnih reformi kojim bi se smanjili troškovi i rizici poslovanja u Srbiji omogućila bi da se ukinu skupe i neefikasne mere, kao što su razne vrste subvencija, čime bi se direktno doprinelo realizaciji fiskalne konsolidacije. Navedenim subvencijama osim toga, što u okviru postojećeg privrednog sistema ne mogu da podstaknu visok i održiv rast privrede zaposlenosti, grubo narušavaju ravnopravnost učesnika na tržištu i stvaraju pogodno tlo za korupciju i prevare.

Zagovornici politike izdašnih i neselektivnih subvencija, kao argument u prilog njihove primene navode to da bi privredna aktivnost i zaposlenost bez njih bila još manja. Navedeno objašnjenje bi bilo tačno samo pod uslovom da se postojeći privredni sistem tretira kao dat i nepromenljiv. S obzirom na to da su reforme privrednog sistema moguće, neke čak i u kratkom roku prethodno objašnjenje je neubedljivo. Stoga bi se razlozi za odlaganje reformi i oslanjanje na subvencija pre moglo naći u političkoj ekonomiji. Reforme na različite načine pogađaju uticajne interesne grupe (poslodavce, birokrate, političare), ali i glasače (radnike, penzionere) pa se zbog kratkoročnih političkih interesa kontinuirano odlažu. Na drugoj strani subvencije daju veliku diskrecionu moć što stvara prostor za različite rente, a u nekim slučajevima privremeno povećava političku popularnost onih koji ih odobravaju.

Strukturne reforme kojima bi se smanjili troškovi i rizici poslovanja u Srbiji i stvorio povoljniji ambijent za investiranje i poslovanje su brojne i raznovrsne i njihovo nabranje i obrazlaganje prevazilazi domen ovog rada<sup>6</sup>. Stoga ćemo se u ovom radu ograničiti na nekoliko najvažnijih strukturnih reformi čija realizacija je neophodna da bi se u Srbiji uspostavila funkcionalna tržišna privreda i stvorili povoljni uslovi za rast i investiranje<sup>7</sup>.

Uspostavljanje finansijske discipline odnosno uvođenje čvrstog budžetskog ograničenja predstavlja verovatno najvažniju reformu za unapređenje privrednog ambijenta. Kao pojava oblik odsustva finansijske discipline javlja su problem nelikvidnosti, ali detaljnija analiza ukazuje da se iza njega krije nesolventnost velikog broja učesnika na tržištu. Kada bi problem bio samo u likvidnosti, ali ne u solventnosti, on bi se relativno lako rešio povećanjem ekspanzivnosti monetarne politike. Postojanje nesolventnih preduzeća generiše krupne rizike i troškove jer učesnici na tržištu nisu sigurni da li će, kada i u kom procentu naplatiti svoja potraživanja. Postojanje velikog broja nesolventnih učesnika na tržištu kreira gubitke solventnim preduzećima i bankama koji deo svojih potraživanja ne mogu da naplate. Navedeni rizici se odražavaju kroz smanjenje broja transakcija, visoke kamatne stope, ali i visoke cene proizvoda i usluga kojima se od solventnih subjekata naplaćuju gubici koji su nastali u poslovanju sa nesolventnim preduzećima.

Mada je uspostavljanje čvrstog budžetskog ograničenja navođeno kao jedan od najvažnijih ciljeva tranzicije, još pre više od dve decenije u ovoj oblasti u Srbije, još uvek nije ostvaren značajan napredak, jer su uvek postojali razlozi/izgovori za odlaganje njegove realizacije (sankcije, pokušaj **restrukturiranja, svetska ekonomska kriza i dr.**). Nesolventnost u Srbiji nije samo karakteristike bivših društvenih preduzeća nego i mnogih privatnih. Vlasnici i rukovodioci nesolventnih preduzeća, bez obzira da li se radi o državnim ili privatnim preduzećima, kontinuirano pokušavaju da troškove njihove sanacije prebace na državu, preciznije na sve građane – poreske obveznike. Masovna nesolventnost privatnih preduzeća, osim objektivnih nepovoljnih okolnosti za poslovanje (zastarela tehnologija, svetska kriza, visoke kamatne stope), dobrim delom je posledica činjenice da je postojeća preduzetnička klasa u Srbiji izrasla na preraspodeli bogatstva i privilegijama i da nije sposobna da opstane u ravnopravnoj tržišnoj utakmici.

Aktuelna Vlada je izašla sa nekoliko mera koje su važne za uspostavljanje finansijske discipline, kao što je ograničavanje rokova plaćanja, najpre za državu, a potom i za preduzeća i preduzetnike. Navedene mere su potrebne za uspostavljanje finansijske discipline, ali nisu najvažnije. Najvažnija mera za uspostavljanje finansijske discipline je efikasna primena stečajne procedure kojom bi nesolventna preduzeća promenila vlasnika ili bila likvidirana. Mada je u ovoj oblasti ostvaren određeni napredak, i dalje postoje krupni problemi: preduzeća u restrukturiranju su zakonom

6 Dobar vodič za neophodne strukturne reforme u Srbije mogli bi da budu izveštaji Svetskog ekonomskog foruma o konkurentnosti i izveštaj Svetske banke o uslovima poslovanja. Mada navedeni izveštaji imaju određene slabosti, naročito kada su i pitanju indikatora koji nisu merljivi, nego su rezultata percepcije (videti Ristić i Tanasković, Kvartalni monitor broj 25-26) loš plasman Srbije u određenoj oblasti na navedenim rang listama ukazuje na to koje su reforme prioritete.

7 Predlozi navedenih reformi uglavnom su sadržani u studiji „Postkrizni model ekonomskog rast i razvoja Srbije 2011-2020“, u poglavlju Arsić, M. „Reforme javnog sektora“. Predlozi sadržani u navedenoj studiji su aktuelni jer većina od njih do sada nije realizovana.

zaštićena od pokretanja stečaja, mnoga nesolventna privatna preduzeća na različite načine izbegavaju stečaj. Najave predstavnika Vlade da će se oročiti restrukturiranje preduzeća do sredine 2014. godine su ohrabrujuće, ali će pun efekt biti ostvaren samo ako se nakon toga i na navedene preduzeća efikasno primene stečajne procedure u slučaju njihove nesolventnosti. Za rešavanje problema nesolventnosti važno je i da se cene usluga infrastrukturnih preduzeća povećaju u skladu sa ekonomskim principima. Sve dok postoje preduzeća koja svoje proizvode prodaju ispod cene koštanja problem finansijske nediscipline će biti teško rešiv.

Osim neselektivnog eliminisanja nesolventnih preduzeća sa tržišta neophodno je da se usvoji odgovarajuće zakonodavstvo kojim bi se drastično povećala krivična odgovornost za biznismene-prevarante koji serijski formiraju preduzeća, gomilaju obaveze u njima, a potom u situaciji kada obaveze višestruko prevazilaze imovinu preduzeća pokreću stečaj i osnivaju nova preduzeća.

Sastavni deo mera za uspostavljanje finansijske discipline je sistematska i neselektivna borba za suzbijanje sive ekonomije. Široko rasprostranjena siva ekonomija grubo narušava ravnopravnost uslova poslovanje privrednih subjekata, ali i ravnopravnost građana. Dok neki privredni subjekti i građani plaćaju uredno sve poreze, drugi delimično posluju u sivoj zoni, dok treći (skoro) u celini izbegavaju plaćanje poreza. Neselektivna naplata poreza bi doprinela da se na tržištu napravi jasne razlike između solventnih i nesolventnih preduzeća

Važna prepreka za poslovanje u Srbiji su duge i netransparentne procedure za dobijanje različitih dozvola, što takođe ima za posledicu povećanja troškova i rizika poslovanja u Srbiji. Najnegativnije posledice na rast privrede Srbije imaju spore u netransparentne procedure za izdavanje građevinskih dozvola, koje direktno utiču na smanjenje obima investicije, a time i na zapošljavanje i rast. Iako je ovaj problem identifikovan pre skoro jedne decenije do sada nije postignuto zadovoljavajuće rešenje na nivou Republike, mada postoje neke lokalne zajednice koje su ostvarile značajan napredak. Stoga je neophodno doneti zakon u kome bi se striktno propisale procedure, njihovo trajanje, troškovi usluga, sankcije za one koje se na pridržavaju procedure i dr. kako bi se ovaj problem efikasno rešio<sup>8</sup>.

Poreske reforme u narednom periodu imaju kao najvažniji cilj unapređenje ambijenta za investicije i zapošljavanje. Najvažnija poreska reforma je povećanje opšte stope PDV i smanjenje fiskalnog opterećenja rada, preko smanjenja doprinosa. Smanjenje fiskalnog opterećenja rada i povećanje poreza na potrošnju predstavlja tzv. fiskalnu devalvaciju, kojom se unapređuje međunarodna cenovna konkurentnost privrede Srbije. Mada je ovakva reforma predložena u Srbiji pre nešto više od dve godine, u tadašnjoj Vladi nije postignuta saglasnost o njenom sprovođenju. Međutim, ocenjuje se da je primena navedene reforme i dalje opravdana, što potvrđuju primeri većeg broja zemalja koje su takvu reforme sprovele tokom prethodne dve godine ili se pripremaju da to urade. Druga važna poreska reforma odnosi se na porez na imovinu, gde je neophodno realizovati već broj značajnijih promena kao što su: integracija naknade za korišćenje građevinskog zemljišta u porez na imovinu, usklađivanje poreske osnovica sa tržišnom vrednošću imovine, povećanje obuhvata imovine koja se oporezuje i dr.

Ukidanje nekih olakšica i oslobađanja treba prvenstveno da spreči pad prihoda zbog restrukturiranja privrede, a ne da poveća učešće poreza u BDP. U slučaju PDV opravdano je da se u narednim godinama određeni proizvodi prebace sa niže na višu stopu kako bi se u dužem periodu prešlo na jedinstvenu stopu PDV. Osim toga, opravdano je ukidanje poreskih olakšica i oslobađanja kod poreza na dobit s obzirom da će i nova stopa poreza biti konkurentna. Sa stanovišta smanjenja troškova i rizika poslovanja važno je da se smanje troškovi primene poreza, što podrazumeva pojednostavljenje poreskih procedura.

Osim navedenih strukturnih reformi neophodno je da se izrade sektorske strategije kojima bi se podstakao rast produktivnosti u sektorima za koje se procenjuje da imaju relativno sigurnu tražnju u budućnosti - kao što je to slučaj sa poljoprivredom. Pri tome je važno da različiti elementi podsticanje poljoprivrede (rešavanje pitanja vlasničkih odnosa, subvencije, poreska politika, podsticanje zadrugarstva, javne investicije) budu međusobno usklađena, sa ciljem da se u budućnosti dobije produktivnija poljoprivredna proizvodnja u Srbiji

<sup>8</sup> Pogodan metodološki okvir za zakonsko definisanje procedura mogao bi da bude mrežni dijagram na kome bi se predstavile sve procedure koje se sada zahtevaju za dobijanje građevinske dozvole. Na osnovu toga bi se identifikovale procedure koje su nepotrebne ili koje se mogu objediniti ili pojednostaviti, procedure koje se mogu paralelno obavljati, a koje se moraju sukcesivno obavljati (što je rađeno da bi se izbegla cirkularnost- da bi dobili dozvolu A traži se dozvola B, a da bi dobili dozvolu B traži se dozvole A). Za svaku proceduru bi se odredilo maksimalno vreme trajanja, tako da bi se identifikovao kritičan put čije trajanje bi moralo da bude manje ili jednako u odnosu na čekanje građevinskih dozvola u referentnim zemljama - npr. zemljama srednje Evrope.

### 1.5. Trendovi u svetskoj privredi i oporavak privrede Srbije

Privredna kretanja u Srbije kao malo otvorenoj privredi snažno zavise od kretanja u njenom okruženju, a prvenstveno od kretanja u EU i zemljama članicama CEFTA. Najveći deo trgovinskih i kapitalnih tokova Srbija ostvaruje sa navedenim zemljama. Aktuelna recesija i najavljena stagnacija u narednoj godini, kao i krajnje neizvesne dugoročne perspektive evrozone i same EU negativno utiču na oporavak privrede Srbije. Recesija i stagnacija u evropskim privredama ima za posledicu smanjenje tražnje za proizvodima iz Srbije, kao i smanjenje investicija iz EU u Srbiju. Stoga se postavlja pitanje šta Srbija može da učini da minimizuje negativne efekte stagnacije/krize u EU na privredu Srbije?

U kratkom i srednjem roku cenovna konkurentnost privrede, koja se meri realnim deviznim kursom, predstavlja ključni instrument za poboljšanje spoljnotrgovinskih tokova Srbije. Stoga je realna deprecijacija dinara neophodna da bi se poboljšala konkurentnost domaćih proizvoda kako na svetskom tako i na domaćem tržištu. Realna deprecijacija dinara, uporedo sa smanjivanjem domaće tražnje preko fiskalne konsolidacije podstakla bi rast izvoza i smanjenje uvoza i poboljšanje spoljnotrgovinskog bilansa Srbije. Delotvornost takve politike pokazana je i u periodu 2010–2011. godini kada je izvoz iz Srbije rastao po stopi od oko 20% iako je svetska privreda bila u recesiji. Realna deprecijacija dinara delimično kompenzira pad realnog dohotka u zemljama koje uvoze proizvode iz Srbije. Za poboljšanje dugoročne konkurentnosti važne su strukturne reforme, ali pre nego što te reforme daju pune efekte Srbija može da se suoči sa platnobilansnom krizom. Osim toga, ako bi se u narednoj godini ostvarila realna aprecijacija dinara time bi se u velikoj meri neutralisali pozitivni efekti fiskalne konsolidacije na spoljni deficit.

Bez obzora na smanjenje fiskalnog deficita i realnu deprecijaciju dinara Srbija će u narednim godinama i dalje ostvarivati relativno visoke deficite u tekućem platnom bilansu. S obzirom na to da je spoljni dug Srbije iznosi preko 80% BDP važno je da se u budućnosti njegov prirast bude što manji, što znači da se veći deo deficita tekućeg platnog bilansa finansira direktnim stranim investicijama. Tokom narednih nekoliko godina neophodno da strane direktne investicije iznose 1,5–2 mlrd evra godišnje kako bi se, smanjio rizik od platnobilansne krize. U periodu investicionog buma, navedene investicije su bile relativno lako ostvarivane, ali u periodu stagnacije u zemljama iz kojih dolaze investicije u Srbiju, to neće biti jednostavno. Ako Srbija ne uspe da obezbedi navedeni priliv investicija suočava se sa rastućim rizikom platnobilansne krize, čije posledice bi bile krajnje nepovoljne: pad inače niskog BDP i rast nezaposlenosti. Negativni efekti platnobilansne krize bi se dodatno pojačali zbog spontane visoke realne deprecijacije dinara, koja bi rezultirala visokim gubicima preduzeća i evroiziranoj privredi kao što je srpska, a nemogućnost vraćanje evroiziranih kredita pogodila bi bankarski sistem.

U uslovima kada se strane direktne investicije u svetu smanjuju, borba za njihovo privlačenje postaje sve oštrija. Srbija se do sada u toj borbi velikim delom oslanjala na politiku izdašnih subvencije, što predstavlja najskuplji, ali i nedovoljno delotvoran način za privlačenje stranih investicija. Stoga je neophodno da Srbija preduzme radikalne korake kojima bi unapredila privredni ambijent, kako ne bi morala da stranim investitorima plaća dolazak u Srbiju. Značajno poboljšanje plasmana Srbije na međunarodnim rang listama konkurentnosti i pogodnosti za poslovanje ili povećanje kreditnog rejtinga bili bi jasni signali da je Vlada u tome uspeła.

### Literatura:

- Arsić, M. (2010) „Reforma javnog sektora“ u studiji *Postkrizni model ekonomskog rast i razvoja Srbije 2011–2020*. Urednik Bajec, J. USAID, FREN i Ekonomski institut
- Barrell, R., D. Holland i I. Hurst (2012) “Fiscal consolidation: Part 2. Fiscal Multipliers and Fiscal Consolidation”, OECD *Working Papers* No. 933,
- European Commission (2012) “Forecast errors and multiplier uncertainty” str. 41–45., publikacija *European Economic Forecast Autumn 2012*,
- Fiskalni savet (2012) “Ocena fiskalne strategije za 2013. godinu sa projekcijama za 2014. i 2015. godinu”
- IMF (2012) “Are we underestimating short-run fiscal multipliers?”, *World Economic Outlook*, October 2012.
- Ministarstvo finansija i privrede (2012) “Fiskalna strategija za 2013. godinu sa projekcijama za 2014. i 2015. godinu”
- Ristić, B. i S. Tanasković (2011) “Konkurentnost Srbije: merenje konkurentnosti i rangiranje zemalja prema Izveštaju svetskog ekonomskog foruma”, *Kvartalni monitor* 25–26, str. 68–80.

## Analiza mogućnosti i modaliteta finansiranja i mera finansijske podrške javno-privatnog partnerstva u Srbiji

Dragutin Nenezić,  
Branko Radulović

S obzirom da je pre godinu dana donet nov Zakon o javno-privatnom partnerstvu i koncesijama (ZJPPK) jedno od osnovnih pitanja je šta je pored zakonskog okvira potrebno uraditi da bi javna-privatna partnerstva počela da se primenjuju u praksi. Jasan, sveobuhvatan i fleksibilan regulatorni okvir predstavlja potreban, ali ne i dovoljan uslov za uspešnu primenu JPP.<sup>1</sup> U radu, pre svega, analiziramo pitanja koja se tiču mogućnosti i modaliteta finansiranja i mogućih mera podrške JPP projektima u Republici Srbiji, pri čemu pažnju usmeravamo na nivo lokalnih vlasti i javna komunalna preduzeća. S obzirom da je razvoj JPP u tesnoj vezi sa projektnim finansiranjem, u drugom delu rada dajemo kratak prikaz projektnog finansiranja. U trećem delu analiziramo način na koji je pitanje projektnog finansiranja u kontekstu JPP regulisano u Republici Srbiji, kao i modalitete finansiranja, a veliku pažnju posvećujemo i odnosu strana u pogledu obezbeđenja i mogućnosti zaključenja direktnog ugovora. U trećem delu dajemo i ocenu novog regulatornog okvira za finansiranja JPP. U četvrtom delu razmatramo mehanizme finansiranja i uticaj ograničenja zaduživanja javno-komunalnih preduzeća (JKP) i postojećeg režima javnih nabavki na razvoj JPP. U petom delu razmatramo mogućnost primene mera finansijske podrške JPP projektima i mera upravljanja rizikom. U šestom delu zaključujemo.

### 1. Projektno finansiranje

Projektno finansiranje se može definisati kao metod finansiranja projekata u kom se „zajmodavci i investitori, u pogledu otplate zajmova i prinosa na investicije, oslanjaju isključivo ili u pretežnom delu na gotovinske tokove koje stvara projekat koji se finansira“<sup>2</sup>, odnosno kao „finansiranje eksploatacije ili razvoja prava, prirodnog resursa ili druge imovine u kome se najveći deo finansiranja ne obezbeđuje iz osnovnog kapitala, a otplata vrši primarno iz prihoda predmetnog projekta“<sup>3</sup>, ili gde „banke obezbeđuju finansiranje jednog projekta i preuzimaju najveći deo rizika uspeha ili neuspeha tog projekta“.<sup>4</sup> Suštinski, projektno finansiranje se zasniva na prebacivanju rizika određenog projekta koji se finansira na samog finansijera. Formalno projektno finansiranje podrazumeva postojanje<sup>5</sup>:

- (i) ugovora o kreditu/zajmu, tj. kreditni odnos kao osnovni vid finansiranja, uz odgovarajuća sredstva obezbeđenja;
- (ii) projektnog društva koje se osniva, po pravilu, samo radi realizacije određenog projekta;
- (iii) finansiranja iz kapitala projektnog društva, kao dodatnog vida finansiranja (i nezavisno od toga da li kapital obezbeđuju finansijeri ili osnivač tog društva – tzv. sponzor); i
- (iv) niza pratećih komercijalnih ugovora, od ugovora o izgradnji do sporednih finansijskih ugovora u vezi sa osiguranjem projekta, bankarskim garancijama, hedžingom, itd.

Pored navedenog, projektno finansiranje može uključivati i dodelu koncesija projektnom društvu, koje time postaje društvo posebne namene (po terminologiji ZJPPK).<sup>6</sup>

1 Za analizu ZJPPK vid. Radulović B. i D. Nenezić „Novi regulatorni okvir za javno-privatno partnerstvo u Republici Srbiji – učenje na sopstvenim ili tuđim greškama“ u *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske Unije*, Vuk Radović (ured.), Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2012, ss.190-219.

2 Vid. The European PPP Expertise Centre, *PPP Guide*, dostupan na <http://www.eib.org/epec/g2g/annex/1-project-finance/index.htm> (12.11.2012).

3 Vinter, G. and G. Price, *Project Finance: A Legal Guide*, Sweet & Maxwell, London, 2006, ss.1. Detaljno o projektnom finansiranju vidi i Yescombe, E.R., *Principles of Project Finance*, Academic Press, London, Boston, 2002.

4 Wood, P.R., *Project Finance, Securitisations, Subordinated Debt*“ Sweet & Maxwell, London, 2007.

5 Za detaljniju klasifikaciju, pogledati Wood, op.cit.

6 S obzirom da zakon predviđa osnivanje društva posebne namene za svaki JPP projekat, nezavisno od toga da li se radi o JPP sa ili bez elemenata koncesije to pitanje zavređuje posebnu pažnju O načinu na koji ZJPPK propisuje osnivanja društva posebne namene za svaki JPP projekat vid. Radulović, B. i D. Nenezić, (2012), ss.206-07.

Kada je reč o projektnom finansiranju JPP, u uporednoj praksi su se ustalila određena pravila koja odstupaju od „opšteg“ režima projektnog finansiranja.<sup>7</sup> Reč je o odstupanju u pogledu vidova finansiranja, podele rizika i izvora finansiranja. U pogledu vidova finansiranja, JPP projekti se primarno finansiraju iz sredstava prioritetnog duga (*senior debt*)<sup>8</sup> i iz osnovnog kapitala projektnog društva, dok se kao sporedni izvori finansiranja javljaju sredstva subordiniranog duga (*junior debt*)<sup>9</sup>, koja po pravilu obezbeđuju sponzori.<sup>10</sup> U pogledu rizika, dolazi do njegove dvostruke raspodele. S jedne strane dolazi do podele rizika između javnog i privatnog sektora, što je *differentia specifica* samog koncepta JPP. S druge strane, rizik se deli i između strana u okviru privatnog sektora, tj. između sponzora i finansijera. Takav transfer rizika u okviru privatnog sektora čini najveće odstupanje od pomenutog „opšteg“ režima, s obzirom da se rizik koji se prebacuje na finansijera ograničava kroz alociranje rizika na preostale strane u okviru privatnog sektora, poput sponzora, izvođača radova, banke-izdavaoce garancija ili osiguravajuća društva, itd. Konačno, prilikom projektnog finansiranja JPP projekata, vrši se i podela samih izvora finansiranja prema tome da li dolaze iz javnog ili privatnog sektora.<sup>11</sup> U zavisnosti od isplativosti određenog JPP projekta za finansijere, rizika u vezi sa njegovom realizacijom, te gotovinskih tokova koje on generiše, menjaće se i raspodela tereta finansiranja između javnog i privatnog sektora, jer će navedeni faktori uticati i na nivo zahvatanja tog projekta. U svakom slučaju, projektno finansiranje u kontekstu JPP predstavlja relativno složen odnos, koji zavisi od niza povezanih faktora.

Uspešan JPP projekat, kao i njegovo uspešno finansiranje, podrazumeva jasno uređene odnose, a to znači i odgovarajući regulatorni okvir kojim će se ti odnosi normirati. Naravno, da bi JPP projekti u Republici Srbiji bili realizovani, potrebni su i adekvatni izvori finansiranja, te JPP projekti koji su atraktivni za angažovanje tih izvora na način uređen regulatornim okvirom. Kako je ocena JPP projekata koje je trenutno moguće realizovati u Srbiji van okvira ovog rada, u ovom delu fokusiraćemo se na:

- regulatorni okvir finansiranja JPP, pre svega odredbe ZJPPK (o modalitetima finansiranja, raspodeli rizika i instrumentima finansiranja), te njihovu ocenu iz ugla uporednih propisa o JPP, međunarodnih standard<sup>12</sup> i domaćih propisa o/primenjivih na (između ostalog) projektno finansiranje;
- trenutno dostupne izvore finansiranja JPP projekata na srpskom tržištu (u meri u kojoj je to javna informacija).

