

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TREDOVA I POLITIKE SRBIJE

BROJ 1 • JANUAR-JUN 2005.

Izdavač:

Fond za razvoj ekonomske nauke
Kamenička 6, 11 000 Beograd
Srbija i Crna Gora
Tel/Fax: 011/30-21-101
E-mail: fren@ceves.org.yu

Recezent:

Ljubomir Madžar

Redakcijski savet:

Jurij Bajec
Pavle Petrović
Stojan Stamenković
Branko Urošević
Boško Živković

Glavni i odgovorni urednik:

Kori Udovički

Urednik (oblast finansije):

Boško Živković

Redakcija:

Jasna Dimitrijević
Vuk Đoković
Goran Radosavljević
Duško Vasiljević
Jelena Ždral

Saradnici u ovom broju:

Danko Brčerević
Dejan Kovjenić
Mirjana Vučković
Vladimir Vučković
Milica Zvijer

Direktor produkcije:

Bosiljka Zubić-Ilić

Sekretar redakcije:

Olivera Andđelković

Dizajn i priprema za štampu:

Stefan Ignjatović

Dizajn korica:

Nikola Drinčić

Štamparija:

Alta Nova

Tiraž:

700 primeraka

Bilten izlazi kvartalno.

CIP - Katalogizacija u publikaciji
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

KVARTALNI monitor ekonomskih trendova i
politika u Srbiji / glavni i odgovorni
urednik Kori Udovički. - 2005, br. 1
(januar/jul) - . - Beograd (Kamenička 6)
: Fond za razvoj ekonomske nauke, 2005-
([s.l.] : Alta Nova). - 30 cm

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

© 2005 Fond za razvoj ekonomske nauke

Sva prava su zadržana. Nijedan deo ovog studijskog izveštaja ne može biti reproducovan niti smešten u sistem za pretraživanje ili transmitovan u bilo kom obliku – elektronski, mehanički, fotokopiranjem, snimanjem ili na bilo koji drugi način, bez prethodne pismene dozvole Fonda za razvoj ekonomske nauke.

REČ UREDNIKA	3	Pod lupom 2.	45
TRENDÖVI	5	VERODOSTOJNOST SPOLJNOTRGOVINSKIH PODATAKA: KAKAV JE EFEKAT PDV-a?	
<i>Vuk Đoković</i>		1. Uvod	45
1. Pregled	5	2. Praksa precenjivanja uvoznih/ potcenjivanja izvoznih dokumenata	45
2. Međunarodno okruženje	8	3. Prijavljuvanje izvoza i PDV	47
3. Cene i devizni kurs	11	4. Prijavljuvanje uvoza i PDV	49
4. Privredni rast	14	5. Zaključak	51
4.1. Bruto domaći proizvod	14		
4.2. Industrijska proizvodnja	15		
4.3. Građevinarstvo	19		
5. Platni bilans i spoljna trgovina	20	Pod lupom 3.	52
5.1. Bilans u celini	20	KOLIKI JE STVARNO DEFICIT PENZIONOG SISTEMA U SRBIJI?	
5.2. Spoljna trgovina u periodu maj-jul 2005.godine	22	<i>Jurij Bajec, Katarina Stanić</i>	
6. Fiskalni tokovi i politika	28	1. Uvod	52
7. Monetarni tokovi i politika	30	2. Osnovne karakteristike penzionog sistema u Srbiji	52
8. Kamatne stope	37	3. Šta utiče na deficit penzionog sistema?	54
POD LUPOM	39	4. Zaključak i preporuke	57
Pod lupom 1.	39	Pod lupom 4.	59
INFLACIJA U SRBIJI: EGZOGENI ŠOKOVI I FUDAMENTALNE DETERMINANTE		FINANSIJSKO TRŽIŠTE SRBIJE: 2000-2005	
<i>Pavle Petrović, Zorica Mladenović</i>		<i>Boško Živković, Branko Urošević, Dragana Cvijanović, Mikica Drenovak</i>	
1. Uvod i osnovni rezultati	39	1. Uvod	59
2. Inflacija u 2005. godini: Uloga šokova i osnovne inflacije	40	2. Tržište kapitala	59
3. Osnovne determinante inflacije: Analiza bazne inflacije	41	3. Tržište akcija	60
3.1. Jedinični troškovi rada	41	4. Tržište instrumenta sa fiksnim prinosom	63
3.2. Devizni kurs	42	<i>Prilog - Kako čitati indeks Beogradske berze (BELEXfm)</i>	65
3.3. Agregatna tražnja i BDP	43		
		ANALITIČKI PRILOG	67

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

Podatke dajemo u valuti u kojoj smatramo da se bitni ekonomski procesi najbolje odražavaju, bez obzira na valutu u kom je podatak objavljen ili koja 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.

Skraćenice

BDP - Bruto domaći proizvod

EU - Evropska Unija

FREN - Fond za razvoj ekonomske nauke

MAT - *Makroekonomske analize i trendovi*, izdanje Ekonomskog Instituta u Beogradu

MMF - Međunarodni monetarni fond

NBS - Narodna banka Srbije

BDV - Bruto dodata vrednost

OECD - *Organisation for Economic Co-operation and Development*

PDV - Porez na dodatu vrednost

QM - *Kvartalni monitor*

RZS - Republički zavod za statistiku Srbije

SDI - Strane direktnе investicije

SDŠ - Stara devizna štednja

SMTK - Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

WTI - *West Texas International* – kotacije nafte i derivata

Q1, Q2, Q3, Q4 - Kvartali 1, 2, 3. i 4.

Definicije agregata i indeksa

Ukoliko se domaća upotreba i međunarodne konvencije razlikuju, nastojimo gde god je moguće da koristimo međunarodne definicije, radi međunarodne uporedivosti.

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

Tokovi - U monetarnim računima izvorni podaci su stanja. Tokovi se izvode kao promena stanja između dva perioda.

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

Nova privreda - Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom

Notacija

12-m - Indeks ili rast u odnosu na 12 meseci ranije ili u odnosu na isti period prethodne godine. Po pravopisu pravilno je reći *12-mesečni*, ali tamo gde je to nepraktično ili tromo upotrebimo *12-m*.

Kumulativ - Misli se na kretanje neke veličine u više perioda u okviru jedne godine, pri čemu se u svakom narednom periodu dodaje i tok iz prethodnog perioda.

H - Primarni novac

M1 - Gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

M2 dinarski - U skladu sa definicijom MMF-a: gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju i oročeni dinarski depoziti. Isto što i M2 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji.

M2 - U skladu sa definicijom MMF-a: gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju, oročeni dinarski depoziti i devizni depoziti. Isto što i M3 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji.

NDA - Neto domaća aktiva

NSA - Neto strana aktiva (aktiva koja je obaveza nerezidentnog lica)

Reč urednika



“Kako napreduje privreda Srbije?” - centralno je pitanje kojim će se, iz broja u broj, baviti *Kvartalni Monitor (QM)*. Redovno i promišljeno odgovaranje na ovo, na oko jednostavno, pitanje podrazumeva ne samo temeljno poznavanje problema koji stoje na putu tog napretka, već i podataka na osnovu kojih tumačimo razvoj događaja. Stoga, iako je perspektiva *QM-a* kvartalna, prvi broj obrađuje duži period (januar-jul 2005.godine) u želji da pruži jednu širu perspektivu kroz koju ćemo ubuduće oslikavati dalja ekonomski kretanja u Srbiji. Nećemo pisati *QM* kao roman u nastavcima – toliko čitalačkoj vernosti možemo se nadati, ali ne i očekivati je.