## 2. Regulatorni okvir finansiranja JPP u Republici Srbiji: modaliteti finansiranja i odnosi između strana

ZJPPK je, što je očito i bez detaljnog čitanja, pisan pod uticajem (potencijalnih) finansijera, te usvojena rešenja omogućavaju veoma fleksibilan pristup (projektnom) finansiranju.<sup>13</sup> Po svojoj sadržini odredbe o finansiranju se mogu podeliti na odredbe o modalitetima finansiranja i odredbe o odnosu između strana, tj. privatnog partnera, javnog partnera i finansijera, uključujući tu davanje obezbeđenja i mogućnost zaključivanja tzv. direktnog ugovora, kao i zalogu iz dela koji koji reguliše prava i obaveze u postupku realizacije ugovora o JPP (javnog ugovora).

7 Pregled ovih pravila je dat pre svega u skladu sa JPP vodičem EPEC.

8 Prioritetni dug je dug koji se prvi namiruje u slučaju stečaja zajmoprimca, pošto se namire potraživanja koja imaju zakonski prioritet. U srpskom stečajnom pravu, prioritetni dug čine potraživanja razlučnih i izlučnih poverilaca, ali i poverilaca trećeg isplatnog reda koji se nisu saglasili da budu namireni nakon punog namirenja ostalih poverilaca. Vid. član 54 Zakona o stečaju.

9 Subordinirani dug je dug koji se u slučaju stečaja zajmoprimca namiruje posle prioritetnog duga, a pre isplate vlasnicima stečajnog dužnika. Pored poverilaca koji su se saglasili sa time da budu namireni nakon punog namirenja ostalih (stečajnih) poverilaca tj. trećeg isplatnog reda, ovaj dug bi u srpskom stečajnom pravu činila i potraživanja po osnovu zajmova datih društvu od strane njegovog člana, osim ukoliko se ne radi o licima koja u okviru svoje redovne delatnosti bave davanjem kredita ili zajmova. Pored člana 54 Zakona o stečaju, pogledati i član 181 Zakona o privrednim društvima koji reguliše zajam i davanje obezbeđenja od strane člana društva. O tom članu u kontekstu Zakona o stečaju, sudska praksa tek treba da se izjasni.

10 Pored osnovnog kapitala koji snosi najveći rizik projekta, uobičajeni izvori finansiranja obuhvataju kredite komercijalnih banaka i međunarodnih finansijskih institucija, sredstva budžeta lokalnih samouprava. Sredstva lokalnih samouprava kao izvor finansiranja koriste se u cilju povećanja finansijske isplativosti projekta JPP ili povećanja učešća lokalne samouprave u budućim prihodima projekta. Takođe, alternativni vid finansiranja predstavlja i izdavanje obezbeđenja.

11 Naime, odnos između iznosa sredstava koje obezbeđuju finansijeri i iznosa sredstava koje obezbeđuju sponzori se u terminologiji projektnog finansiranja naziva zahvatanjem određenog projekta (*gearing*). Što je nivo zahvatanja određenog projekta viši, to će se srazmerno smanjivati teret finansiranja tog projekta koji je na javnom sektoru. I obrnuto, što je nivo zahvatanja određenog projekta niži, teret finansiranja koji je na javnom sektoru će rasti.

12 Primera radi, jedan vid međunarodno prihvaćenih standarda predstavlja model Udruženja zajmavnog tržišta (*Loan Market Association, LMA*), koju koristi najveći broj međunarodnih finansijera prisutnih na srpskom tržištu, koji su istovremeno i članovi tog udruženja. Pogledati više na [http://www.lma.eu.com/landing\\_aboutus.aspx\(10/11/2012\)](http://www.lma.eu.com/landing_aboutus.aspx(10/11/2012)).

13 Glavne odredbe o finansiranju se nalaze u članu 49 (*Finansiranje javnih ugovora*) u delu koji reguliše javni ugovor, dok se sporedne odredbe mogu naći u članovima 71 i 72, u delu koji reguliše prava i obaveze u postupku realizacije javnog ugovora (*Zaloga i Devizni tretman JPP sa ili bez elemenata koncesije*).

## 2.1 Modaliteti finansiranja

Zakonska rešenja koja se odnose na modalitete finansiranja se u najvećoj meri zasnivaju na navedenim pravilima finansiranja JPP razmatranih u prethodnom odeljku. Ugovor o JPP se prema ZJPPK može finansirati od strane privatnog partnera kroz kombinaciju direktnih ulaganja u kapital ili putem zaduženja, a kao vidovi zaduženja se, *exempli causa*, spominju projektno i strukturirano finansiranje.<sup>14</sup> Kao finansijeri se mogu javljati međunarodne finansijske institucije, banke, ali i treća lica, dakle praktično, s obzirom na širinu pojma „treće lice“, svako pravno i fizičko lice.

Pored toga što su omogućena oba vida finansiranja – iz sredstava kredita/zajma (odnosno drugih „finansijskih proizvoda“ ukoliko je u pitanju strukturirano finansiranje), i iz kapitala, ZJPPK posebno prepoznaje dva oblika zaduživanja koji do sada nisu bili previše prisutni u srpskom zakonodavstvu. Za razliku od projektnog finansiranja, koje je kao pojam bilo prisutno u određenim podzakonskim aktima koji regulišu bankarsko poslovanje (kao i subordinirani dug), strukturirano finansiranje se, koliko nam je poznato, prvi put javlja u srpskom zakonodavstvu kao pojam upravo u ZJPPK. Jedini vid finansiranja koji je ostao van odredbe člana 49 ZJPPK su sredstva subordiniranog duga. Ipak, njegova upotreba nije nedozvoljena s obzirom da se vidovi finansiranja u ovoj odredbi nabrajaju bez ograničenja. Takođe, zakon spominje i refinansiranje JPP u vezi sa potraživanjima koja se mogu obezbediti, što je veoma važno u kontekstu mogućih problema u naplati.

## 2.2 Odnos između strana – obezbeđenja i ograničenja

Novi regulatorni okvir reguliše odnos između privatnog partnera i finansijera<sup>15</sup> u skladu sa ustaljenim pravilima finansiranja JPP projekata. Privatni partner je ovlašćen da pruži određena sredstva obezbeđenja u korist finansijera. Ta sredstva obezbeđenja su definisana veoma široko, i uključuju kako hipoteku, tako i zalogu na pokretnim stvarima odnosno pravima, te „dodeljivanje“ prava i obaveza iz javnog ugovora ili druge imovine u vezi sa projektom (što otvara prostor za zaključivanje ugovora različite sadržine, zasnovane na opštim pravilima obligacionog prava, tj. sa elementima asignacije, cesije, preuzimanja duga, itd.). Pored definisanja sredstava obezbeđenja, zakon navodi da se sredstva obezbeđenja mogu ustanoviti na imovini koja je predmet javnog ugovora, odnosno na udelu u zajedničkom privrednom društvu (tj. društvu posebne namene). Od posebne je važnosti to što se obezbeđenje može dati samo uz prethodnu saglasnost javnog partnera i u skladu sa zakonom kojim se uređuje javna svojina, što predstavlja problem o kojem će biti više reči.

Obezbeđenje na zahtev finansijera i privatnog partnera može dati i javni partner, ali i pod uslovom da je reč o „razumnom zahtevu“. Ovakvom formulacijom se čini da je tumačenje zahteva u potpunosti prepušteno volji javnog partnera, pa od njegove kooperativnosti zavisi u kojoj meri će se on u praksi javiti kao prepreka uspešnoj realizaciji JPP projekata. Uslovljenost voljom javnog partnera još je veća ako se uzme u obzir da prava koja proističu iz ustanovljenih sredstava obezbeđenja ne mogu preneti ili dodeliti trećim licima bez izričite saglasnosti javnog partnera.<sup>16</sup> Tako je zapravo potrebno da se javni partner saglasi sa:

- davanjem obezbeđenja od strane privatnog partnera;
- „razumnim zahtevom“ finansijera i privatnog partnera u pogledu davanja obezbeđenja od strane samog javnog partnera;
- prenosom ili dodelom prava iz ustanovljenih sredstava obezbeđenja trećim licima.

Međutim, pored ovih ograničenja koja proističu iz volje javnog partnera, prava privatnog partnera (članom 71 ZJPPK) suočena su i sa ograničenjem koje proističe iz Zakona o javnoj svojini. Naime, zakon predviđa da se založno pravo ili drugo sredstvo obezbeđenja može ustanoviti u korist banke ili druge finansijske institucije,<sup>17</sup> osim ukoliko se radi o stvarima na kojima se, u smislu zakona kojim se uređuje javna svojina, ne može zasnovati hipoteka ili drugo sredstvo stvarnog obezbeđenja. O implikacijama ove odredbe govori više sledeći deo ovog rada. Na ovom mestu, treba samo

<sup>14</sup> S obzirom da u stručnoj literaturi postoji veliki broj definicija strukturiranog finansiranja, čini se najsigurnijim da se zadržimo na normativnom pojmu, tj. definiciji sadržanoj u propisima EU, i to *Regulation (EC) No. 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies*, i *Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions*. Po tim propisima, instrumenti strukturiranog finansiranja se smatraju finansijskim instrumentima ili drugom imovinom proisteklom iz sekjuritizacije, dok se sama sekjuritizacija definiše kao transakcija kojom se kreditni rizik vezan za određenu izloženost ili grupu izloženosti razdvaja na tranše, pri čemu a) plaćanja po osnovu sekjuritizacije zavise od učinka izloženosti ili grupe izloženosti, i b) podređenost tranši utiče na raspodelu gubitaka tokom životnog veka transakcije. Manje tehnički, Vud sekjuritizaciju definiše kao sofisticirani oblik faktoringa ili diskontovanja dugova – pogledati Wood, op.cit, 6–001 i dalje.

<sup>15</sup> Iz zakonske odredbe jasno se vidi da se radi o dva odvojena lica.

<sup>16</sup> Vid. čl.71 ZJPPK

<sup>17</sup> Redakcijskim propustom je verovatno izostala upotreba definisanog termina „finansijeri“.



ukazati na izraziti nesklad između odredbi o mogućnosti zaključivanja direktnog ugovora i odredbi o sredstvima obezbeđenja u pogledu širine prava finansijera.

### 2.3 Odnos između strana –direktan ugovor

Direktan ugovor (*direct agreement*) predstavlja univerzalno prihvaćen institut u uporednom pravu<sup>18</sup>. Cilj direktnog ugovora je da omogući finansijeru da preuzme ugovornu poziciju privatnog partnera (tj. da „uskoči u njegove cipele“) i tako održi JPP projekat u životu u slučaju da se privatni partner nađe u finansijskim teškoćama<sup>19</sup>. ZJPPK navodi sledeće mogućnosti (uz opštu rezidualnu odredbu o „svim drugim uobičajenim odredbama“ koje su u interesu javnog partnera i finansijera) kada je u pitanju direktni ugovor<sup>20</sup>:

- privremeno vršenje prava iz javnog ugovora od strane finansijera, odnosno ispravljanje propusta privatnog partnera, uz obavezu javnog partnera da te radnje prihvati kao da ih je izvršio privatni partner;
- obavezu privatnog partnera da zatraži prethodnu saglasnost finansijera za otkaz, odnosno prestanak javnog ugovora na zahtev javnog partnera;
- obavezu javnog partnera da zatraži od finansijera ispravljanje propusta privatnog partnera pre nego što podnese odgovarajući zahtev;<sup>21</sup>
- obavezu javnog partnera da unapred da saglasnost na privremeno ili konačno ustupanje ugovorne pozicije ili bilo kog prava privatnog partnera, odnosno osnaženje obezbeđenja pruženog od strane privatnog partnera.

Zakon propisuje da zaključenje direktnog ugovora podleže prethodnoj saglasnosti nadležnih organa (Vlade Republike Srbije, vlade autonomne pokrajine ili skupštine jedinice lokalne samouprave), u zavisnosti od nivoa na kom se nalazi javni partner. Jednom data saglasnost omogućava finansijeru da svoja prava vrši bez traženja daljih, naknadnih odobrenja. Čini se da se navedenim odredbama o unapred datoj saglasnosti javnog partnera, te o konačnosti prethodne saglasnosti nadležnih organa kada je u pitanju direktni ugovor, nastojalo da se nadomeste negativni efekti koje mogu proizvesti mnogobrojne saglasnosti javnog partnera koje se traže za ustanovljavanje sredstava obezbeđenja. Time se direktnom ugovoru daje poseban značaj, s obzirom da se on ističe kao povoljniji vid zaštite interesa finansijera od jednostavnog ustanovljenja nekog sredstva obezbeđenja.

Kao što se može videti, sadržajem direktnog ugovora, odredbama o unapred datim o saglasnostima nadležnih organa, te pretpostavljenim nivoom zaštite interesa finansijera, insistira se na ravnoteži javnog partnera i finansijera u pogledu njihovih prava i obaveza, što je suštinski preduslov uspešnog JPP projekta. S druge strane, direktnim ugovorom se za javnog partnera predviđaju samo obaveze. Ovako postavljen korpus *step-in* prava govori u prilog tezi da je ovaj deo ZJPPK pisan pod znatnim uticajem međunarodnih finansijera sa značajnim iskustvom u pogledu JPP, iza čega verovatno stoji očekivanje da će direktni ugovori biti često primenjivani u praksi. To očekivanje je još verovatnije ukoliko se odredbe o direktnom ugovoru uporede sa odredbama o sredstvima obezbeđenja i zalozi, te se osnovano može pretpostaviti da će finansijeri sa dovoljnim nivoom znanja i iskustva uvek birati direktni ugovor. Međutim, realizacija JPP projekata će svakako biti dovedena u pitanje kada je javni partner manje kooperativan, s obzirom da se u tom slučaju direktni ugovor teško može zaključiti i/ili na odgovarajući način izvršavati. Stoga se upotreba direktnih ugovora sasvim sigurno može unapred ograničiti na JPP projekte koje finansiraju međunarodne finansijske institucije, s obzirom na poslovično prihvatanje njihovih uslova od strane (potencijalnih) javnih partnera.

18 Pogledati Vinter, Price, op.cit., p. 273 i dalje. Direktni ugovor predstavlja osnovu za realizaciju tzv. *step-in* prava, odnosno preuzimanje ugovorne pozicije privatnog partnera od strane finansijera. Više o ova dva pojma u uporednom kontekstu pogledati u *Proceni pravnog okvira (Legal Framework Assessment)* Resursnog centra JPP u infrastrukturi za ugovore, zakone i propise, dostupno na adresi: <http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/legislation-regulation/framework-assessment/legal-environment/lender-issues-step-in-rights>, tj. *PPP in Infrastructure Resource Center for Contracts, Laws and Regulation*, koji vodi Svetska banka.

19 *Green Paper* napominje da se *step-in* odredbe aktiviraju kada finansijski tokovi koje generiše projekat spadnu ispod određenog nivoa - pogledati tačku 48. U istoj tački se spominje da se zamena privatnog partnera u slučaju aktiviranja *step-in* odredbi vrši uz isključenje konkurencije, što u srpskoj praksi može stvoriti određene probleme o kojima će biti reči kasnije tokom ovog rada.

20 Radi se o klasičnom repertoaru takozvanih *step-in* prava. Više o tim pravima videti u Vinter, Price, ibid, gde navedena *step-in* prava gotovo u potpunosti odgovaraju pravima navedenim u stavu 3 člana 49 ZJPPK. Pored toga, struktura člana 49 u velikoj meri prati strukturu odgovarajućih delova *Procene pravnog okvira* Resursnog centra Svetske banke, što će svakako biti od koristi za tumačenja, i rešavanja nedoumica koje eventualno mogu nastati u primeni, ZJPPK.

21 Čini se da je reč o tužbenom zahtevu, tj. terminološkoj nepreciznosti prevoda engleske reči "claim".

## 2.4 Ocena odredbi o finansiranju JPP u ZJPPK

Imajući u vidu ovu kratku analizu pitanja u vezi obezbeđenja, ograničenja i direktnog ugovora, može se zaključiti da je ZJPPK ispunio neke od osnovnih preduslova potrebnih za valjan pravni okvir prema uporednoj praksi u pogledu omogućavanja finansiranja JPP. Vredno hvale je i to što odredbe ne idu ispred zakonodavnog okvira koji postoji u Srbiji. ZJPPK ne spominje nikakve egzotične finansijske proizvode za koje trenutno nema mesta na srpskom tržištu, kao što je to slučaj sa nekim drugim propisima, već ostaje u okvirima koji su dovoljno opšti da u njih stanu i proizvodi koji su trenutno zastupljeni (pre svega klasično projektno finansiranje), kao i oni za koje se može očekivati da se pojave u budućnosti (npr. određeni instrumenti strukturiranog finansiranja). S tim u vezi, nadamo se da će se u primeni odredaba ZJPPK o finansiranju naći mesta za upotrebu model ugovora koji se uobičajeno koriste u transakcijama finansiranja u međunarodnoj praksi, poput spomenute LMA dokumentacije. Okvir koji je postavio zakon, svakako olakšava njihovu upotrebu, koja je u interesu svih strana, kao i razvoja tržišta u Srbiji.

## 3. Mehanizmima finansiranja JPP

Teško je govoriti o postojećim mehanizmima finansiranja JPP projekata s obzirom da, *stricto sensu*, JPP nisu ni postojala u Srbiji do donošenja ZJPPK, već se o njima moglo govoriti samo uslovno, u kontekstu poveravanja obavljanja komunalnih delatnosti i malobrojnih koncesija. Međutim, svakako se može razmotriti okvir za finansiranje JPP projekata koji je postojao i bez ZJPPK, a koji uz navedena ograničenja regulatornog okvira utiču na to da li će JPP konačno zaživeti i u Republici Srbiji. Taj okvir se svodi pre svega na propise o javnom zaduživanju, te u određenoj meri i na propise o javnim komunalnim preduzećima (JKP), javnoj svojini, stečaju i javnim nabavkama.

### 3.1 Kako ograničenja zaduživanja javno-komunalnih preduzeća utiču na razvoj JPP

U pogledu zaduživanja, lokalne samouprave u Srbiji mogu se uslovno podeliti na dve grupe.<sup>22</sup> Prvu grupu čine gradovi i velike opštine koje su manje-više dostigle svoje granice zaduživanja utvrđene Zakonom o javnom dugu.<sup>23</sup> Drugu grupu čine manje opštine koje su daleko od tih granica, ali nemaju zadovoljavajuću kreditnu sposobnost,<sup>24</sup> pa stoga nisu predmet interesovanja banaka. Niska kreditna sposobnost manjih opština naravno ne isključuje mogućnost finansiranja od strane međunarodnih finansijskih institucija ili stranih razvojnih banaka, pri čemu je takvo zaduženje po pravilu praćeno državnim garancijama, o čemu će biti više reči kasnije.

Imajući u vidu ovu dihotomiju lokalnih samouprava, JPP u načelu predstavljaju posebno pogodno rešenje za one samouprave koje su dostigle granicu zaduživanja, a imaju značajne potrebe za kapitalnim investicijama. Dostizanje granica zaduživanja implicira da jedinice lokalne samouprave ne mogu finansirati kapitalne investicije iz zaduživanja, već da kapitalne investicije mogu finansirati ili sama JKP tih lokalnih samouprava iz sopstvenih prihoda, što je malo verovatno s obzirom na njihovu neefikasnost,<sup>25</sup> ili se ta JKP mogu samostalno zaduživati, što je takođe malo verovatno s obzirom na više ograničavajućih faktora. Ti ograničavajući faktori u pogledu mogućnosti zaduživanja JKP pre svega su:

- neefikasnost JKP i gotovinski tokovi koji, najčešće zbog niskih tarifa, ograničene budžetske podrške i niza drugih problema omogućuju isključivo kratkoročno kreditiranje;
- nemogućnost uspostavljanja odgovarajućih sredstava obezbeđenja na imovini JKP usled ograničenja koja proizilaze iz Zakona o javnoj svojini – kada sredstva nisu preneti u svojinu javnog preduzeća, već je ono korisnik stvari u javnoj svojini;
- nemogućnost davanja garancija od strane jedinica lokalne samouprave po Zakonu o javnom dugu, što se u izvesnoj meri može kompenzovati *sui generis* indirektnim garancijama u vidu “ugovora o podršci”, čije zaključivanje preporučuje Predlog strategije restrukturiranja JKP<sup>26</sup>;

22 Podela je izvršena na osnovu analize nivoa duga gradova i opština prema podacima iz trećeg kvartala 2012. godine. Detaljna analiza koja bi odredila tačan nivo zaduženosti ne samo lokalnih samouprava, već i njihovih javnih komunalnih preduzeća verovatno bi omogućila precizniju podelu.

23 Vid. član 36. Zakona o javnom dugu.

24 „Ugovori o podršci“ je termin koji se koristi u poslednjoj verziji Predloga strategije restrukturiranja JKP. Prethodna verzija Predloga strategije dostupna na adresi <http://www.misp-serbia.rs/wp-content/uploads/2010/05/Strategija-restrukturiranja-JKP-Predlog.pdf> koristi termin „sporazumi o podršci“, vid. str. 43.

25 O rezultatima poslovanja JKP i nemogućnosti finansiranja kapitalnih investicija vid. Radulović, B. i D. Nenezic (2012). Na osnovu analize finansijskih izveštaja JKP prema podacima za 2010. godinu, autori su utvrdili da je čak 136 JKP je iskazalo neto gubitak u ukupnom iznosu od 6,5 milijardi dinara. Takođe, pogledati više o efikasnosti poslovanja JKP u M. Arsić, „Reforme državnih i društvenih preduzeća“, *Kvartalni monitor* br. 28, te Predlog mera fiskalne konsolidacije 2012.-2016. godine, sačinjen u velikoj meri na osnovu navedene studiju M. Arsića.

26 Predloga strategije navodi da se ovakvim ugovorima obezbeđuje plaćanje u slučaju da tarife koje naplaćuje JKP nisu dovoljno uvećane da bi otplatile

– odredba člana 14 Zakon o stečaju, koji predviđa da se nad pravnim licima čiji je osnivač Republika Srbija, autonomna pokrajina ili jedinica lokalne samouprave, a koja se isključivo ili pretežno finansiraju kroz ustupljene javne prihode ili iz republičkog budžeta, odnosno budžeta autonomne pokrajine ili jedinice lokalne samouprave, ne sprovodi stečajni postupak, a za njihove obaveze odgovaraju solidarno osnivači odnosno vlasnici, čime se opet vraćamo u domen ograničenja nametnutih Zakonom o javnoj svojini.

Ukoliko zaduživanje ili finansiranje iz sopstvenih prihoda JKP nisu realne opcije, JPP su ne samo pogodno, već i jedino moguće rešenje (s obzirom da je realizacija JPP prema ZJPPK sada moguća kako na nivou jedinice lokalne samouprave, tako i na nivou javnog preduzeća). U tom smislu, JPP se može pozicionirati kao vid finansiranja kapitalnih investicija između zaduživanja jedinice lokalne samouprave i zaduživanja JKP, odnosno finansiranja iz sopstvenih sredstava JKP.

Radi lakše preglednosti, ovaj spektar mogućnosti smo prikazali i tabelarno, zajedno sa preduslovima i ograničenjima koja važe za svaku od njih:

	Uslovi	Ograničenja
Mogućnost samostalnog zaduživanja jedinice lokalne samouprave radi finansiranja kapitalnih investicija	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mogućnost zaduživanja u okviru granica postavljenih Zakonom o javnom dugu</li> <li>• Stabilni gotovinski tokovi</li> <li>• Odgovarajuća sredstva obezbeđenja – po pravilu državna garancija</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prekoračenje granica zaduživanja postavljenih Zakonom o javnom dugu (prezaduženost)</li> <li>• Slabi gotovinski tokovi koji dozvoljavaju samo kratkoročno finansiranje</li> <li>• Rizici u vezi državnih garancija</li> </ul>
Finansiranje kapitalnih investicija kroz JPP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Imovinski preduslovi za realizaciju JPP projekta – sredstva u svojini JKP</li> <li>• Mogućnost zaključivanja „ugovora o podršci“ sa jedinicama lokalne samouprave umesto garancije (indirektne garancije)</li> <li>• Institucionalni preduslovi za realizaciju JPP projekta – odgovarajući administrativni kapaciteti jedinice lokalne samouprave</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nemogućnost uspostavljanja obezbeđenja na sredstvima u javnoj svojini koja koristi JKP</li> <li>• Nemogućnost davanja garancija od strane jedinice lokalne samouprave</li> <li>• Slabi administrativni kapaciteti jedinice lokalne samouprave</li> </ul>
Mogućnost zaduživanja JKP radi finansiranja kapitalnih investicija	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Efikasnost JKP i stabilni gotovinski tokovi</li> <li>• Mogućnost zaključivanja „ugovora o podršci“ sa jedinicama lokalne samouprave umesto garancije (indirektne garancije)</li> <li>• Odgovarajuća sredstva obezbeđenja – sredstva u svojini JKP umesto korišćenja javne svojine</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Neefikasnost JKP i slabi gotovinski tokovi</li> <li>• Nemogućnost davanja garancija od strane jedinice lokalne samouprave</li> <li>• Nemogućnost uspostavljanja obezbeđenja na sredstvima u javnoj svojini koja koristi JKP</li> </ul> <p>Poseban režim solidarne odgovornosti osnivača odnosno članova umesto stečaja nad JKP</p>
Mogućnost samostalnog finansiranja kapitalnih investicija od strane JKP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Efikasnost JKP i stabilni gotovinski tokovi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Neefikasnost JKP i slabi gotovinski tokovi</li> </ul>

dug JKP, čime se poverioci uveravaju u adekvatnu finansijsku podršku, te čime se smanjuje politički rizik. Ovakav mehanizam suštinski predstavlja kršenje Zakona o javnom dugu u pogledu nemogućnosti jedinica lokalne samouprave da daju garancije, što indirektno priznaju i autori *Predloga strategije* navodeći da ugovori "...neće predstavljati direktnu garanciju za dugove JKP", str.45.

## Analiza mogućnosti i modaliteta finansiranja i mera finansijske podrške javno-privatnog partnerstva u Srbiji

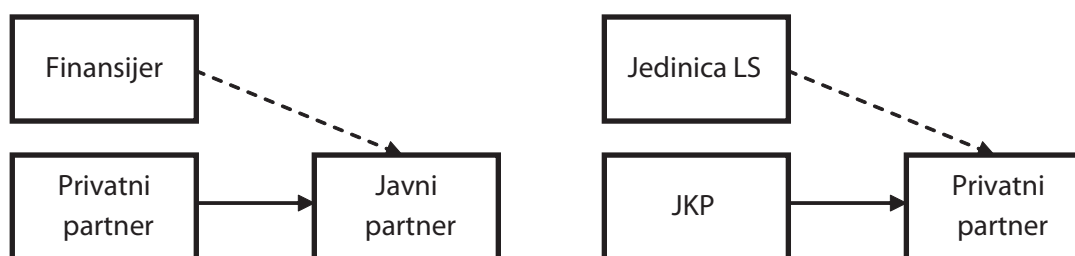
Pored imovinskih preduslova (sredstava u svojini JKP) i institucionalnih preduslova za realizaciju JPP projekata (administrativnih kapaciteta jedinica lokalne samouprave), korišćenje JPP u velikoj meri zavisi će i od mogućnosti zaključivanja „ugovora o podršci“ sa jedinicama lokalne samouprave čime bi se nadomestio nedostatak garancija. Poput finansiranja kapitalnih investicija putem JPP, na sličan način se mogu sagledati relevantni faktori i relativno lako odrediti moguće načine finansiranja određene kapitalne investicije

### 3.2. „Ugovori o podršci“ i režim javnih nabavki

Pored već navedenih ograničenja, razvoj JPP u scenariju opisanom u prethodnoj tabeli u vezi je sa još jednim značajnim problemom, a to je postojeći režim javnih nabavki. Pritom se ne misli na opšte slabosti tog režima, već na ograničenja koja proističu iz realizacije JPP projekata u kojima se JKP javlja kao javni partner, uz određeni vid podrške lokalne samouprave (npr. zaključivanje „ugovora o podršci“).

Naime, kao strana koja zaključuje „ugovor o podršci“ sa javnim partnerom tj. JKP, jedinica lokalne samouprave ima ulogu sličnu ulozi finansijera koji preuzima ugovornu poziciju privatnog partnera prema javnom partneru. U slučaju finansijskih poteškoća javnog partnera (npr. u slučaju da tarife nisu dovoljne da bi se otplaćivao dug JKP), jedinica lokalne samouprave preuzima ulogu javnog partnera (kao što finansijer to čini za privatnog partnera), što donekle odražava režim solidarne odgovornosti osnivača javno komunalnog preduzeća koji servisira njegove obaveze prema privatnom partneru (kao što finansijer to čini prema javnom partneru).

#### Grafikon 1. Step-in prava i „ugovori o podršci“



Sličnost ova dva odnosa se može još jasnije prikazati grafikonom. Isprekidana linija predstavlja primarni odnos između javnog partnera (odnosno JKP) i privatnog partnera, dok puna linija predstavlja sekundarni odnos koji se aktivira kad jedan od partnera više nije u mogućnosti da ispunjava svoje obaveze prema drugom partneru, tj. kada treća strana preuzima obaveze tog prvog partnera prema drugom partneru, bilo kroz preuzimanje njegove ugovorne pozicije po osnovu *step-in* prava (levi prikaz), bilo kroz ispunjavanje svojih obaveza po osnovu „ugovora o podršci“ (desni prikaz).

Međutim, ukoliko bi se jedinice lokalne samouprave našle u navedenom položaju, došlo bi do sukoba između njihove uloge kao naručioca prema Zakonu o javnim nabavkama sa jedne strane, i njihove uloge kao strane koja je prema „sporazumu o podršci“ dužna da interveniše, što može obuhvatati i određene obaveze nabavke robe ili usluga koje bi inače morale da se vrše u skladu sa propisima o javnim nabavkama (i koje bi samo JKP izvršavalo kroz shodnu primenu Zakona o javnim nabavkama, koju predviđa ZJPPK za JPP bez elemenata koncesije). Primera radi, JKP se može u okviru JPP projekta obavezati da će od privatnog partnera otkupljivati sav otpad prikupljen na teritoriji jedinice lokalne samouprave radi reciklaže – ukoliko JKP ne bude u mogućnosti da servisira svoje obaveze prema privatnom partneru, te obaveze će izmirivati jedinica lokalne samouprave koja je „podržala“ JPP projekat, čime će direktno kršiti propise o javnim nabavkama, jer nije raspisan odgovarajući postupak javne nabavke dobara.<sup>27</sup>

Rešenje ovog problema se nazire u pravu EU, pre svega kroz praksu Evropskog suda pravde i planirane izmene propisa o javnim nabavkama<sup>28</sup>. Imajući u vidu stroge sankcije koje Zakon o javnim nabavkama predviđa za sopstveno nepoštovanje, a pre svega ništavost ugovora zaključenih uprkos obavezi primene Zakona, mišljenja smo da bi ovu situaciju trebalo normirati i u okviru najavljenih reforme sistema javnih nabavki u Srbiji, inače bi se prostor za JPP

<sup>27</sup> Ovaj sukob je posebno potenciran ukoliko se podsetimo isključenja konkurencije koje *Green Paper* povezuje sa realizacijom *step-in* prava, što bi impliciralo da na ovakav vid nabavki ne bi trebalo primenjivati Zakon o javnim nabavkama, iako to nije propisano među dozvoljenim izuzecima člana 7 tog zakona.

<sup>28</sup> Za uvod u razmatranu materiju vid. *Commission Staff Working Paper concerning the application of EU public procurement law to relations between contracting authorities ('public-public cooperation')*, dostupno na adresi: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/publicprocurement/docs/public\\_public\\_cooperation/sec2011\\_1169\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/publicprocurement/docs/public_public_cooperation/sec2011_1169_en.pdf), za obrise jednog mogućeg rešenja, kao i kriterijuma koje bi ono trebalo da zadovoljava.

dotatno suzio ili bi bio podložan izraženoj pravnoj nesigurnosti za privatne partnere. Konačno postavlja se pitanje mogućnosti primene „ugovora o podršci“, kao jednom od načina stvaranja uslova za finansiranje kapitalnih investicija kroz JPP, u kontekstu odredbi Zakona o javnom dugu. O tom pitanju biće više reči u idućem delu rada.

#### 4. Da li se u Srbiji mogu primeniti druge mere kako bi se pospešila primena JPP?

Pored navedenih ograničenja, primena i mogućnosti finansiranja JPP u Republici Srbiji susreću se sa dodatnim izazovima. Prvi izazov se odnosi na globalnu finansijsku krizu koja potencira probleme u pogledu finansiranja JPP projekata. S jedne strane, investitori su u takvim okolnostima veoma oprezni, a rizici poslovanja u Srbiji, institucionalna i regulatorna ograničenja i odsustvo iskustva u primeni JPP, kao i nedovoljan kvalitet ponuđenih projekata odvrćaju investitore. S druge strane, stiće se utisak da i pored toga postoji dovoljan broj investitora (pre svega međunarodnih finansijskih institucija - MFI) koji su zainteresovani za različite oblike JPP, ali da potencijalni investitori očekuju veće učešće države, odnosno lokalne samouprave kako u pogledu finansiranja, tako i u pogledu garancija i podele rizika.<sup>29</sup>

Gotovo je izvesno da će u slučaju Srbije multilateralne i bilateralne finansijske organizacije imati ulogu katalizatora finansiranja JPP projekata. Finansiranjem JPP projekata iz izvora Evropske investicione banke, Evropske banke za obnovu i razvoj, Međunarodne finansijske korporacije ili bilateralnih finansijskih organizacija, javni sektor dolazi do relativno povoljnih izvora finansiranja, što je posebno značajno u slučaju većih infrastrukturnih projekata. Niža cena koštanja projekta u slučaju raspoloživosti pomenutih izvora finansiranja svakako je dobar razlog da se modaliteti JPP razmotre kao relevantne opcije. Pored MFI, verovatno je da će i drugi investitori, a pre svega komercijalne banke, početi ozbiljno da razmatraju da plasmane u većoj meri usmere u kvalitetne JPP projekte. Razlog za očekivani interes komercijalnih banaka ogleda se pre svega u činjenici da je rizik kreditiranja JPP projekata u odnosu na projekte u kojima je isključivo privatni sektor uobičajeno niži. Drugi razlog je već izrazito visok nivo problematičnih kredita odobrenih privatnom sektoru.<sup>30</sup>

Pored spremnosti ulaganja u JPP projekte, navedene okolnosti ne idu na ruku ni bržem zaključenju projekta. Na primer, uobičajeno je da ako je u nekom segmentu JPP projekta uključena i neka međunarodna finansijska institucija, sam postupak traje duže. U takvim okolnostima javljaju se specifični ekološki, socijalni ili zahtevi u pogledu javnih nabavki. Takođe, započinjanje JPP projekta u uslovima krize je svakako kompleksnije i potreban je duži period vremena da bi se eventualni ugovor i zaključio. Zbog činjenice da je samo jedan postupak JPP priveden kraju od kada je stupio novi zakon, prerano je govoriti o očekivanom prosečnom trajanju postupka u Srbiji, ali je realno očekivati da će njegovo trajanje biti duže u prvim godinama primene.<sup>31</sup> Dužina trajanja takođe može obeshrabriti potencijalne privatne partnere i finansijere da uđu na srpsko tržište.

Dosadašnji rezultati u pogledu primene javno-privatnog partnerstva (samo jedan realizovan ugovor u Srbiji od stupanja na snagu novog zakona) svakako su daleko ispod očekivanja onih koji smatraju da je u Srbiji moguća i poželjna sveobuhvatna primena JPP. Stoga se postavlja pitanje da li je moguće, odnosno da li je potrebno koristiti druge mehanizme podrške kako bi počela šira primena modaliteta JPP u finansiranju infrastrukturnih projekata. Naravno, razmatranje različitih vidova podrške opravdano je samo ako su preduslovi JPP (pre svega ekonomska opravdanost projekta) zadovoljeni.

Posmatrano prema oblastima država može uticati putem mera koje utiču na način i uslove finansiranja JPP projekata, način upravljanja rizikom, postupak javnih nabavki, i na izbor samog modaliteta JPPS obzirom da su predmet rada modaliteti, odnosno mogućnosti i ograničenja finansiranja, razmotrićemo pre svega mere koje utiču na način i uslove finansiranja JPP projekata i ukratko ćemo se osvrnuti i na mere koje se odnose na način upravljanja rizikom.

29 U praksi je finansiranje uobičajeno bilo indirektno (preko države), odnosno uz državnu garanciju, pri čemu se uobičajeno zahtevalo i sufinansiranje.

30 Prema poslednjem dostupnom kvartalnom izveštaju Narodne banke Srbije o bankarskom sektoru u Srbiji, nivo problematičnih kredita je dostigao 19.5% od ukupno odobrenih (bruto) kredita. Pogledati više na adresi [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55\\_4/kvartalni\\_izvestaj\\_II\\_12.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_II_12.pdf). Na osnovu uporednih podataka može se zaključiti da ekonomska kriza nije znatno uticala na broj refinansiranja u JPP sektoru na globalnom nivou. Za više podataka pogledati izveštaj revizorsko-konsultantske kuće PriceWaterhouseCoopers *PPPs in the aftermath of the financial crisis – a global overview* od 24. marta 2011. godine, dostupan na adresi <http://www.oecd.org/gov/budgetingandpublicexpenditures/47814518.pdf>.

31 S obzirom da je ZJPPK u velikoj meri rađen po ugledu na stari hrvatski zakon, u slučaju da se ispostavi da postoje problemi u pogledu brzine postupaka, moguće je očekivati izmene kako bi se postupak ubrzao, imajući u vidu da se jedna od osnovnih promena u novom Zakonu o javno-privatnom partnerstvu Republike Hrvatske odnosi na brzinu rešavanja pojedinih pitanja u procesu pripreme i odobravanja predloga projekta.

#### 4.1 Mere finansijske podrške JPP projektima

Najveći broj mera odnosi se na različite vidove pružanja finansijske podrške projektima JPP. Međunarodna iskustva jasno ukazuju da samo mali broj projekata JPP može biti održiv bez značajne finansijske i tehničke podrške države. U slučaju finansijske podrške po pravilu se na prvom mestu stavlja davanje garancija (republike, lokalnih samouprava) kako bi se omogućilo povoljnije finansiranje projekta.<sup>32</sup> Dok ograničenja zaduživanja javno-komunalnih preduzeća svakako idu u prilogu JPP, ograničena mogućnost davanja garancija od strane jedinica lokalne samouprave predstavlja značajnu prepreku razvoju JPP. Prema predlogu strategije reforme JKP, lokalnim samoupravama bi trebalo omogućiti davanje garancije za dugove svojih JKP, pod uslovom da taj dug nije uključen u zakonski limit prema zakonu o javnom dugu i da dug otplaćuje samo JKP, uz pretpostavku da se nad tako datim garancijama sprovodi nadzor.<sup>33</sup> Ipak, po ovom pitanju treba biti veoma oprezan.<sup>34</sup> Fiskalni savet je jasno ukazao na postojanje problema po osnovu visokog priraštaja izdavanja državnih garancija na zaduživanje javnih preduzeća u prethodne tri godine. U slučaju da i veći broj JPP projekata na lokalnom nivou dobije sličan „tretman“ ishod bi mogao biti krajnje nepovoljan i fiskalno neodrživ. Detaljno razmatranje o tome da li opštine treba da izdaju garancije svakako prevazilazi okvir ovog rada.

Pod uslovom da se reši problem u pogledu javnih nabavki, alternativa garancijama u vidu pomenutih „ugovora o podršci“ ima svoje prednosti, ali je ona ujedno i protivna Zakonu o javnom dugu, te bi njena primena zahtevala i izmenu tog zakona i izričito normiranje ugovora kao dozvoljenog načina finansiranja kapitalnih investicija na lokalnom nivou. Time je mogućnost primene ovog inovativnog rešenja, bar na kratak rok, svakako dovedena u pitanje. Pored direktnih i posrednih garancija, privatni partner se može kompenzovati i nizom drugih specifičnih mera - obezbeđenjem kapitalnih subvencija tokom izgradnje ili plaćanjem naknade za dostupnost objekta ili subvencionisanjem korisnika usluga. Naravno, umesto davanja posrednih garancija u slučaju da naknade nisu dovoljne da bi se otplaćivao dug JKP, uvek postoji alternativa dase one uvećaju. Svi pomenuti oblici podrške finansiranja JPP su mogući, ali je njihovu efektivnost i efikasnost potrebno razmotriti od slučaja do slučaja.

Drugi načini kojim država može da utiče na način finansiranja projekta je jednostavno *većim učešćem javnog partnera u kapitalu*. Negativni aspekt ove opcije je to što narušava podsticaje privatnog partnera usled promena u pogledu transfera rizika. Takođe, verovatno bi mogućnost većeg upliva države u poslovanje dovela do narušavanja efikasnosti poslovanja, a društvo posebne namene postalo bi podložno dnevno-političkim uticajima. U izvesnoj meri uticaj na način finansiranja projekta moguće je ostvariti i *povoljnijim poreskim tretmanom*, tj smanjenjem poreskog opterećenja u slučaju investiranja u JPP projekte. Ipak, ova opcija zahteva komplikovane izmene poreskih propisa, dodatno administriranje i može stvoriti distorzije i dati pogrešne podsticaje. U svakom slučaju, primena poreskih podsticaja zahteva pažljivije izračunavanje odnosa vrednosti za uloženi novac.

Pored velikog broja mera (garancija, subvencija, poreskih podsticaja) koje je moguće razmatrati u kontekstu finansijske podrške projektima JPP, treba dati šansu i lokalnom finansijskom tržištu da razvije finansijske proizvode kojima bi se omogućilo finansiranje JPP projekata.

#### 4.2 Mere upravljanja rizikom

Drugi set mera koje mogu da utiču na interesovanje za JPP projektima, odnosi se na upravljanje rizikom. Prema ZJPPK rizik načelno treba da preuzme strana koja njime može na bolji način da upravlja (odnosno da na njega utiče). Međutim zakon je ostavio mogućnost da se rizici dele i na „izbalansiran“ način. Time se čini stvara prostor za kreativno tumačenje podele odnosno transfera rizika. Na primer, postavlja se pitanje da li je moguće da će privatni partner tražiti garancije od strane države, čak i u slučaju da operator ne radi efikasno. Stoga je veoma bitno precizno razraditi kriterijume u pogledu transfera rizika, odnosno određivanja vrsta rizika koje svaki od partnera treba da snosi. Veliki deo posla treba u tom smislu da odradi Komisija svojom savetodavnom ulogom i metodološkim materijalima.<sup>35</sup>

Nezavisno od potrebnih razjašnjenja primeni odredaba ZJPPK kojima se reguliše rizik, bolji uslovi finansiranja mogući su ukoliko se obezbede kvalitetne informacije o potencijalnim rizicima, potencijalnim privatnim partnerima i finansijerima, kako bi se utvrdio odgovarajući stepen transfera rizika. Takođe, partnerima su i ovde na raspolaganju različiti mehanizmi kojima se smanjuje rizik odnosno kojima se osigurava od rizika - odredbe o refinansiranju, va-

32 Takav stav prisutan je i u Predlogu strategije prema kojoj „država treba da se angažuje kako bi poboljšala dostupnost kreditnih sredstava za finansiranje komunalne infrastrukture i to davanjem garancija za kredite međunarodnih finansijskih institucija i komercijalnih banaka“.

33 Način na koji je formulisana ova preporuka je dvosmislen, tako da njeno značenje nije u potpunosti jasno.

34 Posebno o rizicima koje pružaju državne garancije pogledati u *Predlogu mera fiskalne konsolidacije 2012.-2016. godine*, sačinjenom od strane Fiskalnog saveta, dostupno na adresi: [http://fiskalnisavet.rs/images/fiskalna\\_konsolidacija.pdf](http://fiskalnisavet.rs/images/fiskalna_konsolidacija.pdf)(23.11.2012).

35 Nažalost ni godinu dana od donošenja ZJPPK, komisija nema svoj sajt.

lutnom riziku, otplatnim fondovima (sinking funds) u slučaju potrebe za većim kapitalnim izdacima nakon proteka većeg broja godina od početka projekta, itd.

## 5. Zaključak

Iako mnoge okolnosti idu na ruku korišćenju JPP za finansiranje investicionih projekata na lokalnom i regionalnom nivou u Republici Srbiji, postoje i brojna ograničenja. U radu smo ukazali na neke nedostatke regulatornog okvira za finansiranje. Ipak opšta ocena je da je novi regulatorni okvir u velikoj meri zadovoljavajuć. ZJPPK sadrži sve odredbe (npr. o sredstvima obezbeđenja, direktnom ugovoru, *step-in* pravima, itd.) koje se preporučuju u relevantnim međunarodnim modelima poput *JPP vodiča EPEC*-a ili *Procena pravnog okvira za JPP* Resursnog centra JPP Svetske banke.

I pored modernog regulatornog okvira i činjenice da JPP u načelu predstavljaju posebno pogodno rešenje za one samouprave koje su dostigle granicu zaduživanja, a imaju značajne potrebe za kapitalnim investicijama, još uvek nije došlo do pomaka u primeni JPP. Pored imovinskih i institucionalnih preduslova za realizaciju JPP projekata, jedno od ograničenja odnosi se i na nemogućnost davanja garancija od strane jedinica lokalne samouprave po Zakonu o javnom dugu. U tom kontekstu primena JPP u velikoj meri zavisiće i od mogućnosti zaključivanja „ugovora o podršci“ čime bi se delom otklonilo pomenuto ograničenje. Iako „ugovore o podršci“ možemo smatrati mogućim rešenjem otklanjanja pomenutog ograničenja, s obzirom, da su u suprotnosti za postojećim zakonskim okvirom, ne možemo ih očekivati u skorije vreme. Takođe, njihov domet bi ipak bio veoma ograničen.

Naravno, državina raspolaganju stoji čitav arsenal različitih vidova podrške JPP. Prilikom razmatranja vidova podrške, izneli smo stav da treba biti veoma oprezan. Usled nedostatka izvora finansiranja može se pribeći ka merama koje finansijskom podrškom pokušavaju da privuku interes privatnog sektora. Takav pokušaj može imati neželjene fiskalne posledice. Stoga je u ovom trenutku daleko važnije dovršiti ostale elemente regulatornog okvira (npr. metodologiju za obračun odnosa vrednosti u odnosu na uložena sredstva) i posvetiti pažnju jačanju institucionalnih kapaciteta. U suprotnom postoji izražen rizik da se radi promocije JPP, progleda kroz prste i da „zeleno svetlo“ projektima koji ne zadovoljavaju ključne preduslove, a koji su učinjeni atraktivnim pre svega zbog prekomernog korišćenja podsticajnih mera.

Smatramo da je poželjno je da u prvom periodu dominiraju projekti kod kojih postoji više nego očigledna vrednost u odnosu na uložena sredstva (value for money).<sup>36</sup> Uobičajeno je reč o projektima koji investiraju u već postojeću infrastrukturu („brownfield“ JPP projektima), odnosno o relativno manjim investicijama. Druga bitna karakteristika takvih projekata je da za javne usluge u takvim slučajevima već postoji tražnja. Iako ovaj pristup može da izgleda preterano restriktivnim, verujemo da je dovoljno da jedan ili dva negativna slučaja u potpunosti kompromituju JPP. Takvi projekti bi kroz neodmereno korišćenje mera podrške mogli da stvore značajan teret budućim budžetima i povećaju deficit. Posledica takvih odluka bi i u budućnosti broj JPP sveo na zanemarljiv broj projekata.

<sup>36</sup> Koristimo termin koji je korišćen u ZJPPK.

# Tržište korporativnih obveznica u Srbiji <sup>1</sup>

*Katarina Đulić*

*Boško Živković*

## Uvod: moguće koristi i rizici razvoja tržišta korporativnih obveznica

Tržište korporativnih obveznica može biti dobra alternativa pozajmljivanju od komercijalnih banaka. Glavne prednosti koje donosi razvoj ovog tržišta jesu sledeće:

- korporativna obveznica omogućava prikupljanje relativno velikih iznosa sredstava iz više izvora nego što bi bilo moguće uzimanjem kredita. Ukupan iznos duga disperzuje na više manjih suma koje se prodaju većem broju investitora. Ovaj fenomen je posebno vidljiv u periodima tokom i posle bankarskih kriza;
- tržište korporativnih obveznica može, kao konkurencija bankarskom sektoru, dovesti do snižavanja troškova eksternog pozajmljivanja.

Prednost korporativnih obveznica, kao instrumenta za prikupljanje pozajmljenih izvora, može biti i povoljniji poreski tretman i manja cena izvora u odnosu na akcijski kapital. U poređenju sa drugim pozajmljenim izvorima, korporativne obveznice omogućavaju prikupljanje većih iznosa sredstava bez promene vlasničke i upravljačke strukture. Nadalje, u okolnostima kada postoji dovoljno efikasno tržište korporativnih obveznica preduzeća ne zavise samo od bankarskog finansiranja, što ima za posledicu produženje rokova finansiranja i smanjivanje prosečne kamatne stope. Ukoliko banke zakonomerno odobravaju sredstva na kraći rok od roka na koji bi bila prikupljena sredstva na finansijskom tržištu, ovo, pri istom nivou finansijskog leverage-a, može imati za posledicu da kompanija trpi veći rizik zbog kraćeg roka dospeća obaveza. Primećeno je, nadalje, da se u bankarskom sektoru, u uslovima bez konkurencije, registruje povećan nivo koncentracije depozita i kredita na grupu vodećih banaka. Svi ovi fenomeni uvećavaju troškove pozajmljivanja i šire kamatni spred.

Odsustvo funkcionalnog tržišta korporativnih obveznica generiše nepovoljan izbor za investitore, posebno grupaciju tzv. institucionalnih investitora. Oni su prinuđeni da ovu vrstu aktive zamenjuju supstitutima raznih vrste a najčešće bankarskim depozitima. Ova grupa investitora je prinuđena da prihvata niže stope prinosa ovih supstituta.