Prostor koji *QM* namerava da popuni jeste prostor nezavisnog, integrisanog i iznad svega, dobro informisanog praćenja makroekonomskih, korporativnih i finansijskih tokova i politika u Srbiji. Ciljna grupa su nam kako naučna javnost, tako i donosioci ekonomskih odluka i politika. Konjunktturnu analizu prepustamo časopisu *Mesečne analize i trendovi (MAT)* Ekonomskog Instituta kojem već sad dugujemo mnoge ideje i zapažanja. Publikaciji *Ekonomski pregled* Narodne banke Srbije (NBS) prepustamo sveobuhvatnost i težinu zvaničnosti. Postepeno, kako budemo osvajali i znanje i iskustvo i saradnike, upuštaćemo se sve više i u pitanja: “Kako će privreda Srbije napredovati u budućnosti?” i “Kojim merama taj napredak može i mora da se obezbedi?”. Ipak, prevashodni cilj nam je da obezbedimo poligon jasnih i što kompletnejih informacija na kom će

ekonomski disciplina Srbije voditi analitičke okrušaje. Zadržavamo za sebe pravo i zadovoljstvo da izražavamo svoje stavove direktno, bez preterane opterećenosti formalizmom, ali sa maksimalnim poštovanjem istraživačke logike: prepostavke ćemo zvati prepostavkama, činjenice činjenicama, zaključke zaključcima, a dokaze dokazima - mada dobri istraživači znaju da malo šta može da se dokaže.

U ovom uvodnom broju potrebno je i da ukažemo na izazove sa kojima se suočava svako ko želi da oceni kretanja u privredi Srbije, kao i da damo “uputstvo za upotrebu” *QM-a*. Naše glavno pitanje preuzeli smo, u nešto izmenjenoj formi, iz članka britanskog časopisa *The Economist*, čije delove prenosimo u odeljku *Međunarodno okruženje*. Međutim, naš pristup analizi privrednih kretanja mora se razlikovati od pristupa koji ima *The Economist*. Dok je za njih izazov otkrivanje uzročno-posledičnih veza koje povezuju raspoložive ekonomske pokazatelje, za naše istraživače izazov počinje utvrđivanjem samih pokazatelja. Pitanja kao što su: “Da li je privredni rast stvarno 6,1%?”, “Da li izvoz stvarno raste?”, “Da li kamatne stope rastu ili padaju?”, neizbežno zaokupljaju značajan deo naše pažnje u ovom broju. Zauzimanje stava o tome kako izgleda stvarnost, neskromno ćemo reći, hrabar je i neophodan potez. Hrabar potez zato što će nas kad-tad sled događaja opovrgnuti; neophodan potez - jer se svaka ekonomski politika formuliše u skladu sa procenom stvarnosti, bilo da se ona iskazuje izričito ili ne.

U njemu pored nauke ima i elemenata “rudarskog” rada, pa i dovitljivosti. **Bar tri teškoće ometaju upoznavanje stvarnog stanja privrede Srbije.** Prvo, njena **struktura je veoma nehomogena**, što čini da indikatori koji se neizbežno uzimaju kao proseci budu veoma osetljivi na male greške u proceni komponenti, a ponekad prosto gube smisao. Primera radi, pad u obimu poslovanja “Robnih kuća Beograd” propaćen je porastom u obimu poslovanja niza manjih radnji. Robne kuće spadaju u ono što će *QM* zvati “**tradicionalna privreda**”, koju čine subjekti koji su postojali i pre 90-ih. Samostalne trgovinske radnje (STR) spadaju u ono što će *QM* zvati “**nova privreda**”, odnosno sve ono što je od 1990. god. pa na ovamo stvorenio iz korena ili iz nekog relativno nebitnog zametka otkinutog od tradicionalne privrede. Na pitanje: “Da li obim trgovine na malo u proseku raste ili pada?” Odgovor mora da glasi da jedna vrsta trgovanja pada dok druga raste.

Drugo, naša **statistika**, i pored impresivnog napretka koji ostvaruje u poslednje vreme, još nije dovoljno pouzdana u merenju svih fenomena koje nastoji da prati. Uz to, ona i dalje ne prati sve fenomene o kojima su nam potrebne informacije. Problem su kako kvalitet izvornih podataka, tako i ogromno vreme i resursi neophodni da se sprovede potpuna metodološka tranzicija sa praćenja jedne socijalističke privrede na praćenje ekonomskih procesa koji često ne ostavljaju vidljivi trag. Statistika još nije dobila odgovarajuća sredstva za realizaciju ove tranzicije. Ovaj problem je

naročito važan u kontekstu nehomogene strukture. Uzmimo maločas pomenuti primer trgovine na malo. Samo fantastično precizna ekonomska statistika može adekvatno da proceni kretanje nekog agregata, recimo zaposlenosti, u sklopu dve toliko divergentne priče. Ako kojim slučajem metodologija merenja zaposlenosti da samo malo veću težinu kretanju zaposlenosti u Robnim kućama, pokazatelj će bitno potceniti stvarno kretanje ukupne zaposlenosti. S druge strane ako da samo malo veću težinu malim radnjama, bitno će ga preceniti. Takve divergencije nisu važne kada procesa ima mnogo i kada su oni mali u odnosu na ukupni skup. Ali, u našem slučaju tradicionalna i nova privreda često imaju bitno divergentna kretanja, a krupni su agregati u odnosu na osnovni skup. Za očekivati je da zvanična statistika ponekad daje veću težinu tradicionalnoj privredi kako iz istorijskih, tako i praktičnih razloga – tradicionalne firme su malobrojnije, a veće, pa se lakše prate. Tu okolnost imamo na umu kada drugačije ne možemo da rešimo neku dilemu.

Treći problem predstavlja **dostupnost podataka**, glavni problem u ono dobro, staro vreme, kada je privreda bila homogena, a statistika precizna. Međutim, još je jako vidljiv njegov trag. Naša ekonomska nauka i dalje se više bavi otkrivanjem agregata i indikatora nego njihovom analizom. Monopolizovani pristup izvorima podataka u Srbiji još uvek obezbeđuje neku vrstu "naučničke rente" tj. obezbeđuje specijalni položaj istraživačima koji ga imaju. Vreme je da poznavanje podataka prestane da bude nauka i da postane obaveštenost. Srećom, to sad postaje moguće. Vidan je napor ključnih proizvođača statistike da olakšaju pristup javnosti podacima – danas Republički zavod za statistiku (RZS), NBS i Ministarstvo finansija RS objavljuju sve veći broj svojih podataka. Jedan od ciljeva Fonda za razvoj ekonomske nauke (FREN), izdavača

QM-a, jeste da podatke koje koristi, metodološki dokumentuje i unakrsno uporedi, i stavi na raspolaganje ekonomskoj naučnoj zajednici. U tom poslu, otvorenost u saradnji sa FREN-om koju su do sad pokazali proizvođači statistike, i na kojoj se toplo zahvaljujemo, pomoći će i naučnoj zajednici i samoj statistici, da unaprede svoj rad.

Želimo da *QM* bude **pristupačan i koristan**, te ćemo nastojati da standardizujemo njegovu strukturu, iako ne očekujemo da to sasvim postigne u nekoliko prvih brojeva. Za sada, *QM* se sastoji iz dve rubrike i *Analičkog priloga*. Prva rubrika, *Trendovi*, razmatra privredna kretanja u prethodnom kvartalu i obuhvata cene, kurs, privredni rast, spoljni, fiskalni i monetarni sektor. Od narednog broja uvećemo još dva nova odeljka: *Finansije i Plate i zaposlenost*. Za *Finansije* se u ovom broju postavljaju temelji tekstrom u rubrici *Pod lupom 4*. Sličan tekst pripremamo za sledeći broj za odeljak *Plate i zaposlenost*. U drugoj rubrici, *Pod lupom*, nalaze se autorski tekstovi čiji je cilj dublje upoznavanje ekonomskih struktura ili procesa u zemlji uz korišćenje kvantitativnih ili komparativnih metoda. Odgovarajući podskup statističkih serija korišćenih u rubrici *Trendovi*, prikazuje se u *Analičkom prilogu*. Duže i metodološki detaljno dokumentovane serije biće postavljene do kraja godine na internet stranici FREN-a, koja je u izradi. Cilj nam je da pojedinim naučnicima/cama uštedimo napor da svaki/a za sebe, ponovo, i izolovano utvrđuje probleme sa podacima koji su mu/joj potrebni za analizu.

Pregled kretanja privrede Srbije dajemo na samom početku *Trendova*, ali ćemo u ovom prvom panoramskom broju, dozvoliti sebi još koju reč o široj perspektivi. Tokovi opisani u ovom *QM-u* pokazuju kako se **deo privrede koji pokazuje polet i vitalnost, sudara sa okoštalim, monopolizovanim i nerestrukturiranim delom**. Otud

visoka inflacija i pored nedovoljnog rasta u odnosu na naše potrebe.