Korporativne obveznice imaju posebno važnu ulogu u uslovima krize. Naime, kriza na tržištima akcija dovodi do povlačenja ulaganja u ove instrumente. U uslovima krize se pojačava averzija prema riziku. Investitori menjaju strukturu svojih portfolija u korist finansijskih instrumenata koji donose niži ali manje rizičan prinos. Korporativna obveznica jeste takav instrument.

Osobine nacionalnog tržišta korporativnih obveznica utiču na stabilnost finansijskog sistema. Naime, disfunkcionalno tržište korporativnih obveznica dovodi do rasta leveridža u sektoru preduzeća i preteranog oslanjanja na bankarski sektor. Nadalje, nedostatak računovodstvene transparentnosti, regulatorne imperfekcije i problemi moralnog hazarda mogu izazvati poremećaj u bankarskom sektoru. U postkriznim periodima registruje se snažna ekspanzija tržišta korporativnih obveznica. Tipičan slučaj ove vrste jeste ekspanzija ovog tržišta u Istočnoj Aziji tokom 90-tih godina.

Jedan od uzroka ekspanzije u ovih tržišta u periodima normalizacije posle kriznog udara jeste i mogućnost razvijenog tržišta korporativnih obveznica da podstakne i ojača restrukturiranje korporativnog sektora. Nadalje, zbog duže ročnosti od klasičnog kredita, tržišta korporativnih obveznica smanjuju rizik ročne neusklađenosti.

Finansiranje korporativnom obveznicom ima ozbiljne nedostatke jer izaziva kumuliranje fiksnih obaveza na kraju perioda dospeća i izaziva veliki šok likvidnosti u trenutku isplate osnovnog duga. Emitovanje korporativnih obveznica, kao i svako zaduživanje, povećava finansijski leveridž. Emisija dugoročnih obveznica koje se koriste za finansiranje investicionih projekata zahteva strožije uslove od emisije kratkoročnih finansijskih instrumenata, duže procedure i može imati veće troškove emisije, što utiče na cenu ovog izvora. Ovaj mehanizam pribavljanja dodatnog kapitala u osnovi prati konjunkturu ponude kredita: u uslovima niske i opadajuće konjunktore je teško plasirati korporativne obveznice jer individualni investitori imaju manje informacija od banaka. U uslovima duboke krize tržište korporativnih obveznica zamire.

<sup>1</sup> Autori zahvaljuju Komisiji za hartije od vrednosti i Erste banci a.d. Novi Sad, koji su svojom spremnošću da daju relevantne podatke i da otvoreno razgovaraju o izazovima srpskog tržišta korporativnih obveznica, značajno doprineli pisanju ovog rada.



Razvoj tržišta korporativnih obveznica jeste pretežno uslovljen nivoom kreditnog rizika sektora preduzeća. Ovaj rizik je na nerazvijenim tržištima uobičajeno veći nego na razvijenim pre svega zbog visokog leveridža i računovodstvene netransparentnosti kompanija. Visok kreditni rizik smanjuje tražnju za ovim obveznicama jer, pri donošenju odluke o ulaganju u ove hartije, investitori posebnu pažnju posvećuju kreditnoj sposobnosti kompanije koja je emitovala obveznice. Zbog toga korporativnu obveznicu na nerazvijenim tržištima karakteriše postojanje različitih oblika zaštite od kreditnog rizika. Put klauzula je česta pojava, kao i razne vrste osiguranja. Emisije korporativnih obveznica na ovim tržištima često su osigurane kolateralom, najčešće nekom stalnom imovinom ili garantovane od treće strane, čime je kreditni rizik emitenta smanjen sekundarnim izvorima naplate. Osigurane obveznice su manje rizične za investitora, ali su skuplji izvor kapitala za emitenta od običnih, neosiguranih obveznica.

Poseban problem povezan sa kreditnim rizikom jeste efikasnost institucionalne infrastrukture za merenje kreditnog rizika. U mnogim zemljama pa i u Republici Srbiji još ne postoje specijalizovane institucije za merenje kreditnog rizika – rejting agencije. Investitori ne raspolazu sa dovoljno pouzdanih informacija o osobinama emitenta.

Analize iskustava zemalja koje su ubrzano razvijale tržišta korporativnih obveznica ne dopušta formulisanje univerzalnog modela njegovog razvoja. Makroekonomska stabilnost jeste preduslov, posebno kada se obveznice izdaju u nacionalnoj valuti, kada je odlučujući faktor nivo i stabilnost inflacije. Razvoj tržišta državnih obveznica, koje generiše krivu prinosa, prethodi razvoju tržišta korporativnih obveznica.

## 1. Institucionalni ambijent i makro struktura tržišta u Republici Srbiji

Srbija ima finansijski sistem u kome banke imaju dominantnu ulogu. Kredit je osnovni izvor pozajmljenog kapitala. U pretkriznom periodu, bankarski sektor je ubrzano rastao apsorbujući domaću i velike iznose inostrane štednje. Nebankarski sektor rastao je po niskim stopama.

Tržište korporativnih obveznica je u inicijalnoj fazi razvoja. Individualni investitori su gotovo potpuno odsutni sa ovog tržišta. Banke su, sa malim izuzecima, neaktivne kao investitori, emitenti i pokrovitelji emisija. Osiguravajuća društva i investicioni fondovi, kao jedini aktivni igrači na ovom tržištu raspolazu sa relativno malim viškovima koji bi mogli biti plasirani. Valutni i kreditni rizici su visoki. Infrastruktura je nerazvijena a regulacija ekstenzivna i skupa.

Reforme u pravcu produbljanja finansijskih tržišta, diversifikacije instrumenta i povećanja izvora finansiranja bi smanjile dominaciju banaka u nacionalnom sistemu i povećale njegovu potencijalnu stabilnost.

### 1.1. Izvori tražnje

Na strani potencijalne tražnje za korporativnim obveznicama, u normalnim uslovima i u teoriji, dominiraju institucionalni investitori. Institucionalni investitori na srpskom tržištu kapitala jesu jedina grupa investitora koji plasiraju, istina vrlo ograničenu, svoju imovinu u ovaj instrument.

U normalnim uslovima penzijski fondovi jesu vrlo važan izvor tražnje za korporativnim obveznicama. U Srbiji je do početka primene Zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, postojao samo prvi stub penzijskog sistema – obavezno državno penzijsko osiguranje, koje funkcioniše po principu tekućeg finansiranja (eng. pay as you go), što znači da se doprinosi sadašnjih zaposlenih radnika uplaćuju u fond penzijskog osiguranja i odatle direktno distribuiraju sadašnjim penzionerima. Reformom regulative uveden je treći stub penzijskog sistema – dobrovoljno penzijsko osiguranje, koje je dalo mogućnost svim građanima, bez obzira da li su zaposleni ili ne, da izdvajanjem dodatnih penzijskih doprinosa na lične račune u budućnosti obezbede dodatnu penziju. Nažalost, brzo je postalo očigledno da nedostaju, pre svega, dugoročniji dinarski finansijski instrumenti, koji bi omogućili adekvatnu diversifikaciju i raznovrsnije ulaganje ovih fondova. Imajući u vidu da je prosečna starost građana u Srbiji visoka i da je prvi stub preopterećen i praktično je u mogućnosti da isplaćuje penzije na nivou socijalne pomoći, treba očekivati rast imovine ovih fondova u budućnosti.

U domaćem zakonodavstvu je investiciona politika dobrovoljnog penzijskog fonda definisana u skladu sa sledećim načelima<sup>2</sup>: **načelo sigurnosti imovine** koje podrazumeva da se u strukturi portfolija dobrovoljnog penzijskog fonda nalaze hartije od vrednosti izdavalaca sa visokim kreditnim rejtingom; **načelo diversifikacije portfolija** koje zahteva da se u strukturi portfolija ovih fondova nalaze hartije od vrednosti koje se razlikuju prema vrsti i izdavaocima, kao i prema drugim obeležjima; i **načelo održavanja odgovarajuće likvidnosti** po kome se u strukturi portfolija

<sup>2</sup> Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima Republike Srbije, član 30.

## Tržište korporativnih obveznica u Srbiji

dobrovoljnog penzijskog fonda moraju nalaziti hartije od vrednosti koje je moguće brzo i efikasno kupiti i prodati po relativno stabilnoj ceni.

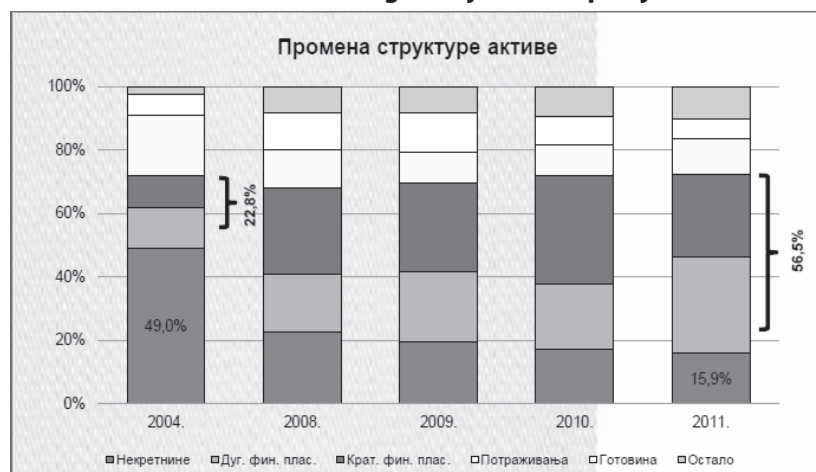
Da bi ova načela bila primenljiva, istim zakonom su precizirana i posebna pravila koja daju pregled mogućih investicionih alternativa<sup>3</sup>. Pored ulaganja u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju Republika Srbija, jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave u Republici i druga pravna lica uz garanciju Republike, u skladu sa zakonom kojim se uređuje javni dug, dozvoljena su i ulaganja u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju strane države ili strana pravna lica sa minimalnim kreditnim rejtingom "A", a koji utvrđuju agencije za procenu boniteta Standard and Poor's, Fitch-IBCA, Thompson Bank Watch ili Moody's; kao i u hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u Republici kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici. Dakle, pomenutim zakonom je dozvoljeno i ulaganje u korporativne obveznice kojima bi se trgovalo na Beogradskoj berzi čime je zakon stvorio uslove da se definiše tražnja za korporativnim obveznicama.

Prema Izveštaju Narodne banke Srbije o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji za drugo tromesečje 2012. godine, koji je izašao u avgustu 2012. godine, najveći udeo u ukupnoj imovini fondova imaju državne dužničke hartije od vrednosti od čak 85,4%. Iza državnih hartija slede oročeni depoziti sa 5,6%, akcije sa 4,1% i sredstva po viđenju sa 3,4% učešća. U nepokretnosti je uloženo 0,6% imovine fondova. U stranoj valuti - u evrima, na kraju drugog tromesečja nalazi se 3,18 mlrd. RSD, odnosno 22,3% ukupne imovine, dok se u domaćoj valuti nalazi 11,10 mlrd. RSD, odnosno 77,7% ukupne imovine. Nakon značajnog smanjenja učešća sredstava u stranoj valuti od oko 16 procentnih poena u 2011. godini, Narodna banka tvrdi da je tokom 2012. godine ovo učešće stabilno - između četvrtine i petine ukupnih sredstava.

Analiza portfolija penzionih fondova u Srbiji pokazuje da ovi institucionalni investitori gotovo da i nisu ulagali u korporativne obveznice. Pored toga, struktura portfolija ovih fondova ukazuje da država finansira sopstvene potrebe dugoročnom štednjom građana te da u velikoj meri gasi tražnju za korporativnim obveznicama. Uprkos pomenutom načelu diversifikacije, najveći deo imovine srpskih penzionih fondova nosi kreditni rizik koji je visoko koncentrisan u investicijama u državne dužničke instrumente. Pored toga, preko 90% portfolija je izloženo riziku promene visine kamatnih stopa što je posledica visokog učešća dužničkih instrumenata u portfoliju fondova.

Druga grupa značajnih institucionalnih investitora koji ulažu u korporativne obveznice jesu osiguravajuće kompanije, posebno delatnost životnog osiguranja. Osiguravajuće kompanije u Srbiji su počele da se bave životnim osiguranjem i tako došle do kvalitetnih izvora sredstava koje treba investirati. Zakonom o osiguranju je propisana investiciona politika za ulaganje sredstva tehničkih rezervi, koja se mogu, između ostalog, uložiti u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u zemlji kao i obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, čiji je izdavalac pravno lice sa sedištem u zemlji<sup>4</sup>. Kvantitativna ograničenja su propisana odlukom Narodne banke Srbije i fleksibilnija su relativno prema ograničenjima za penzije fondove<sup>5</sup>.

**Grafikon 1. Struktura aktive osiguravajućih kompanija**



Izvor: [http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/20120612\\_MEJ\\_prezentacija\\_osig.pdf](http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/prezentacije/20120612_MEJ_prezentacija_osig.pdf)

3 Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima Republike Srbije, član 31.

4 Zakon o osiguranju Republike Srbije, član 114.

5 Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje („Službeni glasnik RS“, br. 87/2012).

Prema podacima dostupnim na sajtu Narodne banke Srbije, sa stanovišta tražnje za obveznicama, promena struktura aktive osiguravajućih društava tokom poslednjih godina, na prvi pogled daje razloge za optimizam. Naime, povećava se učešće dugoročnih finansijskih plasmana u aktivi.

Međutim, detaljnija analiza ukazuje da i ovi institucionalni investitori prvenstveno svoja slobodna sredstva plasiraju u državne dužničke hartije. Prema Izveštaju Narodne banke Srbije za sektor osiguranja u Srbiji za drugo tromesečje 2012. godine, koji je izašao u avgustu 2012. godine, posma-

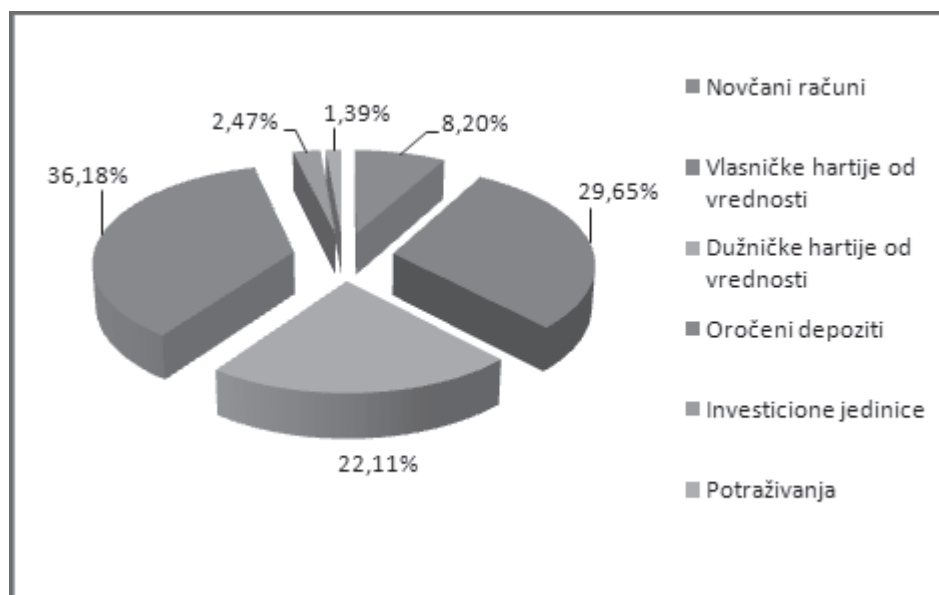
trano agregatno za sva društva koja se bave poslovima osiguranja u Srbiji, tehničke rezerve neživotnih osiguranja u drugom tromesečju 2012. godine najvećim delom su bile pokrivene državnim hartijama od vrednosti sa 30%, deponovanjem kod banaka sa 23%, gotovinom sa 13%, investicionim nekretninama sa 9% i potraživanjima za nedospele premije osiguranja sa 8%. U strukturi pokrića tehničkih rezervi životnih osiguranja najzastupljenije je ulaganje u državne hartije od vrednosti sa 85%, a zatim sledi deponovanje kod banaka sa 8%.

Učešće nematerijalnih ulaganja, nekretnina, plasmana u hartije od vrednosti kojima se ne trguje na tržištu (a to su sve izdate korporativne obveznice sem obveznica koje je izdala Societe Generale Banka Srbija a.d. Beograd i nedavno Erste bank a.d. Novi Sad) i potraživanja (kao oblika aktive koje može karakterisati otežana naplativost) u ukupnoj aktivni društava koja se pretežno bave poslovima neživotnih osiguranja u 2011. godini i drugom tromesečju 2012. godine respektivno iznosi 38,09% i 38,61%. Kod društava koja se pretežno bave poslovima životnih osiguranja navedeno učešće beleži smanjenje sa 8,01% u 2011. godini na 6,79% u drugom tromesečju 2012. godine.

Dakle, na strani tražnje za korporativnim obveznicama osiguravajuća društva se javljaju kao značajniji izvor tražnje relativno prema penzionim fondovima zbog relativno manjih zakonskih ograničenja koja se tiču plasmana sredstava ovih institucionalnih investitora. Međutim, i ovi investitori kada se opredeljuju za dužničke hartije od vrednosti prvenstveno biraju one čiji je izdavalac država.

Treći važan izvor tražnje za korporativnim obveznicama jesu investicioni fondovi. U Srbiji su počev od 2006. godine svoje poslovanje otpočeli i investicioni fondovi. Zakonom o investicionim fondovima je definisana investiciona politika, koja omogućava ulaganje u hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u Republici, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici<sup>6</sup>, čime je implicitno obuhvaćen i instrument korporativnih obveznica. Maksimalni iznos do 10% imovine investicionog fonda može se ulagati u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate jednog izdavaoca ili ukupno u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate dva ili više izdavalaca koji su povezana lica. Komisija za hartije od vrednosti nema javno dostupne informacije o strukturi plasmana investicionih fondova, ali je izašla u susret molbama autora i dostavila pregled strukture plasmana investicionih fondova.

**Grafikon 2. Struktura aktive investicionih fondova**



Izvor: Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije.

Relativno visokih 22,11 % sredstava investicionih fondova u Srbiji sredinom 2012. godine, bilo je plasirano u dužničke hartije od vrednosti. Detaljnija analiza plasmana pokazuje da je reč o državnim obveznicama, trezorskim zapisima, kao i korporativnim obveznicama stranih izdavalaca. Jedini paradoks vredan pomena je da su relativno fleksibilniji zakonski uslovi koji se tiču ograničenja za ulaganje doveli do bolje diversifikovanog portfolija investicionih fondova u odnosu prema penzionim fondovima, mada ne i do značajnije veće tražnje za korporativnim obveznicama.

U celini gledano teško je odgovoriti šta je uzrok nerazvijenog tržišta korporativnih obveznica u Srbiji – slaba ponuda ili slaba tražnja. S jedne strane, kako će biti pokazano dalje u članku, ponuda korporativnih obveznica je veoma skro-

<sup>6</sup> Zakon o investicionim fondovima Republike Srbije, čl. 29 i 30.

## Tržište korporativnih obveznica u Srbiji

mna zbog više razloga među kojima su najznačajniji – relativno nestabilno makroekonomsko okruženje, nestabilna inflacija i domaća valuta, netransparentno poslovanje domaćih kompanija itd. S druge strane, analiza je pokazala da se, na strani tražnje, institucionalni investitori u Srbiji (kao potencijalno najznačajniji izvor tražnje za korporativnim obveznicama) suočavaju sa velikim brojem ograničenja ulaganja u hartije od vrednosti, ne toliko zbog zakonskih ograničenja koliko upravo zbog veoma skromne ponude u smislu vrste i kvaliteta hartije. Stoga se postavlja pitanje kolika je zaista potencijalna tražnja za korporativnim obveznicama, koje, po svemu sudeći tržište ocenjuje kao previše rizične instrumente za investicionu politiku srpskih institucionalnih investitora.

## 1.2. Izvori i uslovi ponude

Nužan uslov za razvoj funkcionalnog i efikasnog tržišta korporativnih obveznica u Republici Srbiji jeste kvalitetan pravni i institucionalni okvir. Glavni elementi pravnog okvira su usvajanje i jačanje efikasnog zakona koji reguliše tržište kapitala, ali su važne i procedure bankrotstva preduzeća, sa precizno definisanim pravima i redosledom naplate poverioca kao i usvajanje i stroga primena računovodstvenih standarda koji će omogućiti dostupnost i pouzdanost relevantnih finansijskih informacija.

U maju 2011. godine, donet je, četvrti po redu, Zakon o tržištu kapitala, a pratile su ga i izmene pomenutih Zakona o investicionim fondovima, Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima i penzijskom osiguranja, te Zakona o preuzimanju akcionarskih društava. Komisija je usvojila više od 20 podzakonskih akata koji su bili neophodni da bi se mogao primenjivati Zakon o tržištu kapitala. Sve ove izmene bile su korak u pozitivnom smeru jer je njihov cilj bila harmonizacija sa regulativom Evropske Unije i IOSCO principima.

Novi zakon razlikuje regulisano i postojanje i funkcionisanje vanberzanskog, neaukcionog, tzv. OTC tržišta. Ovo je važna inovacija pošto je prethodni zakon favorizovao promet obveznica na berzi. OTC tržište je sekundarno tržište za trgovanje finansijskim instrumentima koje ne mora da ima organizatora tržišta i čiji sistem trgovanja podrazumeva pregovaranje između kupca i prodavca finansijskih instrumenata u cilju zaključenja transakcije. Pojam „regulisano tržište“ je definisan kao multilateralni sistem koji organizuje, odnosno kojim upravlja Beogradska berza i ono ima dva tržišna segmenta – listing i Open market. Listing se dalje deli na Prime i Standard market. Sledeća tabela sumira uslove za listing hartija od vrednosti (uključujući dužničke).

Tabela 1. Uslovi listinga obveznica na Beogradskoj berzi

	Prime Listing	Standard Listing
Dužina poslovanja	3 godine	3 godine
Poslovni rezultat	Pozitivan	-
Mišljenje revizora	Pozitivno mišljenje	Pozitivno mišljenje ili mišljenje za rezervom
Opšti uslovi koji se održavaju tokom perioda listiranja	<b>minimalni iznos kapitala</b>	
	20 miliona EUR	4 miliona EUR
	izveštaj o reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom	
Posebni uslovi za akcije i depozitne potvrde na akcije izdavaca	internet stranica izdavaoca - izrađena na srpskom i engleskom jeziku	
	da se u javnosti u slobodnom prometu ( <b>free float</b> ), nalazi alternativno:	
	-najmanje 25% akcija od ukupno emitovanih akcija izdavaoca -akcije minimalnog iznosa kapitala 10 miliona EUR koje su u vlasništvu najmanje 500 akcionara;	- najmanje 25% akcija od ukupno emitovanih akcija izdavaoca, -akcije minimalnog iznosa kapitala 2 miliona EUR, koje su u vlasništvu najmanje 250 akcionara; akcije koje su u vlasništvu najmanje 500 akcionara.
	da su isplaćene dividende po prioritetnim akcijama, ako su izdate – na način utvrđen odlukom o njihovom izdavanju	
	<b>minimalni nivo tržišne likvidnosti akcija</b>	
prosečnu dnevnu vrednost prometa - najmanje 500 hiljada RSD i prosečan dnevni broj zaključenih transakcija – najmanje 5 (pet) transakcija mereno u poslednjih šest meseci.		-
Posebni uslovi za dužničke hov	da izdavalac po poslednjem godišnjem finansijskom izveštaju, nije poslovao sa gubitkom	
	<b>vrednost emisije</b>	
	najmanje 10 miliona EUR	najmanje 1 milion EUR
da račun izdavaoca nije bio u blokadi u poslednjih 180 dana		da račun izdavaoca nije bio u blokadi u poslednjih 60 dana.

Izvor: sajt Beogradske berze.

Trenutno su, na Prime listingu, listirane četiri obveznice Vlade Republike Srbije (reč je o obveznicama koje su izdate za izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje) sa različitim rokovima dospeća (u rasponu od 31.05.2013. do 31.05.2016.). Na Standard listingu nema listiranih obveznica. Ni na jednom listingu Beogradske berze nema korporativnih obveznica.

S druge strane, uslovi za uključenje hartija od vrednosti na Open market, kao i kontinuirano tokom kotacije hartije od vrednosti na Open market-u, prikazani su u sledećoj tabeli<sup>7</sup>.

**Tabela 2. Uslovi za uključenje hartija od vrednosti na Open Market, kao i kontinuirano tokom kotacije hartije od vrednosti na Open Market**

Uslovi za uključenje hartija od vrednosti na Open Market, kao i kontinuirano tokom kotacije hartije od vrednosti na Open Market	
(1) da nad izdavaocem nije otvoren postupak stečaja ili likvidacije;	
(2) alternativno najmanje:	1) 300.000 EUR- iznos trajnog kapitala, odnosno knjigovodstvena vrednost kapitala prema finansijskim izveštajima iz poslednjeg obračunskog perioda koji prethodi podnošenju zahteva iz člana 61. ovih Pravila ili iznos tržišne kapitalizacije akcija kojima se trguje na drugom segmentu regulisanog tržišta, odnosno MTP, ili
	2) 15% akcija distribuirano u javnosti (free float).
Izuzetno Berza može da odobri uključenje na Open Market hartija od vrednosti izdavaoca ako Berza proceni da je to u interesu izdavaoca ili investitora, a vodeći računa o minimalnom iznosu kapitala, odnosno tržišne kapitalizacije i procentu akcija izdavaoca koje se nalaze u javnosti, u slobodnom prometu (free float).	

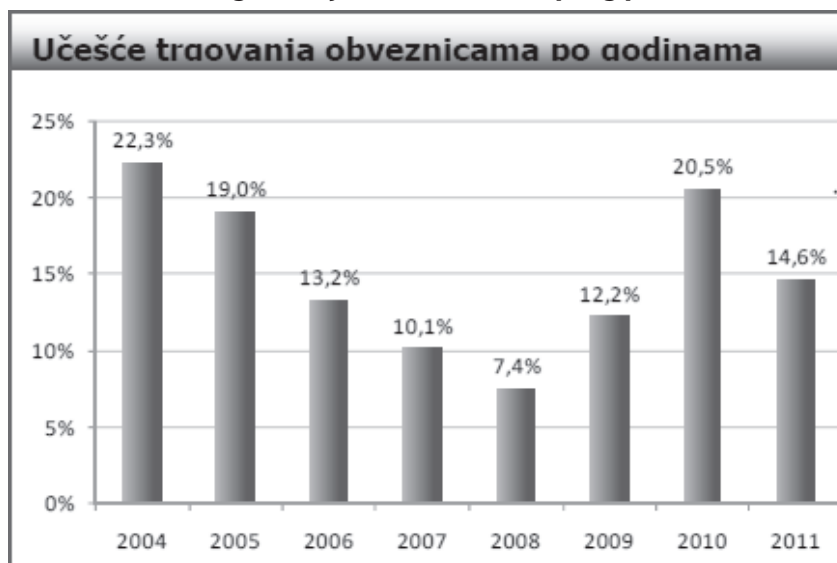
Izvor: Pravila poslovanja Beogradske berze.

Na Open marketu su akcije 134 izdavaoca i obveznice dva izdavaoca: Societe Generale Banke Srbija a.d., Beograd i Erste bank a.d. , Novi Sad. To su trenutno jedine dužničke hartije od vrednosti na Beogradskoj berzi koje nije izdala država.

Ostale izdate hartije od vrednosti su uključene na Multilateralnu trgovačku platformu Beogradske berze (MTP) – 979 akcija 966 izdavalaca. Na MTP nema ni jedne obveznice<sup>8</sup>.

Na Beogradskoj berzi je u trgovanju navedenim dužničkim hartijama od vrednosti u 2011. godini ostvaren promet od blizu 41 milion EUR, što predstavlja 10% niži promet u odnosu na prethodnu godinu.

**Grafikon 3. Trgovanje obveznicama na Beogradskoj berzi (u % od ukupnog prometa)**



Izvor: Izveštaj o poslovanju Beogradske berze za 2011. godine.

<sup>7</sup> Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd, član 64.

<sup>8</sup> Ovi podaci su uzeti sa sajta Beogradske berze 14. Novembra 2012.

Nedavno je Erste Bank a.d. Novi Sad uspešno emitovala dužničke hartije putem javne ponude. Reč je o emisiji dugoročnih obveznica u nominalnoj vrednosti od gotovo 1,5 milijardi dinara. S obzirom na činjenicu da su sve ostale emisije korporativnih dužničkih hartija od vrednosti u Republici Srbije bile zatvorene (uključujući i emisiju Societe Generale Banke koja je inicijalno bila zatvorena) ova javna ponuda je svakako važna.

Zašto su javne ponude korporativnih obveznica toliko retke? Da li zakon postavlja prepreke? Po novom Zakonu u tržištu kapitala, osnovni princip na kome počiva javna ponuda je obavezno objavljivanje prospekta uz prethodno odobrenje Komisije za hartije od vrednosti. Bez takvog odobrenja javna ponuda bi se smatrala ništavom osim u slučajevima izričito pobrojanim u zakonu<sup>9</sup>. Zakon naglašava da nije dopušteno uključivanje hartija od vrednosti na regulisano tržište odnosno MTP u Republici Srbiji, ako pre njihovog uključivanja nije objavljen validan prospekt, osim u slučajevima izričito pobrojanim u Zakonu<sup>10</sup>. Član 12. Zakona navodi pod kojim uslovima je dozvoljena zatvorena emisija (privatni plasman). Javna ponuda bi trebalo da bude generalni princip i ona se odnosi kako na prodaju hartija od vrednosti koja se vrši pri izdavanju hartija od vrednosti, tako i na promet hartija na sekundarnom tržištu. Nastojanje da se kroz Zakon o tržištu kapitala obezbedi javnost ponude jeste zapravo nastojanje da se kroz pravila o objavljivanju svih relevantnih podataka o hartijama od vrednosti koje su predmet takve ponude obezbedi adekvatna zaštita investitora (posebno običnih, neprofesionalnih investitora) na tržištu hartija od vrednosti u skladu sa prihvaćenim međunarodnim standardima i principima što je svakako dobra namera.

Investitori se štite informacijom ne samo u momentu ulaska neke hartije na tržište već i kontinuirano dok god je ta hartija listirana odnosno kotirana na organizovanom tržištu. U tom smislu, pored pomenutih uslova, glavne razlike među opisanim tržištima i tržišnim segmentima se tiču obaveza objavljivanja i transparentnosti poslovanja. Dovoljno je reći da su razlike značajne i da opadaju od Prime marketa ka MTP.

Tako po Pravilniku o listingu Beogradske berze, izdavalac na listingu je dužan da Berzi pored izveštaja, informacija, odluka i drugih propisanih podataka o kojima izveštava kao javno društvo čije su hartije od vrednosti uključene na regulisano tržište u skladu sa zakonom, podzakonskim aktima i pravilima Berze, dostavlja i: (1) kvartalni izveštaj - nakon završetka svakog od prva tri tromesečja tekuće poslovne godine, u rokovima utvrđenim Zakonom, kao i da obezbedi da ovaj izveštaj bude dostupan javnosti najmanje pet godina od dana objavljivanja; (2) popunjen upitnik Berze o praksi korporativnog upravljanja izdavaoca koji dostavlja Berzi najkasnije sa danom dostavljanja godišnjeg izveštaja; (3) kada nastupe okolnosti koje bi mogle bitnije uticati na poslovanje izdavaoca i na cenu njegovih hartija od vrednosti, a nije reč o opštepoznatim okolnostima, izdavalac je dužan da odmah, bez odlaganja, obavesti Berzu o takvim okolnostima; (4) izveštaj o održavanju sednice organa izdavaoca na kojoj se odlučuje o: finansijskim izveštajima (nerevidiranim i/ili revidiranim, nekonsolidovanim i/ili konsolidovanim); godišnjim izveštajima, polugodišnjim izveštajima; kvartalnim izveštajima za prvo i treće tromesečje tekuće poslovne godine; isplati dividende i međudividendi (uključujući i utvrđeni predlog o kome nadležni organ odlučuje); promenama osnovnog kapitala izdavaoca; sticanju/otuđenju sopstvenih akcija. Izdavalac je dužan da pomenute donete odluke dostavi Berzi prvog narednog radnog dana po donošenju; (5) dodatne izveštaje i informacije po zahtevu Berze u slučaju kada je to prema proceni Berze neophodno u svrhu potpunog i blagovremenog informisanja investicione javnosti; (6) druge izveštaje i informacije utvrđene ugovorom koji izdavalac ima zaključen sa Berzom. Izdavalac je dužan da navedene izveštaje i informacije, dostavi Berzi na srpskom i engleskom jeziku, kao i da iste na navedenim jezicima objavljuje na svojim internet stranicama. Berza na svojoj internet stranici objavljuje ove izveštaje i informacije. Ove obaveze su za pohvalu ako se stvar gleda iz ugla investitora ali svakako predstavljaju značajan trošak za izdavaoca.

S druge strane, izdavalac čije su hartije od vrednosti uključene na Open Market, dužan je da Berzi dostavi: (1) godišnji izveštaj za prethodnu poslovnu godinu; (2) polugodišnji izveštaj za tekuću poslovnu godinu; (3) izveštaje o nastalim promenama u pravima iz akcija, za svaku klasu akcija posebno, uključujući i promene u pravima iz izvedenih finansijskih instrumenata koje izdaje izdavalac, a koje daju pravo na sticanje njegovih akcija; (4) godišnji dokument o objavljenim informacijama; (5) izveštaj o promenama značajnog učešća u kapitalu izdavaoca; (6) obaveštanje o sticanju i otuđenju sopstvenih akcija; (7) obaveštenje o održavanju sednice skupštine, sa pozivom za sednicu skupštine u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva, uključujući i predlog izmena statuta ili osnivačkog akta izdavaoca ako se na datoj sednici skupštine o njima odlučuje; (8) obaveštenje o dodeli i isplati dividendi; (9) izveštaj o emisiji novih akcija, uključujući informacije o eventualnoj novoj dodeli, upisu, poništavanju ili zameni akcija, kao i novoj emisiji dužničkih hartija od vrednosti, a naročito o osiguranju ili garanciji u vezi sa tim izdavanjem; (10) dodatne izveštaje i informacije po zahtevu Berze, koji su prema proceni Berze od značaja za zaštitu investitora i

<sup>9</sup> Zakon o tržištu kapitala, član 11.

<sup>10</sup> Zakon o tržištu kapitala, član 11.

obezbeđenje pravilnog, efikasnog i transparentnog trgovanja datim hartijama od vrednosti na Berzi; i (11) druge propisane podatke (izveštaje, informacije, odluke) u skladu sa zakonom i podzakonskim aktima. Izdavalac hartija od vrednosti koje nisu akcije, dužan je da Berzi dostavlja godišnji i polugodišnji izveštaj, kao i izveštaje o promenama u pravima iz tih hartija od vrednosti, uključujući i promene u uslovima koje mogu posredno uticati na promenu u pravima tih hartija od vrednosti, a naročito promene u vezi sa uslovima zaduživanja i kamatnom stopom. Ako zakonom nije drugačije određeno, na obaveze izdavaoca čije su hartije od vrednosti uključene na MTP Belex, shodno se primenjuju ista pravila.

### 1.3. Uzroci slabe ponude

Ukoliko bi neka manja kompanija u Srbiji želela da izda korporativne obveznice, ona bi to mogla da uradi verovatno samo na MTP. Kad kompanija shvati na koji segment može da konkuriše i krene u proceduru pripreme i odobravanja prospekta više nema nikakvih razlika među različitim tržištima (odnosno tržišnim segmentima). Ukoliko je reč o javnoj ponudi, Komisiji se u svakom slučaju dostavlja identična dokumentacija bez obzira na koji segment tržišta hartija odnosno izdavalac konkurišu. Postavlja se pitanje da li bi razvoj tržišta korporativnih obveznica bio u većoj meri stimulisan da su uslovi za javnu ponudu korporativnih obveznica na MTP bili malo „relaksiraniji“? Drugim rečima, ovde se radi o izboru između jače zaštite investitora i jednostavnijih uslova za emitenta. Možda treba ukazati na to da u skorije vreme i u samoj Uniji, regulator počinje da se pita da li je potrebno toliko štititi investitore ili je mudrije podstaći razvoj tržišta kapitala relaksiranjem uslova za javnu ponudu hartija od vrednosti.

Uslovi izdavanja su daleko jednostavniji za zatvorene emisije što sigurno donekle objašnjava zašto su (gotovo) svi emitenti koji su izdavali korporativne obveznice izabrali ovaj način ponude svojih hartija<sup>11</sup>.

Neformalni intervjui koje su sprovedeli autori ovog članka sa zaposlenima u Komisiji i nekim izdavaocima doveli su autore do zaključka da je možda regulativa Srbije previše zahtevna za nerazvijeno tržište. Naime i Savet stranih investitora u svojoj Beloj knjizi za 2012. godinu zaključuje da nažalost nova pravna regulativa tržišta kapitala nije našla svoju praktičnu primenu koja bi bila jedino pravo merilo uspešnosti regulatorne reforme. Oni konstatuju da je tržište kapitala u Srbiji previše malo da bi „mogle da se testiraju brojne novine koje uvodi nova pravna regulativa, a naročito Zakon o tržištu kapitala“. Sa druge strane bi labava regulativa mogla dovesti do masovnih ugrožavanja prava investitora, kakva su registrova na tržištu akcija tokom prethodnih deset godina.

Dakle, kada je tržište korporativnih obveznica u Srbiji u pitanju, čini se da je regulativa isuviše zahtevna i restriktivna za naše uslove. S druge strane, regulator je objektivno vezan direktivama Evropske Unije. Legitimno je onda postaviti pitanje da li je možda bilo mesta da se striktno usaglašavanje odloži i da na snazi ostanu pravila koja su primerenija tržištu. Nova regulativa je, dakle, bolja u smislu da je bliža Evropskoj Uniji, ali je dalja od naše tržišne realnosti<sup>12</sup>.

Drugi važan regulatorni problem u ovoj oblasti jeste Zakon o stečaju, koji je usvojila Narodna Skupština Srbije 11. decembra 2009. godine, a on se primenjuje od 23. januara 2010. godine. Iako je sam Zakon bio korak u dobrom smeru, Savet stranih investitora ukazao je na čitav niz problema sa njegovom primenom. Tako na primer, odredbe o automatskom stečaju, u slučaju dugotrajne nesposobnosti plaćanja dužnika, proglašene su neustavnim i prestale su da važe iako je svima jasno da su takve odredbe u srpskoj realnosti više nego potrebne. Praksa je pokazala da namera zakonodavca da odabir stečajnih upravnika učini što transparentnijim, nepristrasnijim i pravičnijim, nije dala željene rezultate i da se i dalje stalno imenuju isti stečajni upravnici od strane istih sudija dok veliki broj aktivnih licenciranih stečajnih upravnika nije dobio priliku sa mu se poveri vođenje bar jednog stečajnog postupka. Stečajni postupak u Srbiji uprkos promenama u zakonu traje još uvek znatno duže nego u zemljama Evropske Unije, a poseban problem predstavlja relativno neujednačena sudska praksa. Bez detaljnije analize ovog instituta, već je jasno da kada je stečaj u pitanju, poverilac u Srbiji ne može da računa na zaštitu u meri koja je zadovoljavajuća<sup>13</sup>.

11 Napominjemo ovde da bi eventualne municipalne obveznice trebalo da budu nuđene preko Berze ali njih nije bilo od kada je donet novi Zakon. Po starom je zakonu Novi Sad emitovao dužničke hartije u zatvorenim emisijama.

12 Dobra ilustracija ove ocene je pokušaj Komisije da ovaj jaz premosti odlaganjem usvajanja pravilnika o adekvatnosti kapitala investicionih društava. Iako je Komisija već pripremila nacrt ovog akta, ona pokušava da odloži njegovo usvajanje jer upravo ima sluha za situaciju na tržištu. Naime, kada je sličan pravilnik usvojen na razvijeni hrvatskom tržištu kapitala, za godinu dana broj investicionih društava je pao sa 30ak na 6.

13 FIC, Bela knjiga, 2012,

#### 1.4. Trenutni odnos ponude i tražnje

Prethodni nalazi imaju za rezultat pretpostavku da je tržište korporativnih obveznica plitko, nelikvidno i visoko rizično. Njegove razmere, merene obimom emisije su zanemarljivo male u odnosu na stok bankarskih kredita.

Na sajtu CRHOV može se videti ukupno 42 izdavaoca<sup>14</sup> dužničkih hartija od vrednosti. Kada se izdvoje državne i municipalne obveznice i kratkoročne korporativne dužničke hartije, postaju izvesne sledeće činjenice: korporativne obveznice izdale tri banke (Societe Generale Banka Srbija a.d. Beograd i Erste Bank a.d. Novi Sad te NLB Banka a.d. Beograd) i 3 kompanije iz realnog sektora (Galeb GTE a.d., Telefonija a.d. Beograd i Tigar a.d. Pirot). Analiza ovih emisija ukazuje da, sem u slučaju pomenute dve banke, sve su bile zatvorene. U strukturi pasive bilansa stanja preduzeća koja emituju obveznice dominiraju dugoročno pozajmljena sredstva. Sva preduzeća koja su emitovala korporativne obveznice pretežno se oslanjaju na bankarske kredite. Na drugom mestu po zastupljenosti su korporativne obveznice, dok je korišćenje lizinga kod većine ovih kompanija na istom nivou kao i korišćenje obveznice. Zastupljenost obveznica kod kompanije Tigar a.d. je značajno viša nego kod drugih kompanija zbog tri emisije koje je Tigar sproveo.

Analiza kupaca korporativnih obveznica je pokazala da se među investitorima često javljaju osiguravajuće kuće. Tako na primer, celokupnu emisiju Galeb GTE otkupio je Wiener Stadtische, prvu emisiju Tigra otkupio je ponovo Wiener Stadtische, potom Takovo osiguranje a pridružila im se i Komercijalna banka. U drugoj emisiji Tigra kupci su bili oni iz prve emisije, a priključili su se i DDOR osiguranje, Wiener Re osiguranje i KBC Banka. U trećoj emisiji, investitorima iz druge emisije se pridružila i Jubmes banka. Kada su banke u pitanju, kupci su bili pored osiguravajućih kuća, investicioni i penzionisti fondovi te strana pravna lica.

U svim slučajevima realnog sektora, jasno je da su kompanije optirale za zatvorenu emisiju poznatim investitorima koji su imali bliske kontakte sa kompanijom i koji su faktički samo pozajmili novac kompaniji koristeći korporativne obveznice kao mehanizam i formu. Suštinski, ako se izuzmu slučajevi tri banke (odnosne dve banke pošto je emisija NLB banke bila zatvorena), Srbija nije imala emisije korporativnih obveznica u standardnom značenju ovog pojma.

## 2. Regulatorni i transakcioni troškovi

Visoki troškovi povezani sa emisijom korporativnih obveznica jesu, pored rizika i regulatornih ograničenja, bitan faktor koji usporava razvoj tržišta korporativnih obveznica u mnogim tranzicionim zemljama pa i u Srbiji. U ovom delu rada pokušaćemo još da ispitamo da li su troškovi emisije u Srbiji prohibitivno visoki.

Troškovi emisije zavise od karakteristika korporativnih obveznica koje se izdaju i zavise od procedura registracije. Dva osnovna načina izdavanja korporativnih obveznica (putem javne emisije i privatnog plasmana) imaju različite troškove. Javna emisija je skuplja jer zahteva izradu prospekta, koji će biti registrovan kod nadležne institucije i na osnovu koga će biti upućena ponuda za prodaju obveznica. U postupku emisije kompaniji pomaže investiciona banka. Pored savetovanja, učestvovanja u izradi i registraciji prospekta uloga banke je i da olakša proces distribucije obveznica. Investiciona banka može delovati i kao agent emitenta, kada ne prihvata obavezu otkupa, već samo obavezu prodaje emitovanih obveznica investitorima. U tom slučaju je manji rizik za banku, a prinos se ostvaruje na osnovu agencijske provizije, koja predstavlja manji trošak za firme.

Privatni plasman je jednostavniji jer nije neophodna celokupna procedura oko registrovanja emisije kod nadležnih organa. Privatnim plasmanom se korporativne obveznice prodaju manjem broju unapred poznatih profesionalnih investitora. U ovom metodu plasmana su najniži ukupni troškovi emisije, ali ta prednost može biti nivelisana višim troškovima finansiranja. Pošto je veliki deo troškova emisije fiksni, relevantna je ekonomija obima. Privatno plasirane obveznice imaju nižu likvidnost, jer se njima ne može javno trgovati. Najveći broj korporativnih obveznica u evropskim zemljama u tranziciji je izdat kako obična kratkoročna obveznica, sa fiksnim kuponom.

Troškovi javne emisije obuhvataju različite troškove, koji se mogu klasifikovati u pet grupa.

Prvu grupu čine provizije investicione banke, koje se plaćaju za savetovanje u procesu emisije, za pripremanje dokumentacije potrebne za registraciju emisije i dobijanje kreditnog rejtinga, kao i troškovi potpisivanja emisije. Ovi troškovi su često najveća stavka u ukupnim troškovima emisije korporativnih obveznica na nerazvijenim finansijskim tržištima. Sa porastom konkurencije u investicionom bankarstvu ovi se troškovi smanjuju.

<sup>14</sup> Ovaj podatak je uzet 15.11.2012. godine.



Druga grupa su troškovi registrovanja emisije, njenog listinga i standardizacije. Veliki broj emisija je na razvijenim tržištima registrovan kod nadležnih regulatornih tela i, radi povećanja likvidnosti, listiran na berzi. Korporativne obveznice mogu biti registrovane kao posebne emisije ili mogu biti registrovane na režimu odložene registracije (eng. shelf registration) sa jednim prospektom. U ovoj proceduri troškovi registracije se smanjuju jer je potrebna jedna registracija emitenta kod nadležnih organa koja može da pokriva neki duži period ili veći broj emisija. Emitent u tom slučaju može prikupiti potrebna sredstva brzo i efikasno. U najvećem broju zemalja u razvoju bi trebalo da regulatori predvide ovaj način registrovanja emisije jer će se tako povećati fleksibilnost emitenta kroz mogućnost pravovremenog reagovanja na tržišne uslove, povećati efikasnost kroz snižavanja troškova emisije i povećati atraktivnost korporativnih obveznica kao izvora finansiranja. U zemljama Južne Amerike proces emisije podrazumeva razgraničenje uloga regulatornog tela i berze, kako se ne bi duplirali naponi supervizora i troškovi za emitente.

Treća grupa troškova su troškovi dobijanja kreditnog rejtinga, koji takođe zavise od veličine emisije. Ovi troškovi nisu obavezni preduslov emisije na svim tržištima, ali se emitenti često odlučuju da rejtinguju emisiju korporativnih obveznica jer će dobijeni viši rejting značiti nižu kamatnu stopu, odnosno niži trošak finansiranja. Troškovi utvrđivanja rejtinga su niži za firme koje učestalo emituju korporativne obveznice jer agencije poseduju bazu osnovnih informacija o emitentu.

Četvrta grupa troškova su troškovi marketinga, koji zavise od nivoa disperzije investitora, frekventnosti emisija i regulatornih zahteva. Svaki investitor mora biti upoznat sa ponudom za prodaju i informacijama iz prospekta.

Konačno, peta grupa troškova su troškovi poreza.

Transakcioni troškovi<sup>15</sup> su heterogena grupa troškova koji, direktno ili indirektno, nastaju pri obavljanju razmene na tržištu. Oni obuhvataju troškove brokerske provizije, vreme potrošeno za sticanje informacija pre trgovine, troškove poreza na trgovinu finansijskim instrumentima i slično. Troškovi sistema za kliring i plaćanje su fiksni. Kada je tržište nelikvidno troškovi po obavljenoj transakciji ostaju relativno visoki i umanjuju potencijalne troškovne uštede od prikupljanja sredstava putem emisije korporativne obveznice. Sve to utiče na smanjeni broj ulazaka učesnika na tržište, kako na strani emitenata tako i na strani investitora.

Likvidna sekundarna tržišta su troškovno efikasna, što se direktno može videti kroz uži kupoprodajni (bid/ask) raspon. Direktna i veoma gruba procena transakcionih troškova se može dobiti sabiranjem bid/ask raspona i troškova brokerske provizije. Kada investitori posmatraju troškove, oni često nisu svesni troškova koje plaćaju zbog prilagođavanja raspona dilera. Dilerska tržišta imaju najniže troškove trgovanja jer su informacije o kotacijama uvek dostupne a vreme nalaženja druge strane za obavljanje transakcije je najkraće. Spredovi odražavaju rizik držanja hartija koje su potrebne za obavljanje transakcija i treba da nadoknade operativne troškove. Manji spredovi i veća količina transakcija koje su dileri voljni da izvrše po kotiranim cenama su pokazatelji likvidnijeg tržišta. Tako na primer, u Sloveniji emisija korporativnih obveznica je manje korišćen izvor od bankarskog duga jer su transakcioni troškovi viši jer je reč o malom tržištu.

U velikom broju zemalja najveći deo izdatih korporativnih obveznica se kupuje i prodaje na vanberzanskom (OTC) tržištu i precizni podaci o trgovanju, cenama, volumenu i troškovima su nedostupni. Neke zemlje pokušavaju da ohrabre trgovinu na organizovanim, berzanskim tržištima kroz poreske olakšice za tu vrstu trgovanja. Tako je vlada Perua smanjila porez na prihod od kamata za korporativne obveznice kojima se trguje na berzi. Berzansko trgovanje se smatra transparentnijim, efikasnijim načinom trgovanja, koji omogućava širu bazu učesnika i lakši pristup tržištu.