Dok se okoštali deo ne restrukturira, država mora pre svega da otvara prostor zdravom delu privrede Srbije za uzlet. A to može da se postigne samo štednjom i ostvarivanjem istinskog i značajnog fiskalnog suficita. Takva politika, uz prateće restrukturiranje, mogla bi zaista od Srbije da napravi tigra. Ali, njen izostanak osuđuje nas na životarenje i čak nas uvodi u rizik nazadovanja. Nažalost, za sprovođenje takve politike još se ne vidi institucionalni kapacitet. To naročito zabrinjava u svetu činjenice da na znake takve volje i kapaciteta čeka i uspešni završetak programa sa Međunarodnim monetarnim fondom (MMF).

"Uz visoke rizike - ipak se kreće!"

– odgovor je, u ovom broju, na naše početno pitanje. **Prva dobra vest jeste da izvoz konačno ozbiljno raste. Druga, da imamo bum u bankarskom sektoru koji pokazuje da u zemlji ima ozbiljnog profitnog potencijala. Treća, iako fiskalna politika još nije uhvatila vola za robove, bar je prestala od njega da beži.** Ove godine je pomogla, makar malo, da se domaća tražnja smiri. Samo ako Vlada ne padne u iskušenje da potroši još malo uštedenih sredstava, inflacija će verovatno polako ali ne i dovoljno, krenuti naniže. To je kratkoročna priča na koju se usredsređuje ovaj broj *QM-a*.

TREND OVI

1. Pregled

Makroekonomski puls jedne privrede opipava se pomoću tri indikatora: rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP), inflacije i bilansa tekućih plaćanja. Rast BDP-a ima višestruku ulogu - on je merilo ostvarenja glavnog cilja ekonomske politike, ali je bitan i za analizu jer presudno utiče na druga dva indikatora. Inflacija meri unutrašnju ravnotežu, odnosno pritisak domaće tražnje na domaću proizvodnju, a bilans tekućih plaćanja meri spoljnju ravnotežu, odnosno sposobnost da se uvoz i druga plaćanja dugoročnije finansiraju tekućim prihodima (uglavnom izvozom). Od ove dve ravnoteže zavisi održivost privrednog rasta. U prvih sedam meseci ove godine inflacija u Srbiji je bila visoka (17,5% na 12-mesečnoj bazi), što obično govori o visokoj domaćoj tražnji; deficit tekućeg bilansa naglo se smanjio sa 1.119 na 628 miliona evra, što obično govori o nagloj kontrakciji domaće tražnje; a stopa rasta BDP-a u stalnim cenama, prema procenama statistike iznosila je u prvih 6 meseci 6,1%, što obično ukazuje na visoku tražnju, ali industrijska proizvodnja je smanjena za 2,4%, što nije u skladu sa tako visokom opštom stopom rasta.¹

“Uz visoke rizike – ipak se kreće!” mogla bi da bude i smislena interpretacija pulsa privrede Srbije u prvih 7 meseci 2005. godine, kada se nekoliko slojeva sumnji u dejstvo vanrednih okolnosti i reprezentativnost podataka “oljuše”. Postoje divergentne tendencije u kretanjima različitih segmenata privrede. S jedne strane, proizvodnja tradicionalnog sektora posle uzleta u 2004. godini, pala je u 2005. predvođena ubrzavanjem pa usporavanjem investicione aktivnosti brojnih preduzeća privatizovanih u periodu 2002-2003; njeni restrukturirani delovi, ipak, nastavljaju da rastu. S druge strane, proizvodnja dobrog dela nove privrede žustro raste, ali njen siromašniji, sivlji deo verovatno je u teškoćama zbog uvođenja poreza na dodatu vrednost (PDV-a). Zbog nedovoljne restrukturiranosti tradicionalne privrede, svako bitnije ubrzavanje rasta proizvodi inflaciju i preliva se u povećanu spoljnju neravnotežu.

Kad se uzme u obzir da je oko jedne trećine ovogodišnje inflacije prouzrokovano egzogenim faktorima – PDV-om i rastom cena nafte i naftnih derivata, a da je stvarno poboljšanje u tekućem bilansu plaćanja daleko manje od zabeleženog (verovatno oko 2 procentna poena BDP-a na godišnjem nivou), onda i slika o prestrojavanju domaće tražnje postaje razumljiva. **Popravljanje spoljne ravnoteže posledica je, pre svega, porasta izvoza zahvaljujući dejstvu faktora na strani ponude i smanjenju uvoza zahvaljujući relativnom poskupljenju uvozne robe**, tj. radikalnom smanjenju nelojalne konkurenčije, do kojeg je dovelo uvođenje PDV-a. Tek uz ta dva, kao treći faktor deluje smanjenje domaće (pre svega investicione) tražnje, koje je sigurno umanjilo uvoz kapitalnih dobara, ali to nije bilo dovoljno oštro da ozbiljnije načne problem inflacije.

Poseban pomen zavređuje bum u bankarstvu. Ako svima tako loše ide kao što smo skloni da verujemo, kome onda hrle strane banke u Srbiji? Ni direktnе restriktivne mere NBS nisu obuzdale kreditnu aktivnost banaka koja je u prvih 7 meseci ove godine povećala

Sudeći po ključnim indikatorima, puls privrede Srbije je neobičan.

“Uz visoke rizike – ipak se kreće!” jedina je smislena interpretacija.

Poboljšanje spoljne ravnoteže je stvarno...

...i vidan je bum u bankarstvu...

¹ Opisani sklop indikatora nije nemoguć (u ekonomiji ništa nije nemoguće!), ali je malo verovatan. Visok rast domaće tražnje, uz naglo poboljšanje trgovinskog bilansa, moguće je ako se naglo promeni odnos domaćih i stranih cena, recimo, oštrom devalvacijom. Međutim, tako veliko preusmeravanje kao što pokazuju naši indikatori mogle su da proizvedu samo masivne administrativne mere, kojih - naravno, nije bilo.

kupovnu moć preduzeća i domaćinstava za 5,4% BDP-a. Više od polovine tog rasta bilo je usmereno na povećanje kupovne moći preduzeća čije kreditiranje raste po visokoj stopi od 50% godišnje. U tom kontekstu, ni fiskalna politika, iako je kreiran deficit, nije bila dovoljno restriktivna. Smanjenjem svojih neto dinarskih dugovanja prema bankarskom sistemu, država je povećala štednju za oko 1% BDP-a.

...ali uvođenje PDV-a suštinski i pojavnog dominira slikom.

Podaci za 2005. god. su pod velikim uticajem uvođenja PDV-a koji je delovao i na stvarna kretanja i na verodostojnost podataka. Da pomenemo samo najbitnije efekte: PDV je delovao na cene (povećavši ih za 2-2,3 procentna poena); na uvoz (donekle i izvoz) jer su u decembru stvarane zalihe uvoznih proizvoda pred uvođenje PDV-a, što je dovelo do oštrog pada u uvozu tokom prvog kvartala, pa i kasnijih meseci u godini; podstakao je legalizovanje sive ekonomije i "uterivanje" tokova kapitala iz sivih u formalne kanale što sigurno doprinosi bujanju monetarnih tokova; i konačno, verujemo da je zbog PDV-a nešto umanjena praksa naduvavanja uvoznih faktura.²

Dejstvo domaćih faktora na inflaciju još uvek je jako...

Domaća tražnja i rast troškova su još uvek jaki, što pokazuje i bliži osrt na kretanje cena i njihove determinante (inflacija i kurs su prva tema u rubrici *Pod lupom* i treća u *Trendovima*). Inflacija već osmi mesec tvrdoglavu stoji na visokom nivou od oko 17% u odnosu na prethodnu godinu, ali njen kretanje u septembru najavljuje blago usporavanje. U ovoj sezoni, tipičnoj po ubrzaju rasta cena, i bazne i nebazne cene rastu sporije nego što se to dogodilo prošle godine. Zasad ne vidimo razloge da se prošlogodišnje ubrzanje ponovi, i u tom slučaju bi se mogao očekivati blagi pad 12-mesečne inflacije do kraja godine. Ipak, ozbiljniji zaokret u cenama može se očekivati samo uz dalje zatezanje dosadašnje blago restriktivne fiskalne politike. Devizni kurs je usporio depresijaciju, nominalnu i realnu, a bankari očigledno očekuju da se ta tendencija nastavi: na rekordnom nivou je investiranje u repooperacije³, iako su kamatne stope pale ispod nivoa tekuće inflacije. Očigledno, bankari rade na arbitraži kursno-kamatnog pariteta. (Repooperacije i kamatne stope razmatraju se u dva poslednja odeljka *Trendova*, a finansijska tržišta kao četvrta tema u rubrici *Pod lupom*).