Transakcioni troškovi zavisni od veličine transakcije<sup>16</sup> i značajno opadaju sa porastom veličine transakcije. Visoko rejtingovane obveznice, obveznice koje su skorije izdate i obveznice čiji je rok dospeća blizu imaju niže transakcione troškove u poređenju sa ostalim. Transakcioni troškovi su niži za korporativne obveznice sa transparentnim cenama, što ukazuje da obveznice kojima se javno trguje nose i niže troškove trgovine.

Troškovi emisije u Srbiji sadrže sve navedene grupe troškova. Jedan od razloga zašto nije bilo značajnih emisija putem javne ponude korporativnih obveznica su, po svemu sudeći, visoki fiksni troškovi emisije, koje treba platiti unapred Komisiji za hartije od vrednosti. Tarifa Komisije za odobrenje prospekta iznosi 0,20% od nominalne vrednosti izdavanja hartije od vrednosti<sup>17</sup>.

15 Ne postoji jedinstvena definicija ovog pojma. Jedna grupa autora brani mišljenje da bi na tržištima u razvoju trebalo uvesti porez na transakcije hartijama od vrednosti jer bi taj porez smanjio prekomernu trgovinu i tako izazvanu volatilnost cena. Protivnici glasno naglašavaju da ova vrsta poreza može smanjiti efikasnost tržišta jer smanjuje informativnu funkciju. Prema nekim istraživanjima, ukupni transakcioni troškovi trgovanja korporativnim obveznicama se kreću u rasponu od 1% - 3,5 % nominalne vrednosti.

16 Edwards, A.K., Harris, L.E., Piwowar M.S. (2005), "Corporate bond market transaction costs and transparency", The Journal of Finance, vol. 62.

17 Pravilnik o tarifi Komisije za hartije od vrednosti.

## Tržište korporativnih obveznica u Srbiji

Troškovi uključivanja na MTP za dužničke hartije od vrednosti na Beogradskoj berzi, koji su najniži, se plaćaju u vidu jednokratne naknade u iznosu od RSD 10.000,00. Troškovi organizovanja trgovine se plaćaju u vidu godišnje naknade koja, u slučaju dužničke hartije, iznosi takođe RSD 10.000,00. U godini uključivanja hartije od vrednosti na vanberzansko tržište, izdavalac ne plaća godišnju naknadu<sup>18</sup>.

U slučaju da emitent hoće da se njegovom obveznicom trguje na regulisanom tržištu, pored ispunjavanja uslova za listing hartije, mora da plati i sledeće troškove:

- za trgovanje na Prime listingu: jednokratni troškovi iznose 0,02% od iznosa emisije, ali ne manje od RSD 160.000,00 i ne više od RSD 480.000,00 a godišnji troškovi se plaćaju kao provizija na tržišnu vrednost emisije u vrednosti 0,01%, ali ne manje od RSD 160.000,00 i ne više od RSD 320.000,00.
- za trgovanje na Standard listingu: jednokratni troškovi iznose 0,02% od iznosa emisije, ali ne manje od RSD 80.000,00 i ne više od RSD 240.000,00 a godišnji troškovi se plaćaju kao provizija na tržišnu vrednost emisije u vrednosti 0,01%, ali ne manje od RSD 80.000,00 i ne više od RSD 160.000,00.

Na svim tržištima Beogradske berze troškovi sekundarnog trgovanja dužničkim hartijama su 0,1% od iznosa, a maksimalno RSD 3.500,00. Ove troškove plaćaju članovi Berze, a nadoknađuju ih od clijenata.

**Tabela 2. Troškovi koji se plaćaju CRHOV<sup>19</sup>**

Pristupna članarina CRHOV	240.000
Obuka članova CRHOV	10.000
Instalacija korisničkih aplikacija CRHOV	10.000
Izdavanje sertifikata za korišćenje identifikacione SMART kartice	3.500
Dodela ovlašćena za pristup opciji Beoklijent u WEB aplikaciji	1.500
Dodeljivanje CFI koda i ISIN broja i izrada rešenja	1.000
Upis emisije HoV u CRHOV	15.000
Isplata kupona i anuiteta imaoocu finansijskih instrumenata	0.05% po nalogu
Isplata glavnice finansijskih instrumenata	0.05% po nalogu ne više od 5.000
Zahtevi za isplatu glavnice, kupona i anuiteta	5.000 po zahtevu

Izvor: Pravilnik o tarifi Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti, [http://www.crhov.rs/pravnaregulativa/srpski/tarifnik/Pravilnik\\_o\\_tarifi.pdf](http://www.crhov.rs/pravnaregulativa/srpski/tarifnik/Pravilnik_o_tarifi.pdf), datum pristupa [15.11.2012]

Radi preciznijeg utvrđivanja troškova emisije korporativnih obveznica, autori članka su se obratili i Erste bank a.d. Novi Sad koja je jedina u Srbiji javno ponudila korporativne obveznice. Banci je upućena molba da autorima dostavi procenu svojih troškova radi utvrđivanja realne cene emisije. U izuzetno korektnoj saradnji Erste Bank a.d. Novi Sad, je autorima izašla u susret i dostavila procenu najvažnijih troškova emisije. Tabelu koja sledi pripremila je sama Erste bank a.d. Novi Sad.

<sup>18</sup> Pravilnik o tarifi Beogradske berze a.d. Beograd.

<sup>19</sup> Prvih pet tarifnih stavki „tangiraju“ samo članove CRHOV-a što u Srbiji nisu izdavaoci. Međutim, ovo jesu troškovi emisije koji makar indirektno opterećuju emitenta.

**Tabela 3. Troškovi javne ponude obveznica Erste banke**

Obveznice Erste Bank / komada	nominalna vrednost	Obim
210.000	10.000,00	2.100.000.000,00
TROŠKOVI		
iznos RSD	institucija	svrha
1.000,00	CR	dodela CFI i ISIN
10.000,00	CR	emisioni račun/registracija emisije
13.500,00	CR	saldiranje/ po nalogu cap 1.500,00
10.000,00	CR	specijalni izveštaj o kupcima
57.600,00	CR	obaveštenje i zahtev za isplatu kupona/glavnice
100.000,00	KomBank	uplatna Banka, saldiranje
4.200.000,00	SEC	odobrenje prospekta - 0,2% od obima
0,00	BSE	organizovanje primarnog segmenta tržišta
0,00	BSE	provizija za saldiranje nalog Prodavca
6.000,00	BSE	potvrda Berze
60.000,00	BSE	uključenje u sekundarno trgovanje
62.000,00	Politika	novine/oglašavanje
0,00	investiciono društvo	agent emisije/pokrovitelj
<b>4.520.100,00</b>		

Izvor: Erste Bank a.d. Novi Sad.

Erste banka je posebno napomenula da izdavaoci ne moraju da se odluče na primarnu ponudu na Berzi te da umesto toga mogu da vrše upis posredstvom investicionog društva, što bi stavku u troškovniku „uplatna banka, saldiranje“ multipliciralo. Uz to, pokroviteljstvo (koje ovde nije stavka) je jako skupa usluga. S tim u vezi nema tržišne prakse, ali su na molbu autora intervjuisani stručnjaci banke procenili da bi naknada agentu odnosno pokrovitelju emisije verovatno bila u % obima emisije, sa CAP-om od 30.000-50.000 EUR. Naknada bi bila znatno viša ako emitent angažuje banku umesto brokersko-dilerskog društva. Iz priložene tabele se vidi da naknada Komisiji za hartije od vrednosti nema gornju granicu (ima donju od 250.000,00 RSD) i da ona predstavlja najveći trošak (kada nema troškova investicionog društva odnosno investicione banke). Takođe, Berza trenutno ne naplaćuje neke troškove ali palnira da ih novim tarifnikom uvede (ta polja nemaju iznose na predstavljenom troškovniku).

Investitori uobičajeno uključuju transakcione u ukupne troškove pri konstruisanju svojih portfolija. Njihove odluke zavise od troškova ulaska na tržište korporativnih obveznica, kao i od troškova izlaska sa tog tržišta. Smanjenje transakcionih troškova za individualnog investitora se ostvaruje kada on umesto direktnog ulaganja u određeni portfolio korporativnih obveznica uloži sredstva u fond obveznica. Tada su troškovi bid-ask sprede i provizije za trgovanje niži. Ulaganje u fond podrazumeva i postojanje dodatnih troškova, kao što su menadžment, administrativne, ulazne i izlazne provizije. Ulaganje preko fonda je isplativo kada sitni individualni investitor ulaže na tržišta u razvoju, odnosno kada želi da međunarodno diversifikuje svoj portfolio.

Narodna banka Srbije je, analizirajući poslovanje penzionih fondova, uradila mini studiju transakcionih troškova institucionalnih investitora na srpskom tržištu kapitala. Po izveštaju Narodne banke Srbije za drugi kvartal 2012. godine, najveći udeo u transakcionim troškovima penzionih fondova na tržištu kapitala imaju brokerske naknade i naknade kastodi banke. Najveće troškove imaju transakcije akcijama na Beogradskoj berzi, dok su najmanji troškovi u trgovini trezorskim zapisima. Prema podacima Narodne banke Srbije od ukupnih transakcionih troškova, 73% su činili troškovi na teret društva za upravljanje, a 27% na teret fondova. Kako je na početku poslovanja društava za upravljanje obim trgovanja bio relativno visok, naročito akcijama na Beogradskoj berzi i transakcioni troškovi su bili najveći u tom periodu. Sa početkom ekonomske krize i aktivnosti društava su smanjena, a investicije usmerene ka sigurnijim instrumentima koje sa sobom nose i niže troškove. Od 2009. godine ponovo dolazi do rasta ovih troškova kao posledica smanjenja sredstava na transakcionim računima i preusmeravanja ka trezorskim zapisima Republike Srbije i postepenog povećanja trgovine akcijama. Isto tako rastom neto imovine povećavaju se i vrednosti transakcije fondova u apsolutnom iznosu. Krajem 2011. godine dolazi do značajnijeg pada transakcionih troškova. Takav trend je nastavljen i u prvoj polovini 2012. godine.

Tabela 4. Transakcioni troškovi penzijskih fondova u Srbiji

Износ трансакционих трошкова (у млн RSD)							
	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	
						T1	T2
Укупно	10,0	5,3	7,4	9,7	7,0	1,3	1,1
Брокерске накнаде	4,5	2,2	3,8	4,5	2,9	0,6	0,4
Накнаде кастоди банке	1,8	1,5	2,0	2,4	2,2	0,4	0,4
Берзанске накнаде	1,6	0,8	0,4	1,1	0,8	0,1	0,0
Накнаде централног регистра	1,0	0,6	1,2	1,5	1,1	0,2	0,2
Остали трошкови	1,1	0,2	-	-	-	-	0,0

Извор: Народна банка Србије

### 3. Zaključak

Analiza tržišta korporativnih obveznica u Srbiji je pokazala da je ono u inicijalnoj fazi razvoja i po kapacitetu gotovo zanemarljivo. Registrovane su ukupno dve javne ponude. Emitenti su u oba slučaja bile banke. Kada je reč o realnom sektoru, analiza je pokazala da su emisije korporativnih obveznica veoma retke i da se po pravilu optira za zatvorenu emisiju poznatom investitoru koji ima bliske kontakte sa kompanijom i koji korporativnu obveznicu zapravo samo koristi kao instrument da novac pozajmi klijentu.

Komparativna analiza iskustava dopušta procenu da se ne može očekivati ozbiljniji razvoj tržišta korporativnih obveznica u bliskoj budućnosti. Glavni razlozi jesu nizak apsolutni i relativni nivo tzv. štednje iz predostrožnosti odnosno nizak kapacitet investicionih i penzionih fondova. Iskustvo, nadalje, pokazuje da i u uslovima značajnijeg rasta kapaciteta institucija ugovorne štednje, ovi investitori preferiraju državnu obveznicu kao investicionu alternativu. Generisanje tražnje većih razmera može se očekivati tek kada se liberalizuju kapitalni tokovi a kapacitet institucija ugovorne štednje značajnije nadmaši ponudu državnih obveznica.

Investiranje u korporativne obveznice još uvek visoko rizično – emitenti se ponašaju netransparentno, rejting agencije ne postoje, a regulativa stečajnog postupka ne pruža zadovoljavajući nivo zaštite poveriocu.

Na strani tražnje za ovim instrumentima su po pravilu institucionalni investitori, a naročito osiguravajuća društva kojima to dozvoljava relativno fleksibilnija regulativa. Međutim, čak i ovi investitori po pravilu optiraju za državne hartije od vrednosti i ne usuđuju se da u većoj meri investiraju u dugoročnu dinarsku imovinu. Država tako apsorbuje dugoročnu ugovornu štednju građana ne ostavljajući previše prostora za investiranja u privatni sektor. Razlozi opredeljenja investitora za relativno sigurnije hartije od vrednosti i druge investicione alternative leže u sistemskim rizicima koji potiču iz još uvek visoke inflacije, markoekonomске nestabilnosti, visoke varijabilnosti kursa dinara. Zbog nelikvidnosti tržišta, investitori koji danas ulažu u korporativne obveznice po pravilu nameravaju da hartiju drže do dospeća jer su svesni da na sekundarno trgovanje ne mogu previše da računaju.

Analiza je pokazala da Srbija ima modernu regulativu koja je u skladu sa direktivama Evropske Unije. Nacionalni regulator realno nema mnogo prostora za kreativna rešenja. Ipak, legitimno se može postaviti pitanje dinamike usvajanja najmodernijih rešenja koja se „uvoze“ sa razvijenih tržišta. Sami emitenti se slabo snalaze sa modernim institutima tržišta kapitala što se vidi u učestalim zahtevima za tumačenja koja se upućuju Komisiji za hartije od vrednosti. Na žalost, zbog nedostatka tržišne prakse u Srbiji, i sam regulator se opredelio za konzervativan pristup i po mišljenju mnogih učesnika na tržištu restriktivno tumači propise čime sprečava učenje putem pokušaja i grešaka.

Troškovi emitovanja i transakcioni troškovi korporativne obveznice su visoki, naročito za manja preduzeća. Može se postaviti pitanje da li manja preduzeća uopšte imaju interes da emituju korporativne obveznice? U teoriji, takav interes bi mogao da postoji zato što upravo ova kategorija privrednih subjekata ima relativno nepovoljne uslove bankarskog kreditiranja. Kada je reč o većim izdavaocima, oni pored troškova ističu kao prepreku preterane zahteve za transparentnošću koji umesto obećanih beneficija (jeftinijeg pristupa kapitalu, bolje reputacije itd.) po pravilu, u jednoj izuzetno netransparentnoj sredini (u kojoj se i država i konkurencija ponaša netransparentno) donosi samo troš-

kove. Kada je reč o bankama, interes potiče iz činjenice da ovi emitenti ne moraju da izdvajaju obaveznu rezervu ako izdaju hartije od vrednosti na period duži od dve godine. U situaciji kada banke imaju povećane zahteve za dinarskim kreditiranjem, i kada je dinarsko zaduživanje kod drugih banaka prohibitivno skupo, korporativne obveznice se pokazuju kao dobra alterantiva.

Šta se može učiniti u kratkom roku?

Najpre, preporučuje se Komisiji za hartije od vrednosti da zauzme relativno fleksibilniji pristup. To podrazumeva da prilikom odgovaranja na zahteve za tumačenje nove regulative koji stižu sa tržišta umesto ukazivanja na ono što „ne može“, učesnike na tržištu podučava „kako može“. Tako je na primer, Savet stranih investitora ukazao sa velikim odobravanjem na uspešno održanu konferenciju o tržištu kapitala u aprilu 2012. godine nakon koje je u maju, zbog brojnih komentara različitih učesnika na tržištu, Komisija pristala da izmeni svoje zvanično mišljenje u vezi sa obavezom objavljivanja ponude za preuzimanje od strane većinskog akcionara u slučaju otkupa sopstvenih akcija. S obzirom na nedostatak domaće tržišne prakse, potrebno je podržati Komisiju za hartije od vrednosti da stekne dodatna iskustva u zemljama u tranziciji koja već primenjuju pravila preporučena evropskim direktivama koja smo nedavno usvojili.

Takođe, neophodno bi bilo smanjiti troškove izdavanja hartija od vrednosti. U tom smislu, potrebno je da sve institucije (CRHOV, Berza, Komisija) u saradnji sa državom koordinirano revidiraju svoje tarifnike i prilagode ih ne tržištima u okruženju već srpskoj relanosti. To ne znači da se mogu ignorisati realni troškovi ovih institucija već da se možda država može opredeliti da strateški podrži razvoj tržišta kapitala tako što će neke od ovih troškova subveniconisati.

## Literatura

- IMF Country Report: “Serbia and Montenegro: Serbia—financial system stability assessment, including reports on the observance of standards and codes on the following topics: monetary and financial policy transparency, banking supervision, and payment systems” (2006), Country report No 06/96.
- Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima (“Sl. glasnik RS”, br. 85/2005 i 31/2011).
- Izveštaj Narodne banke Srbije o sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji za drugo tromesečje 2012. Godine.
- Zakon o osiguranju, prečišćen tekst sačinjen na osnovu teksta Zakona o osiguranju (Službeni glasnik RS“, br. 55/2004) i njegovih izmena i dopuna, odnosno ispravki objavljenih u „Službenom glasniku RS“, br. 70/2004 – ispr., 61/2005, 61/2005 – dr. zakon, 85/2005 – dr. zakon, 101/2007, 63/2009 – odluka Ustavnog suda, 107/2009 i 99/2011.
- Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje („Službeni glasnik RS“, br. 87/2012).
- Izveštaju Narodne banke Srbije za sektor osiguranja za drugo tromesečje 2012. godine, avgust 2012. godine.
- Zakon o investicionim fondovima (“Sl. glasnik RS”, br. 46/2006, 51/2009 i 31/2011).
- Zakon o tržištu kapitala (“Sl. glasnik RS”, br. 31/2011).
- Izveštaj o poslovanju Beogradske berze za 2011. Godinu.
- Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd (04/2 br. 3242-1/12).
- Pravilnik o listingu Beogradske berze a.d. Beograd (04/2 br. 3163-1/12.).
- Bela knjiga, Predlozi za poboljšanje poslovnog okruženja u Srbiji, Foreign Investors Council, 2012.
- Zakon o stečaju, (“Sl. glasnik RS”, br. 104/2009).
- Edwards, A.K., Harris, L.E., Piwowar M.S. (2005), “Corporate bond market transaction costs and transparency”, The Journal of Finance, vol. 62.
- Pravilnik o tarifi Beogradske berze a.d. Beograd (04/2 br. 3165-1/12)
- Pravilnik o tarifi (“Sl. glasnik RS”, br. 16/2012, 50/2012, 57/2012 - ispr. i 68/2012)
- Pravilnik o tarifi Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti.

## Zaštita prava manjinskih akcionara: pravni okvir i primena

Katarina Đulić  
Tanja Kuzman \*

Neodgovarajući pravni okvir za zaštitu prava manjinskih akcionara, kao i specifični oblici privatizacija u zemljama Jugoistočne Evrope doveli su do nezainteresovanosti manjinskih akcionara da koriste svoje vreme, novac i druge resurse u "borbi" sa rukovodstvom privatizovanih preduzeća. Zbog toga pitanje prava manjinskih akcionara postaje sve značajnije. Set novih zakona, koji regulišu ovu oblast, usvojen je 2011. godine. Cilj ovog rada je da analizira pravni aspekt stepena zaštite prava manjinskih akcionara koji je predviđen novim zakonima, posebno u odnosu na stepen njihovih prava predviđenih u okviru direktiva EU i preporuka Evropske komisije. Analiza ima za cilj da identifikuje preporuke za dalje unapređenje zaštite prava manjinskih akcionara.

### I UVOD

Efektivna zaštita vlasništva odnosno akcionara ostvaruje se samo ukoliko akcionara štiti pravno pravilo, ukoliko pravno pravilo ima legitimitet i ukoliko je ono efektivno sankcionisano. Dakle, zaštita akcionara ima svoj pravni i faktički aspekt. Pravna zaštita akcionara podrazumeva definisanje položaja akcionara u zakonskim propisima i pratećoj regulativi. U tom smislu, najvažniji su zakoni koji regulišu pravo preduzeća (položaj akcionara u preduzeću) i zakoni koji regulišu tržište hartija od vrednosti (položaj akcionara/investitora na tržištu kapitala). Međutim, ukoliko povređeno pravo akcionar ne može da zaštiti pred organima prinude (sudovi, komisija za hartije od vrednosti itd.) onda on ne uživa efektivnu, faktičku zaštitu čak iako ga „pravo na papiru“ štiti. Naime, čak iako je skup prava datih akcionaru zadovoljavajući jer su napredna zakonska rešenja usvojena reformom, on postaje besmislen ukoliko: 1) se zbog nerazumevanja i/ili nedostatka legitimiteta ta pravila masovno krše i 2) zbog loših institucija vlasnik akcije ne može da obezbedi njihovu prinudnu primenu (čest slučaj u zemljama u tranziciji). U tom smislu, legitimitet i sprovođenje, tj. primena prava, odnosno kvalitet institucija koje (prinudno) primenjuju pravna pravila, određuje efektivnost zaštite investitora (faktički nivo zaštite) čak nezavisno od formalno definisanog skupa prava.

Zakoni i kvalitet njihove primene, a pre svega prinudne primene od strane regulatora i sudova, esencijalni su elementi i korporativnog upravljanja i finansijskog sistema jedne zemlje. Stoga, zakoni i kvalitet njihove primene imaju presudan značaj u zemljama u tranziciji, jer kada pravni sistem (zakoni i njihova primena) ne štiti eksterne i manjinske akcionare, korporativno upravljanje i eksterno finansiranje ne funkcionišu. Pošto zaštita akcionara presudno utiče na kvalitet korporativnog upravljanja i na razvijenost tržišta kapitala, postavlja se pitanje da li srpska regulativa pruža dovoljnu zaštitu manjinskim akcionarima? Brojna istraživanja<sup>1</sup> su pokazala da širina i dubina tržišta kapitala u nekoj zemlji, broj inicijalnih javnih ponuda i vlasnička struktura preduzeća, mogu biti i konceptualno i empirijski objašnjene kvalitetom pravne zaštite koju ta zemlja pruža eksternim investitorima. Kada govorimo o povezanosti pravne zaštite akcionara i vlasničke strukture preduzeća u nekoliko studija je dokazano da zemlje sa niskim nivoom zaštite prava akcionara imaju veću koncentraciju vlasništva/kontrole od zemalja sa višim kvalitetom zaštite akcionara.<sup>2</sup> Na osnovu toga može se zaključiti da u uslovima niske zaštite vlasničkih prava koncentrisano vlasništvo postaje supstitut za pravnu zaštitu. Pošto se reforme u zemljama u tranziciji sprovode u kontekstu nerazvijenih i slabih institucija, zaštita investitora je često nedovoljno kvalitetna (bez obzira na kvalitet formalno-pravnih pravila) što rezultira u koncentraciji vlasništva<sup>3</sup>. Dakle, vlasnik/akcionar u strahu od eventualnog gubitka kontrole i da bi zamrzao vlasničko-kontrolnu strukturu, a imajući u vidu da je tržište kapitala u zemljama u tranziciji nerazvijeno i da ne predstavlja ozbiljnu alternativu za finansiranje putem bankarskog kredita, gubi interes za učešćem na tržištu kapitala što vodi zatvaranju preduzeća i na makro nivou, opadanju likvidnosti tržišta. To nas dovodi i do bazične teze koja govori o tome da kvalitetna pravna zaštita akcionara podstiče razvoj finansijskog tržišta, odnosno da zaštita akcionara podstiče razvoj tržišta akcijskog kapitala. Jedna studija pokazuje da zemlje koje imaju kvalitetnu zaštitu akcionara imaju veću kapitalizaciju tržišta akcija, veći broj listiranih hartija po glavi stanovnika i veću stopu inicijalnih javnih ponuda relativno prema zemljama sa slabom zaštitom akcionara.<sup>4</sup>

\* Zahvalnost: Autori žele sa se zahvale Aleksandru Đorđeviću, Ani Filipović, Aleksandru Kalebiću i Ani Stiković koji su svojim istraživačkim radom značajno doprineli pisanju ovog rada.

1 La Porta et al, 2000.

2 La Porta et al, 1998; La Porta et al, 1999; Claessens et al, 2000.

3 Berglof i Claessens, 2004.

4 La Porta et al, 1997.

Pored svih navedenih činjenica, značaj zaštite prava manjinskih akcionara, igra veoma važnu ulogu u Srbiji imajući u vidu činjenicu da proces privatizacije još uvek nije završen. Proces privatizacije otpočet je '90-tih godina procesima insajderskih privatizacija kojima je došlo do nastanka specifične vrste insajderskog vlasnika (radnika-akcionara), dok je drugi talas privatizacije nakon 2001. godine kreirao vlasnike kroz eksterne privatizacije i besplatnu podelu akcija svim građanima koji su ispunjavali kriterijume predviđene zakonom. Imajući u vidu da je prethodna velika privatizacija bila sprovedena kroz besplatnu podelu akcija građanima (slučaj Naftne industrije Srbije), i da će se uskoro mnoga javna preduzeća otvoriti, čime će se veliki broj građana Srbije naći u ulozi manjinskog akcionara, ovaj rad će se baviti zaštitom prava manjinskih akcionara u javnim akcionarskim društvima u Srbiji.

Cilj ovog rada je da predstavi analizu zaštite prava manjinskih akcionara u Srbiji, kroz analizu novih pravnih rešenja koja su doneli Zakon o privrednim društvima, Zakon o tržištu kapitala i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava jer su zakonska rešenja preduslov efikasne zaštite prava akcionara. Na osnovu analize ponuđenih pravnih rešenja u ovim zakonima biće donet zaključak o usklađenosti regulative u našoj zemlji sa regulativom EU u oblasti zaštite prava manjinskih akcionara, dok analiza efektivnog sankcionisanja (odnosno prinudne primene od strane sudova) prevazilazi okvire ovog rada te u tom smislu ovaj rad neće dati konačnu ocenu efektivne (faktičke) zaštite koju uživa akcionar u Srbiji.

## ZAŠTITA MANJINSKIH AKCIONARA

Veza između privatne svojine i efikasnosti poslovanja (preko mehanizama korporativnog upravljanja) je manje-više aksiom Zapadne ekonomske misli. Mehanizmi korporativnog upravljanja koji štite akcionare u javnim akcionarskim društvima čijim se akcijama trguje na organizovanom tržištu, definisani su okvirom korporativnog upravljanja koji sadrži elemente zakonodavstva, regulacije, samoregulacije, dobrovoljnog prihvatanja obaveza, poslovnih praksi, uslova na tržištu kapitala, stanjem institucija, mehanizama prinudne primene prava itd. Taj okvir je rezultanta okolnosti (generalnih i specifičnih za pojedine firme i zemlje), kao i istorije i tradicije konkretne zemlje.

Prava investitora su zaštićena a često i data pravnim sistemom. Ona su rasuta u različitim zakonima - kompanijsko pravo, pravo hartija od vrednosti, stečajno pravo itd. Svi ti zakoni i kvalitet njihove primene, a pre svega prinudne primene od strane regulatora i sudova, su esencijalni elementi i korporativnog upravljanja i finansijskog sistema jedne zemlje. Stoga, kada pravni sistem ne štiti (eksterne i manjinske) vlasnike, korporativno upravljanje i eksterno finansiranje ne funkcionišu. Džensen i Mekling (Jensen, Meckling, 1976) su to istakli još 1976. godine: „Ovakav način gledanja na firmu ukazuje na važnu ulogu koju pravni sistem i pravo igraju u društvenim organizacijama, naročito, u privrednim organizacijama. Zakoni ograničavaju vrste ugovora u koje pojedinci i organizacije mogu ući ne rizikujući krivično gonjenje. Moć države oličena u policiji se upotrebljava da prinudno sprovede ugovore i da obezbedi naknadu štete u slučaju kršenja ugovornih odredbi. Sudovi dosuđuju po ugovorima, stranama ugovornicama i definišu precedente koji čine jezgro anglosaksonskog pravnog sistema. Sve ove aktivnosti države utiču i na vrste ugovora u koje se ulazi i na meru u kojoj se na ugovaranje može osloniti.“

Radi analize, mehanizme zaštite akcionara možemo kategorisati u interne i eksterne akcionarskom društvu. Interni mehanizmi zaštite akcionara tiču se struktura i procesa u samom društvu koji obezbeđuju menadžerima da efikasno upravljaju firmom a akcionarima da nadziru i kontrolišu menadžere. Ti interni mehanizmi su u Srbiji definisani pre svega kompanijskim pravom, odnosno **Zakonom o privrednim društvima**. Eksterni mehanizmi zaštite akcionara tiču se razvijenosti tržišta kapitala, regulative i nadzora tržišta od strane relevantnog regulatora, funkcionisanja drugih institucija tržišta kapitala, funkcionisanja sudova, transparentnosti poslovanja preduzeća, izveštavanja investicione javnosti o poslovanju preduzeća, mogućnosti firme da pristupi kapitalu i mogućnosti investitora da izađe iz firme likvidirajući vlasnički udeo. Prodaja vlasničkog udela je krajnja mera kojoj akcionar može da pribegne u slučaju da je nezadovoljan načinom na koji menadžer upravlja njegovim kapitalom. Tržište kapitala u Srbiji je definisano regulativom hartija od vrednosti, pre svega sistemskim **Zakonom o tržištu kapitala**. Međutim, da bi analiza bila zaokružena, potrebno je osvrnuti se i na **Zakon o preuzimanju akcionarskih društava** koji reguliše eksterni mehanizam korporativnog upravljanja sa snažnim „disciplinatorskim“ efektom za „loš“ menadžment. Pošto je korporativno upravljanje u Srbiji na početku, praksa je nerazvijena, samoregulacija i dobrovoljno prihvatanje obaveza su minimalne. Stoga, mehanizme zaštite akcionara tražimo u regulativi, a prvenstveno u tri pomenuta zakona.

Iako je analiza regulative ključna da bi se ocenio kvalitet zaštite akcionara u nekoj zemlji, institucionalni aspekt je presudan za utvrđivanje faktičke zaštite koju investitor uživa i pokazao se kao bitniji u zemljama u tranziciji (Berglof and Claessens, 2004).

Detaljna analiza dobrovoljne i prinudne primene pravnih pravila koja štite akcionara u Srbiji prevazilazi okvire ovog rada. Rad će učiniti prvi korak u oceni kvaliteta zaštite koju akcionar uživa u Srbiji fokusirajući se na analizu zaštite koju pružaju sama pravna pravila kako su definisana pre svega u nedavno donetim Zakonima o privrednim društvima i o tržištu kapitala kao i u nedavno menjanom zakonu o preuzimanju. Naime, prava koja štite akcionara možemo svrstati u jednu od tri kategorije materijalnih pravnih pravila. (1) opšta i posebna prava akcionara, (2) funkcionisanje skupštine akcionara i (3) transparentnost. Prva i druga kategorija pravila koja štite akcionara su regulisana Zakonom o privrednim društvima, a treća kategorija prvenstveno Zakonom o tržištu kapitala. U isto vreme, preuzimanja predstavljaju moćan mehanizam zaštite akcionara jer je iskustvo pokazalo da na razvijenim tržištima, firme koje loše posluju često postaju meta (neprijateljskih) preuzimanja, gde firma sticalac putem akvizicije „spašava“ akcionare ciljnih društava od lošeg upravljanja. Naime, firma koja pokušava da preuzme drugu firmu je po pravilu spremna da otkupi akcije ciljnog društva po ceni višoj od tržišne (da bi se kompenzovali akcionari ciljnog društva i za prodaju kontrole). Nakon što preuzme firmu, sticalac po pravilu otpušta prethodnu upravu i dovodi novu u cilju unapređenja profitabilnosti preuzetog društva. Stoga, da bi ocena eksternih mehanizama korporativnog upravljanja bila potpunija, autori će se osvrnuti i na Zakon o preuzimanju akcionarskih društava.

Za ocenu kvaliteta regulative, kao referentni okvir uzete su relevantne evropske direktive s obzirom da se Srbija opredelila za ulazak u Evropsku Uniju i da je time implicitno preuzela obavezu usklađivanja svoje regulative sa regulativom Evropske Unije. Uz to, regulativa Evropske Unije, zbog duže tradicije akcionarstva i razvijenijih finansijskih tržišta, u velikoj meri za Srbiju može biti konkretan primer dobre prakse. Svrha analize regulative je da ocenimo u kojoj meri naša regulativa reflektuje najbolju dostupnu svetsku praksu, te da li postoje značajnija odstupanja. Ukoliko se identifikuju odstupanja, biće date preporuke za unapređenje regulative u skladu sa najboljom praksom a imajući u vidu kapacitete srpskog tržišta kapitala i srpskih institucija korporativnog upravljanja da te preporuke primene.

## PRAVA AKCIONARA I FUNKCIONISANJE SKUPŠTINE

Novi Zakon o privrednim društvima (ili **ZPD**) (“Službeni glasnik RS”, br. 36/2011 i 99/2011), koji je objavljen 27. maja 2011. godine, stupio je na snagu 4. juna iste godine, a primenjuje se praktično u celini od 1. februara 2012. godine (osim člana 344. stav 9. i člana 586. stav 1. tačka 8, koji će se primenjivati od 1. januara 2014. godine). Ovaj zakon je relevantan za ocenu kvaliteta regulative koja se tiče opštih i posebnih prava akcionara kao i one koja regulišu funkcionisanje skupštine akcionara. Kao referentni okvir za analizu, uzeta je direktiva Evropske Unije koja regulišu vršenje određenih prava akcionara odnosno pomenutu materiju (ili **Direktiva 2007/36**) (Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies).

### Opšta i posebna prava akcionara

Akcionari stiču niz prava kupovinom akcija. Osnovni razlozi koji opredeljuju investitora za kupovinu akcija (umesto za neku drugu vrstu finansijske aktive) su: (1) kontrola, (2) dividende i (3) kapitalna dobit (IFC, 2011). Kada je reč o kontroli, ona se prvenstveno ostvaruje korišćenjem prava glasa. Naime, glasajući na skupštini akcionara, akcionar imenuje odbor društva čime direktno utiče na odlučivanje u društvu. Redovne isplate dividendi od ključne su važnosti za portfolio investitore koji nastoje da akcijama obezbede predvidive prilive gotovine. Konačno, kapitalna dobit (ili kapitalni gubitak) se ostvaruju prodajom akcija odnosno prenosom vlasništva nad akcijama.

Zakon razlikuje obične i preferencijalne akcije (čl. 250.). Obične akcije svojim imaocima daju pravo učešća i glasanja na skupštini akcionara, pravo na isplatu dividende, pravo učešća u raspodeli likvidacionog ostatka ili stečajne mase, pravo prečeg upisa običnih akcija i drugih finansijskih instrumenata zamenljivih za obične akcije iz narednih emisija, kao i druga prava predviđena zakonom ili statutom društva (čl. 251.). Ovo su standardna prava akcionara, uz napomenu da je ZPD kodifikovao i dobru praksu da jedna akcija uvek daje pravo na jedan glas. Po ZPD postoji samo jedna klasa običnih akcija i one uvek daju ista prava svojim imaocima. Takođe, ove akcije ne mogu da se konvertuju u druge finansijske instrumente.

Kada je reč o preferencijalnim akcijama one mogu dati jedno ili više povlašćenih prava svom imaocu, ali po pravilu ne nose pravo glasa. Povlašćena prava se pre svega odnose na pravo na dividendu, koja se isplaćuje prioritarno u unapred utvrđenom novčanom iznosu ili u procentu od nominalne vrednosti preferencijalne akcije, te pravo prvenstva naplate iz likvidacionog ostatka ili stečajne mase. I akcionar sa preferencijalnim akcijama ima pravo prečeg sticanja akcija



iz iste klase iz novih emisija (čl. 253). Konstatujemo da je i ovo regulisano na standardni način, te da se pravo preče kupovine smatra dobrom praksom jer čuva postojeće akcionare od dilutiranja vlasničkih udela.

Pored ovih, osvrnućemo se i na neka posebna prava akcionara koja su važna a koja predviđa ZPD. Tako ZPD priznaje akcionaru pravo na pobijanje odluke skupštine akcionara u slučajevima predviđenim ZPD (čl. 376.), pravo prenosa akcija i prava iz akcija koja se u javnim akcionarskim društvima ne mogu ograničiti ili ukinuti što je u skladu sa dobrom praksom (čl. 261.), pravo nesaglasnih akcionara da zahtevaju otkup akcija od strane društva koje je detaljno regulisano (čl. 474. – 476.), pravo na uvid u listu akcionara (čl. 331.), pravo na podnošenje derivativne tužbe (tužbe u ime društva) koje ima akcionar koji poseduje ili predstavlja 5% osnovnog kapitala društva i koja se može podneti u slučajevima koje navodi ZPD (čl. 49, 79, 472.), kao i pravo na procenu nenovčanog uloga u društvo. Pravo na informisanje je detaljnije regulisano novim ZPD (relativno prema prethodno važećem Zakonu o privrednim društvima) a predviđeno je da je društvo omogućilo pristup traženim dokumentima i informacijama ako su oni dostupni za uvid i preuzimanje na internet stranici društva (čl. 465.) što je dobra praksa.

Kada je reč o pomenutoj Direktivi 2007/36, ona se ne bavi opisanim pravima akcionara. Ona samo navodi u članu 4. da društvo mora da obezbedi jednak tretman svih akcionara koji su u istoj poziciji u pogledu učešća na skupštini akcionara i vršenju glasačkih prava. Naš ZPD u članu 269. izričito predviđa da se svi akcionari pod jednakim okolnostima tretiraju na jednak način i na taj način implementira preporuku Direktive 2007/36 i najbolje prakse. Napominjemo da je jednak tretman akcionara predviđen i članom 64. Zakona o tržištu kapitala. Možemo, dakle, zaključiti da kada je reč o opštim i posebnim pravima akcionara ZPD jeste u skladu i sa Direktivom 2007/36 i sa prepoznatom dobrom praksom.

### Funkcionisanje skupštine akcionara

ZPD predviđa dve vrste skupštine akcionara – redovnu koja se održava najmanje jednom godišnje i vanrednu koja se saziva po potrebi (čl. 364. i 371.). Zakon izričito navodi koje su nadležnosti skupštine akcionara (čl. 329.) i one obuhvataju sve one nadležnosti koje dobra praksa smatra standardnim, a naročito: imenovanje i razrešenje članova odbora društva (i to izvršnih i neizvršnih direktora u jednodomnom sistemu i članova nadzornog odbora u dvodnomnom sistemu); vršenje kontrole nad društvom (imenovanjem nezavisnog eksternog revizora, određivanjem njegove naknade, usvajanjem finansijskih izveštaja i izveštaja revizora, imenovanjem članova komisije za reviziju pod određenim uslovima itd.); utvrđivanje naknade za direktore odnosno članove nadzornog odbora i raspodela dobiti; donošenje statuta i svog poslovnika; povećanje i smanjenje osnovnog kapitala; odlučivanje o statusnim promenama i promenama pravne forme; odlučivanje o sticanju i raspolaganju imovinom velike vrednosti; odlučivanje o reorganizaciji i likvidaciji društva itd.

Kada je reč o funkcionisanju skupštine akcionara, osvrnućemo se pre svega na ona pravila koja je izdvojila Direktiva 2007/36.

Član 5. Direktive 2007/36 bavi se informacijama koje moraju biti dostavljene akcionarima pre održavanja sednice skupštine. Direktiva 2007/36 predviđa da se obaveštenje o sazivanju skupštine mora uputiti akcionarima najkasnije 21 dan pre održavanja skupštine akcionara. Naš ZPD ne samo da implementira ovu preporuku već postavlja rigoroznije standarde. On naime predviđa da se poziv za redovnu sednicu skupštine upućuje najkasnije 30 dana pre dana održavanja sednice (čl. 365.), a poziv za vanrednu sednicu najkasnije 21 dan pre dana održavanja sednice (čl. 373.). Član 5. Direktive 2007/36 dalje predviđa da poziv za sednicu skupštine treba uputiti na način koji će omogućiti brz i jednak (nediskriminatoran) pristup svim akcionarima. Naš ZPD (čl. 335.) predviđa da se poziv upućuje ili na adrese akcionara iz jedinstvene evidencije akcionara ili objavljivanjem na internet stranici društva i internet stranici registra privrednih subjekata (dok javno akcionarsko društvo ima obavezu da poziv objavi i na svojoj internet stranici i na internet stranici tržišta na kome su uključene njegove akcije). Ovakvo rešenje je u skladu i sa Direktivom 2007/36 (tj. postiže rezultat zahtevan Direktivom) i sa dobrom praksom.

Kada je reč o informacijama koje treba da budu uključene u obaveštenje o skupštini akcionara, Direktiva 2007/36 navodi vreme i mesto održavanja sednice, pouku o pravima akcionara u vezi sa učešćem u radu skupštine i jasno i precizno obaveštenje o pravilima za njihovo ostvarivanje, dan akcionara, obaveštenje o načinima preuzimanja materijala za sednicu, te internet adresu gde se materijali mogu naći. ZPD u čl. 335. gotovo *ad verbatim* usvaja preporuke Direktive 2007/36. Preporuka da određeni materijali za skupštinu akcionara moraju biti dostupni najmanje 21 dan u principu je usvojena s tim što ZPD navodi eksplicitno samo određene materijale za sednicu koji moraju obavezno da se stave na raspolaganje akcionarima (čl. 367.).

Član 6. Direktive 2007/36, odnosi se na pravo akcionara da menjaju i dopunjuju dnevni red. Direktiva 2007/36 predviđa da pravo na predlaganje dnevnog reda ima jedan ili više akcionara koji poseduju najmanje 5% akcija sa pravom glasa i traži od država članica da svojom regulativom predvide jasan rok za podnošenje predloga, te obavezu društva da revidiran dnevni red blagovremeno dostavi svim akcionarima da bi mogli da vrše svoje pravo glasa. ZPD u potpunosti ostvaruje rezultat zahtevan Direktivom 2007/36 jer predviđa pravo jednog ili više akcionara koji poseduju najmanje 5% akcija s pravom glasa da podnese(u) predlog za dopunu dnevnog reda (čl. 337), kao i rok od 20 dana pre održavanja redovne sednice odnosno 10 dana pre održavanja vanredne sednice za upućivanje predloga. Javno akcionarsko društvo je dužno da ovaj predlog objavi na svojoj internet stranici najkasnije narednog radnog dana od dana prijema predloga. Napominjemo da je prethodnim Zakonom o privrednim društvima pravo na menjanje i dopunu dnevnog reda mogao da ostvari akcionar koji ima ili predstavlja 10% akcija, tako da ZPD predstavlja unapređenje. Možemo, dakle, zaključiti da je i u ovom pogledu ZPD u skladu sa relevantnom direktivom i sa najboljom praksom koja je u toj direktivi kodifikovana.

Član 7. Direktive 2007/36 tretira uslove za učešće i glasanje na skupštini akcionara. Član 7. predviđa da treba da se utvrdi dan akcionara („record date“) i da on ne treba da bude više od 30 dana pre dana održavanja skupštine akcionara. Takođe, ovaj član Direktive preporučuje da ne treba uslovljavati učešće u skupštini akcionara zahtevima da se akcije deponuju, registruju ili prenesu na neko treće lice niti je pak preporučljivo da se ustanovljavaju restrikcije na prenos akcija u periodu od dana akcionara do održavanja sednice skupštine. ZPD predviđa da dan akcionara bude na deseti dan pre dana održavanja sednice (čl. 331.) i propisuje proceduru za učešće u skupštini onih akcionara koji prenesu akcije nakon dana akcionara a pre sednice skupštine (čl. 331(3)). U tom smislu, ZPD je u saglasnosti sa članom 7. Direktive 2007/36. Ipak, potrebno je napomenuti da čl. 328(3) koji dozvoljava da se statutom može utvrditi minimalan broj akcija koje akcionar mora posedovati da bi stekao pravo na lično učešće u radu skupštine, nije u skladu sa dobrom praksom i da predstavlja ustupak koji je učinjen društvima sa velikim brojem akcionara. ZPD donekle ublažava ovu odredbu navodeći da prag za lično učešće u skupštini ne može biti veći od 0.1% ukupnog broja akcija odgovarajuće klase.

Član 341. ZPD gotovo *ad verbatim* kodifikuje član 8. Direktive 2007/36 koji se tiče učešća u radu skupštine elektronskim putem. ZPD dozvoljava da se statutom ili poslovníkom skupštine omogući učešće u radu skupštine elektronskim putem i to: (1) prenosom sednice skupštine u stvarnom vremenu; (2) dvosmernim prenosom skupštine u stvarnom vremenu, putem kojeg se omogućava obraćanje akcionara skupštini sa druge lokacije; i (3) mehanizmom za glasanje elektronskim putem, bilo pre bilo tokom sednice, bez potrebe da se imenuje punomoćnik koji je fizički prisutan na sednici. Učešće elektronskim putem može biti ograničeno samo usled potrebe identifikacije akcionara i sigurnosti elektronske komunikacije.

Slično tome, čl. 342. ZPD razrađuje preporuke člana 9. Direktive 2007/36 koji reguliše pravo na postavljanje pitanje i dobijanje odgovora. U tom smislu ZPD nalaže da akcionar koji ima pravo učešća u radu skupštine ima pravo da direktorima (odnosno članovima nadzornog odbora) postavi pitanja koja se odnose na rad društva i na tačke dnevnog reda. Direktor odnosno član nadzornog odbora je dužan da akcionaru pruži odgovor na postavljeno pitanje. Odgovor se može uskratiti samo iz razloga koji su eksplicitno navedeni u ZPD i koji su u skladu sa Direktivom 2007/36.

Član 10. i 11. Direktive 2007/36 razrađuju pravila koja se tiču punomoćja („proxy voting“). ZPD je usvojio sve preporuke Direktive razrađivši ih u čl. 344.-349. Vezano za punomoćje samo ćemo se ukratko osvrnuti na najvažnija pravila. Naime, svaki akcionar ima pravo da putem punomoćja ovlasti određeno lice da u njegovo ime učestvuje u radu skupštine te da u njegovo ime glasa. Punomoćnik ima ista prava kao i akcionar koji ga je ovlastio. Društvo ne može da propiše posebne uslove koje mora da ispunjava punomoćnik niti može da ograniči njihov broj. Čl. 345. navodi ko ne može biti punomoćnik i ove restrikcije su one navedene u Direktivi 2007/36. U čl. 340. ZPD u skladu sa čl. 12. Direktive 2007/36, ZPD dozvoljava da akcionari glasaju pisanim putem bez prisustva sednici. Član 348. posebno reguliše situaciju u kojoj se banka, koja vodi zbirne ili kastodi račune, u jedinstvenoj evidenciji akcionara vodi kao akcionar u svoje ime a za račun svojih klijenata. Takva banka se smatra punomoćnikom za glasanje u odnosu na svoje klijente ako prilikom pristupanja na sednicu prezentuje pisano punomoćje za glasanje odnosno nalog za zastupanje izdat od strane tih klijenata. Ovaj zahtev ZPD u skladu je sa čl. 13. Direktive 2007/36 koji reguliše tu materiju.

Konačno čl. 14. Direktive 2007/36 predviđa način objavljivanja rezultata glasanja. Naš ZPD u čl. 356. ne samo da usvaja preporuke Direktive nego uvodi i restriktivnija pravila. Tako na primer, Direktiva preporučuje da kompanija treba na svojoj internet stranici u roku koji nije duži od 15 dana od dana održavanja sednice skupštine da objavi rezultate glasanja. Naš ZPD predviđa da je javno akcionarsko društvo u obavezi da najkasnije u roku od tri dana od

dana održane sednice na svojoj internet stranici objavi donete odluke i rezultate glasanja po svim tačkama dnevnog reda te da te informacije moraju ostati dostupne na internet stranici društva najmanje 30 dana.

Da zaključimo, iako Srbija još nije članica Evropske Unije, naš zakonodavac nastoji da usvoji najbolju praksu koju su države Evropske Unije iskristalisale u oblasti akcionarstva. U tom smislu, odredbe ZPD koje se tiču prava akcionara i funkcionisanja skupštine akcionara reflektuju najbolju praksu koja je u ovoj materiji definisana Direktivom 2007/36.

## TRANSPARENTNOST

Organizacija i praksa korporativnog upravljanja treba da bude takva da obezbedi tačno i blagovremeno pružanje informacija. Transparentnost je od ključne važnosti kada je reč o finansijskim indikatorima, poslovnim rezultatima, vlasničkoj strukturi i menadžmentu firme. Istinita informacija do koje se lako može doći štiti investitore i doprinosi etičkom poslovanju firmi. To je razlog zašto akcionari, ali i investitori (potencijalni akcionari i/ili poverioci) moraju imati pristup redovnoj, istinitoj, uporedivoj (standardizovanoj) i dovoljno detaljnoj informaciji. Svest o tome da se minimum materijalno važnih informacija (finansijski i poslovni rezultati, poslovni ciljevi, vlasnička struktura, politika nadoknada članovima odbora direktora, transakcije među povezanim licima, predvidljivi faktori rizika, informacije o zaposlenima i drugim zainteresovanim licima itd.) mora redovno objavljivati, tek počinje da se razvija u Srbiji. Rezultati dosadašnjih istraživanja jasno pokazuju da su transparentnost i objavljivanje najveći problem akcionarskih društava u Srbiji. Napominjemo da se ovaj rad fokusira na tzv. obavezno objavljivanje koje se tiče javnih akcionarskih društava ali i drugih pravnih lica koja izdaju hartije od vrednosti javnom ponudom odnosno čije su hartije od vrednosti uključene na regulisanom tržištu odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi (javno društvo).