...mada je pritisak investicione tražnje na tradicionalnu privrednu popustio.

Zaključke o kretanjima tradicionalne i nove privrede izvodimo iz analize indikatora rasta proizvodnje i BDP-a u stalnim cenama (četvrti odeljak *Trendova*), njihovim poređenjem sa detaljnom analizom kretanja spoljne trgovine (peti odeljak *Trendova* i druga tema *Pod lupom*), kao i postojanja živahne kreditne aktivnosti banaka (sedmi i osmi odeljci *Trendova* koji se bave monetarnim sektorom i kamataima). O popuštanju investicione tražnje svedoče kako pad proizvodnje tradicionalnih proizvoda investicionih dobara tako i smanjenje uvoza kapitalnih dobara. O žustom rastu nove privrede svedoče visoke stope rasta proizvodnje usluga, uzlet u izvozu ne samo krupnih privatizovanih preduzeća (US Steel, Valjaonica Sevojno, Industrija gume Tigar), već i mnogo šireg spektra proizvoda kao što su: odeća, obuća, hemijska industrija i slično, kao i značajan rast uvoza intermedijarnih dobara, čak i kada se isključe grupe proizvoda koje su pod direktnim uticajem tražnje velikih privatizovanih izvoznika. No, pad u uvozu netrajnih potrošnih dobara svedoči o tome da postoji i deo nove privrede kome PDV sigurno nije lako pao.

Na poboljšanje spoljne trgovine delovao je pre svega rast ponude izvoza.

Naročitu pažnju posvećujemo analizi spoljnotrgovinskih tokova, pošto smatramo da se iz njih mnogo može saznati, s obzirom na to da danas relativno malo ovih tokova prolazi mimo carinske evidencije. Kako bismo u analizi izbegli gore pomenuti efekat stvaranja zaliha uvoza s kraja prošle godine, usredsređujemo se na period maj-jul 2005. godine. No, zbog već pomenutih sumnji, verodostojnost prijavljenih spoljnotrgovinskih tokova analiziramo kao drugu temu rubrike *Pod lupom*. Naš zaključak je da nema razloga da sumnjamo u zabeležene

² O ovoj praksi govori Stojan Stamenković u više izdanja publikacije *MAT* iz ove godine.

³ Repo operacije su bliže objašnjene u fusnoti 4 u tekstu *Pod lupom* 4.

tokove izvoza, a da stvarni pad uvoza verovatno jeste bio nešto niži nego što je zabeleženo. U svakom slučaju, sve upućuje na zaključak da se uvoz polako ali postepeno vraća na pređašnji trend.

Dakle, **bilans plaćanja, kao i trgovinski bilans u prvih sedam meseci godine zaista se popravljaju**, mada daleko manje nego što to pokazuje njihovo zabeleženo kretanje, zahvaljujući, pre svega, dugo priželjkivanoj ekspanziji izvoza i usporavanju uvoza izazvanog kako konjunktturnim faktorima, tako i promenama u relativnim cenama domaće i strane robe koje je proizveo PDV. Međutim, još je važnije da je ovogodišnji porast izvoza nastavak zaleta koji je započeo još početkom godine, a koji je, po svemu sudeći odraz trajnijih faktora na strani ponude.

Ulazak stranih banaka u prethodnom periodu dramatično menja finansijsko lice Srbije. Ove banke imaju otvoren pristup svetskom tržištu kapitala, te se kroz njih sada integriše sa svetom bar onaj deo privrede Srbije koji ima pristup stranim bankama. FREN-ova Anketa banaka čije rezultate tek preliminarno rezimiramo u ovom broju (u odeljku o kamataima u *Trendovima*) sugerira i da postoji dubok jaz između onog dela privrede koji ima i onog koji nema pristup stranim bankama. Dotok inostranog kapitala koji je finansijska integracija sa svetom omogućila govori da postoji rastući broj profitabilnih projekata u Srbiji i da to neko prepoznaće. Detaljnije informacije o komponentama kapitalnog bilansa još nisu dostupne, ali je jasno da se dotok sastoji, pre svega, od zaduživanja privatnog sektora, a naročito banaka, kako na kratak tako i na duži rok. Evidentan je i dotok deviza iz sive ekonomije, tako da je ove godine ostvaren rekordan rast deviznih depozita u poređenju sa bilo kojih 7 meseci od 2000. god. do danas. Taj proces detaljnije razmatramo u odeljku o monetarnim tokovima u *Trendovima*. Tu pokazujemo kako, niti napori NBS, niti uspeh republičkih organa u naplati PDV-a nisu uspeli da isuše ovako nastali višak likvidnosti.

Analiza **fiskalne politike** (šesti odeljak *Trendova*) zaključuje da je ove godine ona bitno restriktivnija nego lane, ali ne i dovoljno da stvori prostor razmahu investicija kakav je zemlji potreban. Prošle godine su se na investicionu tražnju 767 preduzeća privatizovanih u 2003. god. nadovezale - i tražnja proizvedena fiskalnom ekspanzijom u prvoj polovini godine i potrošačka tražnja brojnih građana koji su bogato unovčili svoje deonice inostranim kupcima. Takva tražnja je tada proizvela visoki privredni rast, ali je proizvela i zjapeći trgovinski deficit i visoku inflaciju. Dalje fiskalno zatezanje mora doći, pre svega, iz smanjenja potrošnje, a ne poreske naplate. Uštede u potrošnji moraju doći iz temeljnog restrukturiranja javnog sektora, a to zahteva usredsređene i dugoročne institucionalne pripreme kakve se još ne naziru na našem političkom horizontu. Reforma penzionog sistema, čije su prepostavke poslednja tema rubrike *Pod lupom*, nije, po svemu sudeći, bila tako pripremana.

Uprkos nehomogenosti i tranzisionim teškoćama, **puls makroekonomije Srbije** iznenađujuće liči na onaj koji u narednom odeljku pripisujemo svetu: neki su delovi pregrejani, a neki stagniraju - svakako slika ne izgleda održivo. Kad je reč o Srbiji, zatezanje fiskalnih uzdi daljim povećanjem suficita u fiskalnim računima, stvorilo bi prostor za neinflatorni rast, a još više bi pomoglo temeljnije restrukturiranje tradicionalne privrede. Ove godine autonomna investiciona tražnja privatizovanih preduzeća izostala je, jer je prošle godine izostala privatizacija. Ali banke su, po svemu sudeći, spremne da "uskoče" i kreditnim finansiranjem popune taj prostor. Kad ih NBS u tome obuzdava, a mora da ih obuzdava jer je inflacija i dalje visoka, ona direktno pogoda perspektive rasta privrede Srbije. Dalje ispravljanje ravnoteže pomoću fiskalne politike, ma koliko blago, ali uporno, popravilo bi makroekonomsku sliku i učinilo je održivijom od prošlogodišnje.

**Integracija sa svetskim
tržištem kapitala menja
finansijsko lice Srbije.**

**Fiskalna politika je
restriktivnija ali zatezanje
je nedovoljno.**

2. Međunarodno okruženje

Međunarodno okruženje je povoljno uz vrlo visoke stope rasta, naročito SAD.

Kako je u nekoliko pasusa koje prenosimo sjajno sažeo britanski časopis *The Economist*, svetska privreda raste vanredno visokom stopom rasta, ali taj rast prate i vanredno visoki rizici. Svetski rast predvode zahuktala i prezadužena američka privreda i Istočna Azija. Evropa za rast može uglavnom da zahvali novim članicama, dok njen "stari" deo i dalje stagnira. Konjunktura nije loša ni kod ostalih naših trgovinskih partnera u Jugoistočnoj Evropi i Rusiji.

Da li je svetska ekonomija u dobrom ili lošem stanju? Sudeći po tempu rasta, u zdravo je dobrom stanju. Uprkos rastućim cenama nafte (pogledati *Okvir 1, prim. red.*), MMF u najnovijem izdanju svog pregleda *World Economic Outlook* računa na godišnji rast ukupne proizvodnje od 4,3% ove i sledeće godine, što je daleko iznad dosadašnjeg trenda. Ipak, prema drugim pokazateljima, rastu i rizici. Inflacija se ubrzava. Tekući bilansni deficit SAD je trenutno iznad 6% BDP-a, što je zabrinjavajuća činjenica. I sada, kada je štendna američkih domaćinstava postala negativna, njihovi potrošači stoje na sve tanjem finansijskom tlu. Ukratko, svetska ekonomija je istovremeno iznenadujuće vitalna i zabrinjavajuće neuravnotežena.

Potrošači u SAD su prezaduženi.

Kao rezultat toga, bez obzira na to šta pokazatelji otkrivaju, **stanje svetske privrede je neizvesno**. Neki veliki izvori rasta danas su neodrživi na dugi rok, jer ne samo da potrošači u SAD ne mogu večno da troše više nego što zarađuju, već ni američko zaduživanje u inostranstvu ne može rasti u nedogled. Konačno, globalna ravnoteža može biti ponovo uspostavljena kroz sporiji rast odnosa potrošnja-rast u SAD u poređenju sa ostatkom sveta. Ipak, niko nije siguran gde su granice, niti koliko će konačno prilagođavanje biti bolno. Hoće li potrošači u SAD prvo smanjiti svoju potrošnju ili će se prvo stranci umoriti od kreditiranja SAD? Hoće li nas okolnosti iznenaditi ili će promene biti postepene? I hoće li potrošnja na drugim mestima pretrpeti posledice ovakvog stanja?⁴

Evropa uglavnom stagnira...

S druge strane okeana, Evropska Unija se suočava sa godišnjom stopom inflacije od 2,6%⁵, što je za pola procentnog poena više nego u prvih devet meseci prošle godine. BDP raste zahvaljujući rastu novih članica Unije, u Evro zoni rast iznosi samo 1,2% na godišnjem nivou (pogledati *Tabelu T-1*). Potrošnja stanovništva je takođe u porastu, ali samo kada je reč o novim članicama. Slična situacija je i sa investicijama, izvozom i uvozom. Ono što je za nas posebno bitno jeste da i pored pada potrošnje stanovništva u Nemačkoj i Italiji, raste naš izvoz prema ovim zemljama. Da li to nagoveštava da su naši proizvodi postali konkurentni? Odgovor mora biti potvrđan kad se uzme u obzir da se taj rast dešava uprkos činjenici da je zavisnost privreda od izvoza visoka (višak u spoljnotrgovinskoj razmeni Nemačke iznosi 4% od BDP-a), i da postoji potreba da se proizvodnja preusmeri na domaće potrošače.

...a Rusiji i našim susedima uglavnom ide dobro.

Rast cena sirove nafte na svetskom tržištu svakako je doprineo da stopa rasta BDP-a Rusije, našeg najvećeg spoljnotrgovinskog partnera, bude na vrlo visokom nivou u proteklom periodu. Ipak, nestabilnost tržišta i politički problemi unutar zemlje uslovili su da rast ruske privrede u prvoj polovini godine bude manji nego u 2004. godini. Rast izvoza u zemlje našeg regiona uslovljen je, pre svega, prilično stabilnim stanjem u regionu u proteklom periodu (kako ekonomski, tako i politički), ali i činjenicom da se dobar deo spoljnotrgovinske razmene obavlja između bivših jugoslovenskih republika. Stvaranje zone slobodne trgovine zemalja Jugoistočne Evrope moglo bi u narednom periodu da poboljša ekonomski položaj zemalja u regionu i olakša im put ka Evropskoj Uniji.

4 "Restoring the balance", *The Economist*, 24. septembar 2005, strana br. 14

5 Rast BDP-a zemalja EU u prvoj polovini 2005. naspram istog perioda prethodne godine.

Izvor: www.epp.eurostat.cec.eu.int

Tabela T-1. Svet: Privredni rast i inflacija, 2004-2005

U %	Realni BDP					Troškovi života	
	u odnosu na prethodnu god.		u odnosu na prosek prethodne god., desezonirani			u odnosu na prethodnu god.	
	2004	2005	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q2 2005	Q3 2005
Svet ukupno	3,8	3,0	3,5	3,3	3,0	2,5	2,9
od čega:							
SAD	4,2	3,5	3,8	3,3	3,5	2,9	3,7
Kanada	2,9	3,0	2,1	3,2	3,8	1,9	2,7
Latinska Amerika	6,2	4,2	2,4	5,0	3,1	6,8	6,1
Japan	2,6	2,4	5,8	3,3	2,4	-0,1	0,1
Australija	3,3	2,4	2,1	5,2	1,6	2,5	2,8
Kina	9,5	9,0	9,5	6,7	8,5	1,7	2,7
Indija	6,9	7,2	6,9	10,0	4,0	4,0	2,6
Evro zona	1,8	1,2	1,5	1,2	1,5	2,0	2,3
Nemačka	1,1	0,9	3,0	0,0	1,5	1,6	2,0
Velika Britanija	3,2	1,6	1,0	2,0	1,5	1,9	2,3
Rusija	7,2	5,9	3,2	9,9	7,0	13,4	12,4

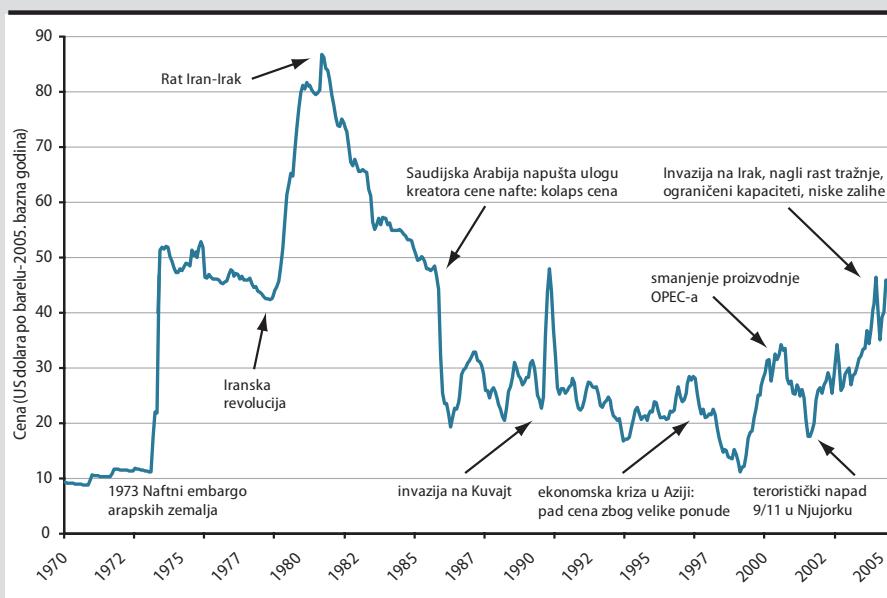
Izvor: JPMorgan.

Svetska privreda je u zaletu, ali EU stagnira.

Okvir 1. Naftno tržište u 2005. godini još ne pogađa svetski privredni rast

U prvih 7 meseci ove godine, cena sirove nafte (WTI) porasla je za 39%. Javnost zaokuplja pitanje da li će ovaj rast izazvati ozbiljne poremećaje u svetskoj privredi, kao što je to bilo u prethodna dva naftna šoka. Odgovor zavisi od procene dugoročnog kretanja uslova ponude i tražnje koji su uticali i utiču na cene sirove nafte i naftnih derivata.

Ponuda oscilira. Cenovna ekspanzija je otpočela u 2003. god. zbog vanrednog smanjenja ukupne proizvodnje (pogledati Grafikon T-1). Na to treba dodati i generalni štrajk u Venecueli u decembru 2002. god. i **ratove** u Iraku i Nigeriji. Vanredne okolnosti nadovezale su se na hronične probleme: **stari izvori nafte** koji ubrzano smanjuju svoj učinak poput onih u Severnom moru¹:

Grafikon T-1. Najvažniji događaji i realne cene nafte na svetskom nivou, 1970-2005¹⁾

Izvor: Energy Information Administration.