Sistemski zakon koji se u Srbiji bavi ovom problematikom je Zakon o tržištu kapitala (ili **ZTK**) ("Službeni glasnik RS", br. 31/2011). Kao referentni okvir za analizu koristimo Directive 2004/109/EC of the European parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC sa svim amandmanima koji su usledili Direktivom 2008/22/EC od 11.03.2008., Direktivom 2010/73/EU od 24.11.2010. i Direktivom 2010/78/EU od 24.11.2010. (**Direktiva 2004/109**). Sama Direktiva 2004/109 je veoma obimna i njena detaljna analiza prevazilazi okvire ovog članka. Mi ćemo se samo osvrnuti na odredbe Direktive koji su od ključne važnosti za informisanje akcionara. U tom smislu analizu ćemo kategorizovati prema vrstama informacija koje treba da budu dostupne akcionarima na periodične i kontinuirane informacije pošto je ova klasifikacija korišćena u Direktivi 2004/109.

## Periodične informacije

U čl. 4. Direktiva 2004/109 predviđa da emitent (javno društvo) mora da objavi svoje finansijske izveštaje najkasnije četiri meseca po završetku fiskalne godine i da mora da obezbedi da taj finansijski izveštaj ostane dostupan javnosti najmanje pet godina. Isti član predviđa da godišnji finansijski izveštaj mora da sadrži: finansijske izveštaje sa mišljenjem revizora; izveštaj o poslovanju društva; i izjavu lica odgovornih za sastavljanje godišnjeg izveštaja da je, prema njihovom najboljem saznanju, godišnji finansijski izveštaj sastavljen uz primenu odgovarajućih međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja i da daje istinite i objektivne podatke o imovini, obavezama, finansijskom položaju i poslovanju kompanije. Član 50. ZTK u potpunosti reflektuje tekst čl. 4. Direktive 2004/109.

Kada je reč o polugodišnjim izveštajima, čini se da je čl. 52. nešto detaljniji i precizniji od čl. 5. Direktive 2004/109 koji reguliše istu materiju, ali sama rešenja su gotovo identična mada razrađenija i rigoroznija u ZTK. ZTK predviđa da javno društvo mora da, najkasnije u roku od dva meseca nakon završetka prvih šest meseci poslovne godine, objavi i dostavi Komisiji za hartije od vrednosti polugodišnji izveštaj koji sadrži: skraćeni bilans stanja, skraćeni bilans uspeha, skraćeni izveštaj o promenama na kapitalu i skraćeni izveštaj o tokovima gotovine, sva četiri sa uporednim podacima za isti period prethodne godine; detaljne napomene uz polugodišnje izveštaje; polugodišnji izveštaj o poslovanju društva; i gorepomenutu izjavu lica odgovornih za sastavljanje polugodišnjih izveštaja. Ovi izveštaji moraju biti dostupni najmanje pet godina od dana njihovog objavljivanja. Kao i godišnji, i polugodišnji konsolidovani finansijski izveštaji moraju biti objavljeni a isto se odnosi i na polugodišnji revizorski izveštaj ukoliko društvo revidira polugodišnje finansijske izveštaje. ZTK predviđa i obavezu javnih društava da sastavljaju, javno objavljuju i dostavljaju Komisiji za hartije od vrednosti, kvartalne izveštaje koji se ne pominju u Direktivi 2004/109, postavljajući time rigoroznije zahteve za objavljivanjem od Direktive.

Direktiva 2004/109 traži u čl. 7. da države članice svojim zakonodavstvom specificiraju ko su lica odgovorna za istinitost i potpunost podataka. ZTK u čl. 69. i 19. predviđa pre svega odgovornost emitenta odnosno samog javnog društva i njegovih organa (direktora i članova odbora), te nezavisnog revizora za finansijske izveštaje koji su obuhvaćeni revizorskim izveštajem. Time je ZTK uvažio zahtev Direktive 2004/109.

### Kontinuirane informacije

Kada je reč o podacima o značajnim učešćima, pravilo predviđeno članom 9. Direktive 2004/109 je u potpunosti usvojeno (i delimično pooštreno) čl. 57. ZTK. ZTK predviđa da kada fizičko ili pravno lice neposredno ili posredno dostigne, pređe ili padne ispod 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75% prava glasa istog akcionarskog društva čijim se akcijama trguje na regulisanom tržištu, odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi, ono je dužno da o tome obavesti Komisiju, akcionarsko društvo (Direktiva 2004/109 traži samo da se obavesti društvo) i tržište na kome su akcije tog društva uključene u trgovanje. Ova informacija je važna za akcionare jer im omogućava da razumeju ko je u nekom društvu u poziciji da donosi odluke ili makar bitno utiče na njih. Član 58. ZTK reguliše sticanje ili raspolaganje značajnim učešćem u pravu glasa koje je važno iz istih razloga. Njega u Direktivi 2004/109 reguliše čl. 10. I u ovom slučaju relevantna odredba srpskog zakona u potpunosti usvaja preporuke iz Direktive. Same procedure obaveštavanja i obelodanjivanja u vezi sa značajnim učešćima propisane su čl. 59. ZTK i u potpunosti kodifikuju relevantni čl. 12. Direktive 2004/109.

Kada je reč o samom javnom društvu u kome dođe do promene broja akcija sa pravom glasa, po ZTK (čl. 57(4)), a u skladu sa čl. 15. Direktive 2004/109, ono je obavezno da na kraju svakog kalendarskog meseca u svrhe izračunavanja praga koji je gore naveden, javno objavi informacije o nastalim promenama i novom ukupnom broju akcija sa pravom glasa, kao i vrednost osnovnog kapitala. Dalje, čl. 63. ZTK, u skladu sa čl. 14. Direktive 2004/109, predviđa da ukoliko javno društvo stiče ili otuđuje sopstvene akcije sa pravom glasa, samostalno ili preko lica koja deluju u svoje ime, a za račun tog javnog društva, dužno je da objavi javnosti broj sopstvenih akcija u apsolutnom i relativnom iznosu u najkraćem mogućem roku, ali ne kasnije od isteka četiri dana od sticanja ili otuđenja akcija sa pravom glasa.

Konačno, član 55. ZTK kodifikuje čl. 16. Direktive 2004/109 i predviđa da je javno društvo dužno da dostavi Komisiji i tržištu na kome su uključene njegove hartije od vrednosti informaciju o svakoj promeni koja je nastala u pravima iz hartija od vrednosti.

Možemo ponovo zaključiti da i kada je reč o transparentnom poslovanju i objavljivanju informacija relevantnih za investitore, srpsko zakonodavstvo usvaja preporuke najbolje prakse koja je destilisana u relevantnim direktivama Evropske Unije. Kada je reč o transparentnosti, odredbe Direktive 2004/109 koje regulišu objavljivanje informacija u potpunosti su reflektovane u članovima ZTK.

## PREUZIMANJA

Postupak preuzimanja akcionarskih društava na srpskom tržištu kapitala regulisan je Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 107/2009 i 99/2011) (u daljem tekstu ZP). Kao referentni okvir za analizu, uzeta je direktiva Evropske Unije koja reguliše preuzimanja (ili **Direktiva 2004/25**) (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids-Official Journal L142, 30/04/2009). U članku ćemo se osvrnuti na one odredbe koje su ključne za zaštitu akcionara.

Čl. 3. Direktive 2004/25 propisuje generalne principe koje države članice treba da uvedu u svoje zakonodavstvo kao dozvoljeni okvir („pravila igre“) za preuzimanja. Član 3.1. Direktive predviđa da svi akcionari ciljnog društva moraju imati ravnopravan položaj u postupku preuzimanja, te da ako neko lice stekne kontrolu nad društvom, ostali akcionari moraju biti zaštićeni. ZP u čl. 3(1) i (2) u potpunosti usvaja tekst Direktive 2004/25 dodajući da zaštita ostalih akcionara podrazumeva da i oni mogu pod istim uslovima da prodaju svoje akcije ponuđaču. Dalje, isti član Direktive 2004/25 predviđa da akcionari ciljnog društva moraju biti potpuno, tačno i blagovremeno obavješteni o ponudi za preuzimanje, kako bi mogli da donesu informisanu odluku o preuzimanju. Čl. 3(3) ZP je u saglasnosti sa ovom odredbom Direktive. Ostali paragrafi istog trećeg člana Direktive 2004/25 odnosno ZP, kao slike u ogledalu, predviđaju da je uprava ciljnog društva dužna da u toku sprovođenja postupka preuzimanja postupa u najboljem interesu akcionara ciljnog društva (čl. 3.1.(c) Direktive 2004/25 i čl. 3(4) ZP), da ponuđač i druga lica koja učestvuju u postupku preuzimanja ne smeju svojim delovanjem na tržištu izazvati poremećaje koji bi za posledicu imali veštačko podizanje ili smanjivanje cena akcija ciljnog društva (čl. 3.1.(d) Direktive 2004/25 i čl. 3(6) ZP), da je ponuđač obavezan, pre podnošenja zahteva za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje, da obezbedi neophodna sredstva

za kupovinu akcija (čl. 3.1.(e) Direktive 2004/25 i čl. 16. ZP) i, konačno, da su ponuđač i ciljno društvo dužni da postupak preuzimanja sprovedu u najkraćem mogućem roku, kako ciljno društvo ne bi duže vremena od opravdanog bilo sprečeno u svom poslovanju (čl. 3.1.(f) Direktive 2004/25 i čl. 3(5) ZP).

Član 4. Direktive 2004/25 posvećen je organu koji nadzire proces preuzimanja, njegovim ovlašćenjima i pravu koje se primenjuje. Tako, Direktiva 2004/25 u članu 4.1. zahteva da države članice odrede nadzorno telo, a u članu 4.5. da mu daju relevantna ovlašćenja kako bi ono efektivno moglo da nadzire proces preuzimanja na domaćem tržištu kapitala. ZP u čl. 41. predviđa da Komisija za hartije od vrednosti obavlja poslove nadzora utvrđene zakonom te da su ciljno društvo, akcionari ciljnog društva, Centralni registar, poslovne banke, investiciona društva, kao i ostala pravna i fizička lica dužni da, na zahtev Komisije u postupku utvrđivanja obaveze preuzimanja ili zajedničkog delovanja, kao i nadzora u postupku preuzimanja, Komisiji omoguće uvid i dostave dokumentaciju koju Komisija smatra potrebnom za sprovođenje nadzora. Nadzorne mere Komisije pobrojane su u čl. 41a ZP. Kada je reč o utvrđivanju relevantnog prava koje zahteva čl. 4.2.(a) Direktive 2004/25, čl. 1. ZP predviđa da ZP uređuje uslove i postupak za preuzimanje akcionarskih društava čije je sedište u Republici Srbiji. U skladu sa zahtevima čl. 4.4. Direktive 2004/25, ZP u čl. 41.(5) predviđa da Komisija saraduje sa organima iz inostranstva nadležnim za nadzor nad preuzimanjem, sa organima nadležnim za zaštitu konkurencije i sprečavanje pranja novca i drugim organima, radi ostvarivanja poslova iz svog delokruga, kao i radi pružanja pomoći tim organima u vršenju njihovih funkcija. Konačno, čl. 4.6. Direktive 2004/25 eksplicitno navodi da strane koje smatraju da im je neko pravo povređeno, treba da imaju mogućnost da se obrate i sudskim organima. ZP usvaja i ovu preporuku Direktive 2004/25 jer u čl. 41(b) navodi da ako ponuđač ne objavi ponudu za preuzimanje, pod uslovima i na način propisan zakonom, svaki akcionar ciljnog društva može putem suda zahtevati otkup akcija s pravom glasa, pod uslovima pod kojima je morala biti objavljena ponuda za preuzimanje dok u čl. 43 ZP stoji da protiv akata same Komisije nezadovoljna strana može pokrenuti upravni spor.

Član 5. Direktive 2004/25 posvećen je zaštiti manjinskih akcionara, obaveznoj ponudi i fer ceni te je ključan za temu ovog članka. Ta zaštita se pre svega odnosi na obaveznu ponudu i fer cenu. ZP u različitim članovima usvaja preporuke čl. 5. Direktive 2004/25. Tako je u čl. 6(1) ZP predviđeno da je lice obavezno da objavi ponudu za preuzimanje kada neposredno ili posredno, samostalno ili zajednički delujući, stekne akcije s pravom glasa ciljnog društva, tako da zajedno sa akcijama koje je već steklo, pređe prag od 25% akcija s pravom glasa ciljnog društva (kontrolni prag) (u saglasnosti sa čl. 5.1. Direktive 2004/25). Član 22. ZP nastoji da reguliše način utvrđivanja fer cene u svim mogućim scenarijima koji se mogu očekivati na srpskom tržištu kapitala i u tom smislu u potpunosti usvaja preporuke čl. 5.4. Direktive 2004/25. Isti član ZP u skladu sa daljim zahtevima Direktive (čl. 5.5. i 5.6.) reguliše način utvrđivanja fer cene u slučajevima kada se naknada za plaćanje akcija na koje se odnosi ponuda za preuzimanje nudi u hartijama od vrednosti. Naročito, ZP zahteva da kada ponuđač nudi naknadu u hartijama od vrednosti ili kombinaciji hartija od vrednosti i novca, on je obavezan da ponudi i novčanu naknadu kao alternativu.

Član 6. Direktive 2004/25 nastoji da osigura da proces preuzimanja bude transparentan. Zahteve članova 6.1. i 6.2. Direktive 2004/25 uvode čl. 12, 18, 38(1) i 40(3) ZP. Pomenutim odredbama ZP predviđeno je da je ponuđač obavezan da u roku od jednog radnog dana od dana nastanka obaveze preuzimanja objavi obaveštenje o nameri preuzimanja koje sadrži sve podatke koje traži ZP kao i da tu ponudu objavi na način koji je u skladu sa ZP. Dalje, ZP predviđa da obaveštenje o nameri preuzimanja, na osnovu kojeg Komisiji podnosi zahtev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuđač ne može nakon podnošenja zahteva menjati niti povući. Čl. 18. ZP reguliše objavljivanje ponude i nastoji da osigura njenu javnost i u saglasnosti je sa čl. 8 Direktive 2004/25 koji se odnosi na objavljivanje ponude za preuzimanje. U čl. 38. ZP, poštujući direktivu, nalaže odboru ciljnog društva da od trenutka objavljivanja obaveštenja o nameri preuzimanja do okončanja postupka preuzimanja ciljnog društva, pismenim putem upozna zaposlene u ciljnom društvu o ponudi za preuzimanje. Kada je reč o minimalnom sadržaju ponude za preuzimanje koji definiše čl. 6.3. Direktive 2004/25, čl. 20 ZP ga gotovo u potpunosti uvodi u srpsko zakonodavstvo predviđajući da ponuda za preuzimanje mora da sadrži: sve relevantne podatke o ponuđaču i licima sa kojima ponuđač zajednički deluje (čl. 20(1)(2) ZP i čl. 6.3.(b) i (m) Direktive 2004/25); određenje vrste i broja akcija koje ponuđač ima nameru i obavezu da preuzme (čl. 20(1)(3) ZP i čl. 6.3.(c) Direktive 2004/25); cenu koju se ponuđač obavezuje da plati po akciji, način njenog utvrđivanja, rok i način plaćanja, kao i izvore i načine obezbeđivanja sredstava za kupovinu akcija (čl. 20(1)(5-6) i čl. 22 ZP te čl. 6.3.(d) Direktive 2004/25); detalje uslovne ponude koji se tiču najmanjeg broja, odnosno procenta akcija s pravom glasa ciljnog društva kao minimuma koji ponuđač želi da stekne (čl. 11 ZP i čl. 6.3.(f) Direktive 2004/25); podatke o svim akcijama ciljnog društva koje pripadaju ponuđaču, uključujući i akcije lica s kojima ponuđač zajednički deluje (čl. 20(1)(3) ZP i čl. 6.3.(g) Direktive 2004/25); sve uslove ponude (čl. 20(1)(11) ZP i čl. 6.3.(h) Direktive 2004/25); određivanje ciljeva ponuđača i njegovih namera u vezi sa ciljnim društvom koje se preuzima u slučaju uspeha ponude za preuzimanje (čl. 20(1)(10) ZP delimično uvažava čl. 6.3.(i) Direktive 2004/25 jer

ne insistira eksplicitno da ponuđač navede svoje planove vezane za zaposlene u ciljnom društvu); rok važenja ponude za preuzimanje (čl. 20(1)(8) ZP i čl. 6.3.(j) Direktive 2004/25); kada ponuđač akcije ciljanog društva plaća drugim hartijama od vrednosti, detaljne informacije o tim hartijama (čl. 22(10-12) ZP i čl. 6.3.(k) Direktive 2004/25); i informacije koje objašnjavaju način finansiranja preuzimanja (čl. 20(2)(2) ZP i čl. 6.3.(l) Direktive 2004/25).

Član 7. Direktive 2004/25 zahteva od država članica da u granicama koje je postavila Direktiva same utvrde rok važenja ponude za preuzimanje. Naš zakonodavac, krećući se u okvirima koje je dala Direktiva utvrđuje da, u Srbiji, rok važenja ponude za preuzimanje iznosi najmanje 21 dan, a najduže 45 dana od dana objavljivanja ponude za preuzimanje u jednim dnevnim novinama.

Član 9. Direktive 2004/25 posvećen je obavezama odbora ciljnog društva i on je takođe reflektovan odredbama ZP. Čl. 38. ZP predviđa da u toku trajanja postupka preuzimanja odbor ciljnog društva može da traži konkurentsku ponudu za preuzimanje, ali da od trenutka objavljivanja obaveštenja o nameri preuzimanja do okončanja postupka preuzimanja ciljnog društva odbor ciljnog društva: 1) ne može da koristi statutom dato ovlašćenje da izdavanjem novih akcija poveća osnovni kapital ciljnog društva; 2) ne sme da donosi odluke o preduzimanju vanrednih poslova niti odluke o zaključenju ugovora koji bi znatno promenili stanje imovine ili obaveza ciljnog društva, odnosno može preduzeti samo uobičajene poslove u vezi sa delatnošću ciljnog društva; 3) ne sme da donese odluku da društvo stekne ili otuđi sopstvene akcije; 4) ne sme da objavi ponudu za preuzimanje nekog drugog akcionarskog društva. Uprava ciljnog društva može preduzimati ove poslove isključivo uz prethodnu saglasnost skupštine akcionara, koja o tim pitanjima odlučuje prostom većinom. Ovaj član je time u potpunosti usvojio preporuke Direktive 2004/25 koje su navedene u čl. 9.2.-3. Kada je reč o izjavi kojom odbor ciljnog društva daje svoje obrazložene mišljenje o ponudi za preuzimanje, a koja je regulisana čl. 40. ZP, izjava odbora u srpskom zakonu se velikoj meri osvrće na sva relevantna pitanja na koja ukazuje Direktiva 2004/25 u čl. 9.5. osim što se od srpskog odbora ne traži da se specifično izjašnjava o posledicama po zaposlene u ciljnom društvu. To, međutim, srpski zakon kompenzuje mogućnošću koja se daje zaposlenima u ciljnom društvu da se i oni sami izjasne o ponudi. Kada ciljno društvo ima dvodomni sistem o ponudi se izjašnjavaju i izvršni nivo i nadzorni odbor.

Materija koja je regulisana čl. 10, 11 i 12, te članovima 14. do 16, i 18. do 23. Direktive 2004/25 ne potpada pod obuhvat ZP te ovde neće biti komentarisana.

Član 13. Direktive 2004/25 traži od država članica da regulišu još neke aspekte preuzimanja koji se eksplicitno navode. Ta pravila se odnose na isticanje ponude za preuzimanje (regulisano čl. 11(1) koji se odnosi na isticanje uslovne ponude, čl. 25. koji govori o povlačenju ponude i čl. 26. koji se odnosi na prihvatanje ponude); izmenu ponude (regulisana čl. 14. ZP); konkurentsku ponudu za preuzimanje (čl. 23. ZP); izveštaj o preuzimanju (čl. 32 ZP); i na uslovu i bezuslovnu ponudu za preuzimanje (čl. 11. ZP).

Konačno, čl. 17. Direktive 2004/25 zahteva od država članica da propišu sankcije za povredu pravila utvrđenih Direktivom kao i da osiguraju da se te sankcije primenjuju. Član 37. ZP predviđa slučajeve u kojima ponuđač i lica koja deluju zajednički sa ponuđačem ne mogu ostvariti pravo glasa iz svih stečenih akcija ciljnog društva, čl. 44. – 46. predviđaju krivična dela za kršenje odredbi predviđenih ZP, a čl. 47. – 48. odgovarajuće privredne prestupe i prekršaje.

Na bazi svega navedenog, možemo ponovo zaključiti da i kada je reč o preuzimanjima, srpsko zakonodavstvo odredbama ZP usvaja preporuke najbolje prakse koja je kodifikovana Direktivom 2004/25.

## ZAKLJUČAK

Dosadašnja analiza pravnih propisa u Srbiji je jasno pokazala da je akcionar u Srbiji propisima zaštićen gotovo u istoj meri kao akcionar u Evropskoj Uniji. Ako je to tačno, zašto je Srbija na samom dnu lestvice u pogledu zaštite akcionara po Izveštaju o konkurentnosti 2011-2012 Svetskog ekonomskog foruma – 140. mesto od 142. zemlje koje su obuhvaćene izveštajem?

Na početku smo naglasili da, da bi akcionar uživao efektivnu zaštitu, njega mora da štiti pre svega pravno pravilo ali da samo pravno pravilo nije dovoljno. Važnije od pravnog propisa je efektivna primena tog propisa u praksi. Primena pravnog propisa može biti dobrovoljna ili prinudna. Da bi oni, na koje se pravna norma odnosi, nju dobrovoljno primenili potrebno je da sama pravna norma ima legitimitet, a da bi prinudna primena bila efikasna potrebno je da institucije prinudne primene (sudovi) imaju potreban institucionalni kapacitet.

Ako su pravni propisi Srbije u skladu sa najboljom praksom kako je pokazala analiza, sledi da je u Srbiji problem povezan ili sa legitimitetom pravnih normi ili sa prinudnom primenom prava.

Dakle analiza Zakona o privrednim društvima, Zakona o tržištu kapitala i Zakona o preuzimanju akcionarskih društava pokazala je da su ovi zakoni u potpunosti usklađeni sa Direktivama EU u oblasti zaštite prava manjinskih akcionara iz čega proizilazi da se problem zaštite prava manjinskih akcionara verovatno nalazi na strani dobrovoljne odnosno prinudne primene ovih zakona. Značaj prinudne primene prava eksponencijalno raste imajući u vidu činjenicu da on predstavlja sigurnosnu mrežu kada postoji odsustvo dobrovoljne primene prava.

Prinudna primena prava vrši se kroz dve vrste formalnih institucija: 1) sudove (privatno izvršenje) i 2) regulatornih (i nadzornih) tela/Komisiju za hartie od vrednosti (javno izvršenje). Privatno izvršenje podrazumeva prinudnu primenu prava od strane sudova. Naime, od privatne inicijative građana direktno zavisi da li će sudovi prinudno sprovesti norme kompanijskog prava ili prava hartija od vrednosti. Iako država stvara pravila koja regulišu ponašanje privatnih lica, ona ostavlja tim privatnim licima da sama pokrenu postupak pred odgovarajućim institucijama (pre svega sudovima) ukoliko neko ta pravila ne poštuje. Jasno je međutim da inicijativa privatnih lica puno zavisi od podsticaja koji su im dati, od njihove percepcije efikasnosti sudova i pravnog sistema uopšte, od troškova, od jasnoće pravila, od tereta dokazivanja, itd. S druge strane, javno izvršenje je izvršenje od strane regulatornog i nadzornog organa. U slučaju vlasničkih prava akcionara, to je komisija za hartije od vrednosti.

Zaključak autora je da je u sledećem koraku neophodno izvršiti detaljnu analizu praksi javnog i privatnog izvršenja, utvrditi koji problemi u tim oblastima postoje (nedovoljni kapaciteti, nedostatak relevantnih znanja, neophodnost promena u operativnom smislu itd.) i koje korake je neophodno preduzeti kako bi do otklanja analizom identifikovanih nedostataka došlo

## LITERATURA

- Berglof, E. and Claessens, S. (2004) Enforcement and Corporate Governance, World Bank Policy Research Working Paper 3409.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. (2000) The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, str. 81-112.
- Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids
- Directive 2004/109/EC of the European parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.
- Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies.
- IFC i Beogradska berza (2011) Korporativno upravljanje, Priručnik, izmenjeno i dopunjeno izdanje, Beograd.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360, (str.311).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1997) Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52 (3), str. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. and Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106 (6), str. 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1999) Investor protection and corporate valuation, NBER Working Paper 7403, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny, R. (2000) Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, str. 3-27.
- Zakon o privrednim društvima ("Službeni glasnik RS", br. 36/2011 i 99/2011).
- Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 107/2009 i 99/2011)
- Zakon o tržištu kapitala ("Službeni glasnik RS", br. 31/2011).
- World Economic Forum (2011) The Global Competitiveness Report 2011-2012.

CIP - Katalogizacija u publikaciji  
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

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

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

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