1) Nominalne cene su deflacionirane indeksom troškova života u SAD; jun 2005=100

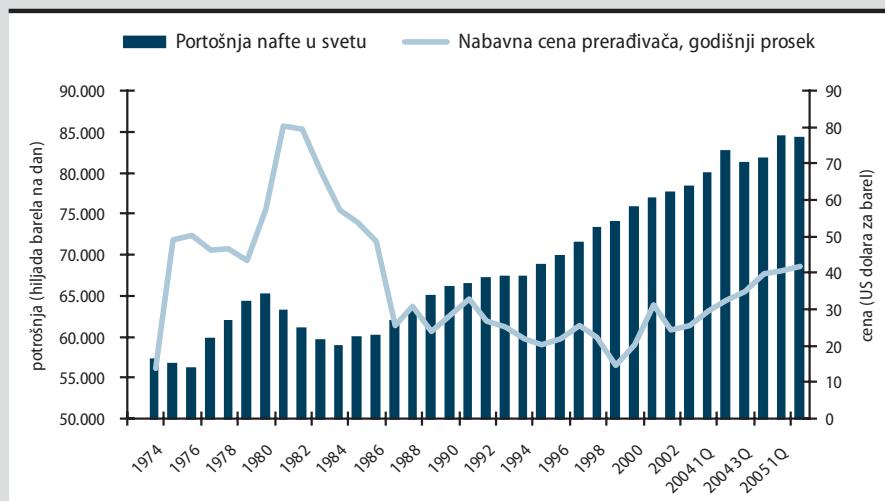
Skokove u ceni nafte obično "okidaju" udari na ponudu.

¹ Na primer, u 2001. godini Norveška je proizvodila 3,4mb dnevno, a u 2004. proizvodnja je pala na 3,1mb dnevno; slična situacija je i sa Velikom Britanijom.

Potrošnja nafte prilagođava se samo velikim promenama u realnoj ceni nafte.

Iran se takođe suočava sa veoma visokom stopom pada proizvodnje (9%). Pored toga, usled izbjivanja afera sa Yukos-om, **Rusija** je tokom poslednje dve godine imala usporeniji rast izvoza, a nove investicije su izostale zbog visokog poreza na proizvodnju i izvoz nafte², kao i nedostatak poverenja "naftaša" u sigurnost svojih investicija. Konačno, razorni uragani izbacili su naftne platforme u meksičkom zalivu gotovo van upotrebe, a dve glavne luke kojima se distribuirala nafta su uništene.

Grafikon T-2: Kretanje potrošnje i realne cene sirove nafte, 1973-2005¹⁾



Izvor: Energy Information Administration.

1) Nominalne cene su deflacionirane indeksom troškova života u SAD; jun 2005=100

Tražnja nejenjava. U toku 2004. godine, posledice rasta uvoza nafte, pre svega, od 38,9% u Kini i 19,4% u SAD dovele su do naglog rasta ukupne tražnje od 2,8 miliona barela dnevno. Odgovor na veliki rast tražnje bio je porast ukupne ponude od 3 miliona barela dnevno. S obzirom na to da je u 2004. god. slobodnih kapaciteta bilo svega milion barela dnevno, javlja se problem nedostatka kapaciteta koji bi podmirili dalji rast tražnje.

Reakcija tržišta. I pored svega navedenog, reakcija tržišta na nagli skok cena nije ni izdaleka onakva kakva se desila 1974. ili 1982. godine, i nije došlo do naglog smanjenja tražnje. Ima dva razloga za to: prvo, iako je trenutna cena nafte nominalno na najvišem istorijskom nivou, u realnim proporcijama cena je bitno niža nego u periodu 1979-1986. god. kada je, u današnjim US dolarima, dostigla nivo od 86 dolara po barelu (pogledati Grafikon T-2). Drugo, posle naftnog udara 1982. god. svet je prilagodio tehnologiju proizvodnje i potrošnje tako da je doprinos energije ukupnim troškovima, a prema tome i njihovom rastu, mnogo manji. Dakle, "osetljivost" na cene energetika je smanjena zahvaljujući: značajnom povećanju produktivnosti u razvijenim zemljama; preusmeravanju zemlja OECD-a na iskorišćavanje alternativnih izvora energije (nuklearne i solarne, kao i energije iz veta i vode); poreskom sistemu u većini razvijenih zemalja (iako visoki, porezi na naftu opadaju sa porastom cena nafte čime je efekat povećanja cena ublažen); promenama u proizvodnji nafte (upotreba bituminoznih škriljaca u proizvodnji) i racionilazaciji u potrošnji goriva (porast tražnje za tzv. hibridnim vozilima).

Perspektive: Porast cena u 2004. god. privukao je mnoge investitore, pa je došlo i do špekulacija na tržištu, posebno na tržištu fjučersa. Promptna isporuka bila je jeftinija nego isporuka dogovorena u nekom budućem periodu. Ovo upućuje na zaključak da se očekuje dalji rast cena nafte i naftnih derivata. Za sada je sigurno je da se i pored rasta cena sirove nafte na svetskom tržištu u 2005. god. (blizu 70 dolara za barel u septembru) nastavlja rast ukupne potrošnje (procena u 2005. god. na 84 miliona barela dnevno), kao i da svetska privredna konjunktura još nije pokazala da je pogodjena ovakvim kretanjima cena³.

2 Procenjuje se da će ovogodišnji rast ruske proizvodnje biti svega 260 hiljada barela dnevno.

3 Radi poređenja, prosečna dnevna potrošnja nafte u 2001. god. bila je 77,7 miliona barela dnevno.

3. Cene i devizni kurs⁶

Cene su u septembru, posle sedam meseci upornog, visokog rasta, konačno pokazale znake usporavanja. U odnosu na isti mesec prethodne godine, rast cena na malo pao je u septembru na 16,5% sa 17,2% u avgustu (pogledati Tabelu T-2). U prethodnih 7 meseci ovaj rast držao se iznad 17% (junska inflacija od 16,8% predstavlja izuzetak, pogledati komentar u Okviru 2). Padu su doprinele kako cene poljoprivrednih proizvoda, tako i bazne cene čiji je 12-mesečni porast pao na 14,3% sa preko 15% u prethodnim mesecima (NBS).⁷ Rast indeksa troškova života na 12-mesečnom nivou u septembru takođe pokazuje blagi pad (na 14,7%), ali indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda pokazuje ubrzanje sa 13,9% u avgustu na 15% u septembru (pogledati Grafikon T-3). Rast cena industrijskih proizvođača na nižem je nivou od porasta cena na malo jer ovaj indeks nije pogoden uvođenjem PDV-a na početku godine, te sad pokazuje očekivanu tendenciju konvergencije prema cenama na malo.

U septembru rast cena konačno pokazuje male znake usporavanja...

Tabela T-2. Srbija: Cene na malo, 2003-2005

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo				
	dec. 2002=100	12-m	kumulativ ¹⁾	ROBA	Poljoprivredni proizvodi	Industrijski prehrambeni proizvodi	Industrijski neprehrambeni proizvodi	USLUGE
						kumulativ ¹⁾		
2003								
Mart	101,8	114,1	101,8	100,4	104,6	99,1	100,5	105,8
Jun	103,7	114,2	103,7	101,9	118,0	99,0	101,2	108,8
Septembar	105,6	110,2	105,6	104,4	90,1	101,1	106,9	109,0
Decembar	107,8	107,8	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1
2004								
Mart	109,7	107,8	101,8	101,0	105,1	101,6	100,4	103,9
Jun	113,3	109,3	105,1	105,1	125,6	104,6	103,8	105,3
Septembar	117,6	111,4	109,2	109,4	105,7	110,7	109,3	108,5
Decembar	122,6	113,7	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
2005								
Mart	128,8	117,4	105,1	103,8	115,0	104,7	109,6	106,6
Jun	132,4	116,8	108,0	107,0	147,8	107,1	104,6	110,7
Jul	135,0	117,5	110,1	109,3	133,0	107,6	109,2	112,6
Avgust	135,6	117,2	110,6	109,3	126,0	108,3	109,2	114,3
Septembar	137,1	116,5	111,8	110,7	119,2	110,1	111,2	115,3

Izvor: Tabela P-1. u Analitičkom prilogu.

1) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

(posle skoka na početku godine, rast cena ne menjava do septembra)

Okvir 2. Administriranje cenama električne energije ponovo instrument kontrole inflacije

O korekciji cene električne energije ovog jula govorilo se kao o dodatnom faktoru inflacije – u julu je 12-mesečni rast cena skočio na 17,5% sa 16,8%. Međutim, jun 2005. god. bio je 11-i mesec po redu bez korekcije cena električne energije u uslovima ubrzane inflacije. Julska korekcija od 9,4% zapravo nije bila dovoljna da održi realni nivo cena električne energije. Da je korekcija izvršena bar u skladu sa porastom cena proizvođača industrijskih proizvoda (12%), što bi kupovnu moć Elektroprivrede Srbije održalo grubo nepromjenjenom, cene na malo porasle bi za još oko 0,3%. Da je ova korekcija, pak, izvršena u skladu sa rastom cena na malo, što bi održalo njen relativni nivo, cene na malo porasle bi za još 0,8%.

⁶ Detaljni mesečni indeksi dati su u tabelama u Analitičkom prilogu.

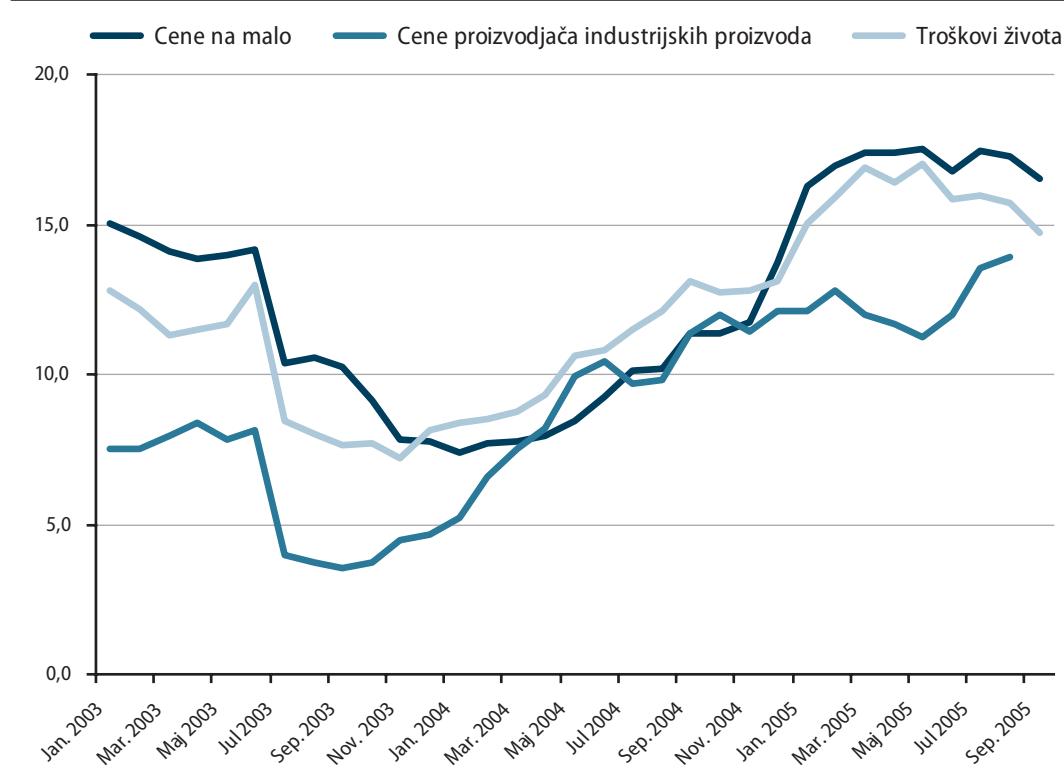
⁷ Videti o definiciji bazne inflacije u tekstu o inflaciji u tekstu Pod lupom 1. QM još uvek ne raspolaže direktno podacima o ponderima cena.

...ali ipak rano je za radovanje.

Rano je ipak za radovanje. Moguće je da je usporavanje inflacije na 12-mesečnom nivou samo posledica toga što je prošle godine baš u septembru krenulo ubrzavanje inflacije, u kom se ona, za samo nekoliko meseci sa 11% popela na 17%. Ako se takvo ubrzavanje ne desi opet ove godine, realizacija ciljeva ekonomске politike neće biti moguća. Ubrzavanje inflacije bi se ipak moglo desiti zbog ubrzavanja privrednog rasta u Q2 i Q3, a u odsustvu tešnje fiskalne politke.

Grafikon T-3. Srbija: Izabrani indeksi cena, 2003-2005, 12-m rast (u %)

Godišnji rast cena na malo, troškova života i cena industrijskih proizvoda, konvergira.



Izvor: Tabela P-2. u Analitičkom prilogu.

U sklopu indeksa cena na malo, cene usluga porasle su brže nego cene roba. Tabela T-2 pokazuje dinamiku rasta indeksa cena na malo, kao i njegovih najkrupnijih komponenata. U prvih devet meseci ove godine, cene roba porasle su za 10,7%, dok su cene usluga porasle za 15,3%. Visoki rast cena usluga može se objasniti visokim rastom cena transportnih i komunalnih usluga koje su vezane za troškove nafte i naftnih derivata. Cene poljoprivrednih proizvoda u okviru indeksa cena na malo su u svom uobičajenom sezonskom ritmu dostigle vrhunac ovog juna i od tada padaju. U preostalom delu godine može se očekivati njihov rast.

Inflaciju podstiču fundamentalni faktori.

Detaljnija analiza inflacije predstavljena u tesktu *Pod lupom 1* upozorava protiv olakog pripisivanja rasta cena u 2005. god. klizanju kursa ili egzogenim faktorima. Njen zaključak je da oko jedna trećina inflacije u 2005. god. do danas može da se pripše egzogenim faktorima kao što su PDV i rast cena naftnih derivata. Veći deo, pak, zavisi od fundamentalnih faktora, tj. domaće konjunkture.

Devizni kurs realno apresira.

Kurs dinara naspram evra od početka godine do kraja septembra depresirao je nominalno 12,9%, a apresirao realno za 2,5%. Nominalna depresijacija blago je ubrzana u poslednja tri meseca, ali ne dovoljno da spreči realnu apresijaciju (pogledati *Tabelu T-3*). Realni kurs naspram evra, uvezši u obzir rast cena u Evro zoni (pogledati fusnotu u *Tabeli T-3*), posle oštре apresijacije u prvom kvartalu godine, i dalje blago apresira. Trenutno se realni kurs

Tabela T-3. Srbija: Kretanje kursa evra, 2003-2005

	Nominalni				Realni				EUR/USD
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	Realni kurs ³⁾ (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾		
2003									
Mart	64,3829	104,7	106,8	104,7	103,6	95,7	103,6	1,0698	
Jun	64,2679	104,5	106,0	104,5	101,6	94,4	101,6	1,1444	
Septembar	65,9556	107,2	108,2	107,2	103,0	100,2	103,0	1,1459	
Decembar	68,3129	111,1	111,1	111,1	104,9	104,9	104,9	1,2503	
2004									
Mart	69,8000	113,5	108,4	102,2	105,9	102,2	101,0	1,2199	
Jun	72,1759	117,3	112,3	105,7	106,9	105,2	101,9	1,2166	
Septembar	75,0001	121,9	113,7	109,8	107,2	104,1	102,2	1,2330	
Decembar	78,8850	128,2	115,5	115,5	108,9	103,8	103,8	1,3616	
2005									
Mart	81,0520	131,8	116,1	102,7	107,0	101,0	98,2	1,2970	
Jun	82,5172	134,1	114,3	104,6	106,8	99,9	98,0	1,2180	
Jul	82,9982	134,9	113,7	105,2	105,2	98,9	96,6	1,2040	
Avgust	84,2574	137,0	114,3	106,8	106,6	99,7	97,9	1,2357	
Septembar	84,4958	137,4	112,7	107,1	106,2	99,1	97,5	1,2295	

Izvor: Tabela P-3. u Analitičkom prilogu.

1) Prosek meseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS.

2) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

3) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evro zoni. Indeks je izračunat po formuli: $RE = (NE/p) \times p^*$, gde je:

RE - indeks realnog kursa;

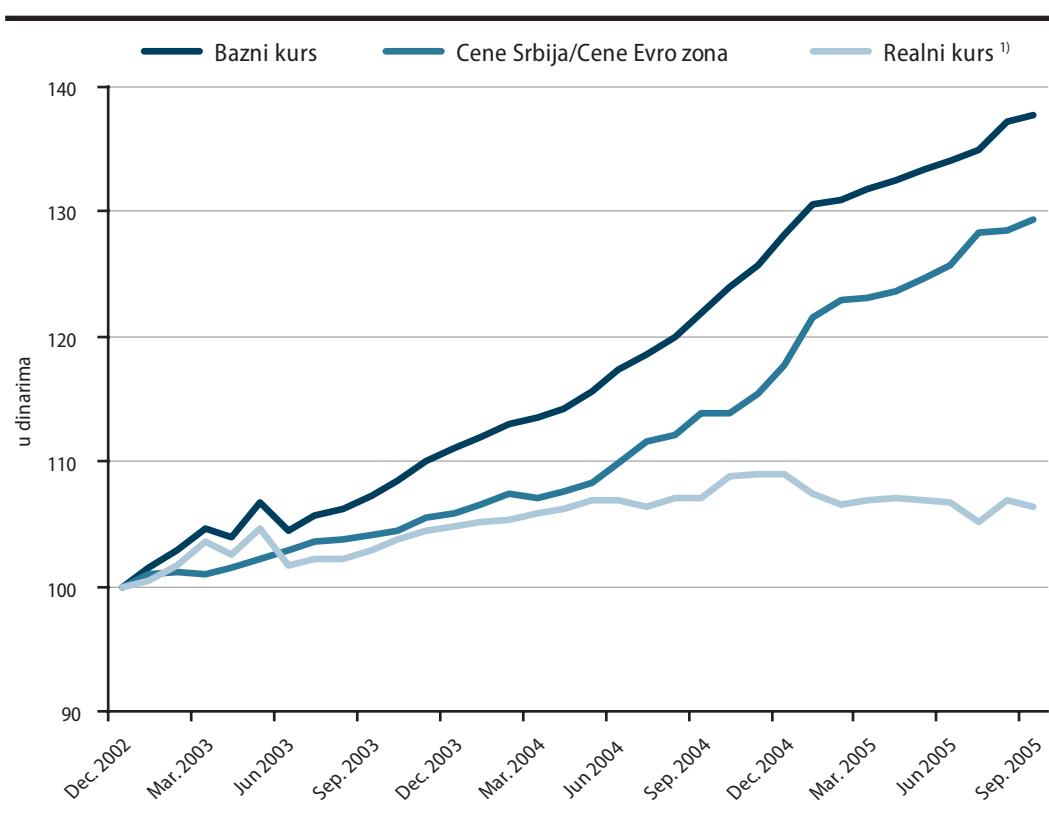
NE - indeks nominalnog kursa;

p - indeks cena na malo u Srbiji;

p* - indeks rasta troškova života u Evro zoni.

Dinar depresira nominalno, ali realno i dalje apresira.

Grafikon T-4. Nominalni i realni kurs dinar/evro, 2003-2005



Realna depresijacija dinara prema evru dostigla je maksimum krajem 2004. godine.

Izvor: Tabela P-3. u Analitičkom prilogu.

1) Pogledati definiciju realnog kursa u Tabeli T-3.

nalazi tačno na nivou s kraja jula 2004. god. (pogledati *Tabelu T-3* i *Grafikon T-4*).

4. Privredni Rast

Rast proizvodnje je solidan, ali sporiji od prošle godine.

Rast proizvodnje u prvoj polovini ove godine bio je, po svemu sudeći, solidan uprkos negativnim tonovima koji se često čuju u javnosti, iako sigurno sporiji nego prošle godine. Ovaj zaključak u proseku podržavaju pokazatelji RZS-a, mada verujemo da su kako negativna, tako i pozitivna stvarna kretanja, manje ekstremna nego što oni pokazuju. Negativan ton stvara statistika industrijske proizvodnje koja pokazuje pad od 2,4% u odnosu na isti period prošle godine (pogledati *Tabelu T-5*), iako su stope rasta bruto domaćeg proizvoda u cenama iz 2002. god. koje RZS objavljuje od ove godine, vrlo visoke (6,1% u odnosu na isti period prošle godine, pogledati *Tabelu T4*). U svakom slučaju, proizvodnja onih sektora čija je proizvodnja pala, oporavlja se kako odmiče godina, a pad je bio najoštlijiji u prvom kvartalu.

Realni BDP raste 6,1%.

4.1. BRUTO DOMAĆI PROIZVOD

Prema podacima statistike, realni BDP u prvoj polovini 2005. god. porastao je za 6,1% u poređenju sa istim periodom prošle godine, ali ta stopa uprosećuje vrlo divergentne tendencije koje je teško objasniti. S jedne strane, poljoprivreda, prerađivačka industrija i građevinarstvo u prvoj polovini godine u odnosu na isti period prošle godine opadaju više procentnih poena (građevinarstvo čak 12,5%). S druge strane, trgovina i saobraćaj rastu više od 20% (pogledati *Tabelu T-4*). Ako materijalna proizvodnja opada, dok uvoz istovremeno stagnira, nameće se pitanje ko to toliko trguje? Šta se to prevozi? U celini uzev, teško je razumeti kako industrijska proizvodnja pada ako rastu i ukupan izvoz i uvoz intermedijarnih proizvoda. Verujemo da je odgovor u rastu proizvodnje manjih proizvođača koji nisu dovoljno dobro obuhvaćeni indeksom industrijske proizvodnje. Zanimljivo je da veliki doprinos rastu BDP-a daje komponenta poreza umanjena za subvencije koja raste 13,8% u odnosu na isti period prethodne godine; bruto dodata vrednost (BDV) bez poreza raste 2 procentna poena sporije od ukupnog BDP-a (4,4%). I ovaj raskorak u stopama rasta poreza i bruto dodate

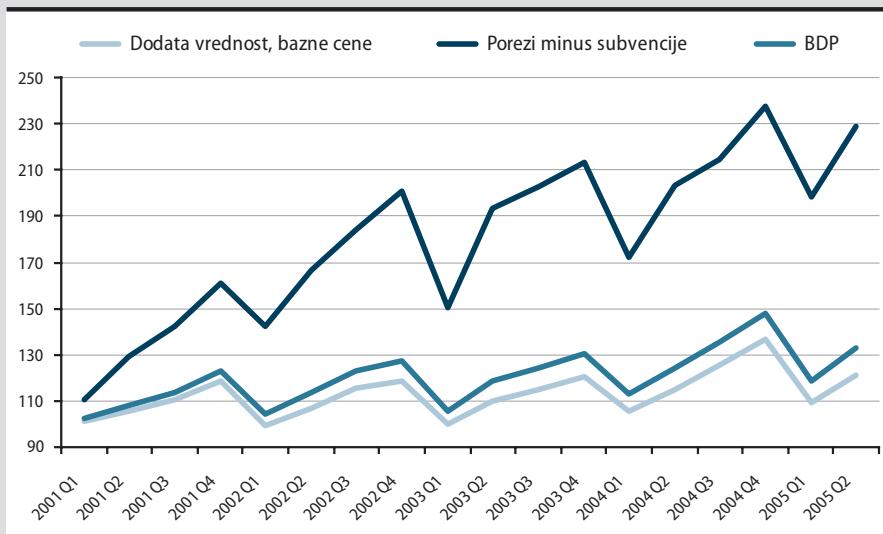
Okvir 3. Statistički obuhvat ne prati uspeh fiskalizacije

Vrlo visoki rast poreske komponente bruto domaćeg proizvoda ispoljava se kroz ceo period od 2001. god. do danas, što je naravno odraz sve uspešnije fiskalizacije, odnosno porasta obuhvata privrede koja plaća porez. Indirektni porezi ulaze u obračun BDP-a, kada se on obračuna sa aspekta proizvodnje – na cenu koštanja proizvoda dodaju se indirektni porezi, čime se njihova vrednost izražava u tržišnim cenama. Ukoliko poreske stope nisu promenjene, proporcija indirektnih poreza i vrednosti proizvodnje svih proizvoda koji im podležu mora biti konstantna. Slična stabilnost u proporciji može se očekivati i kod BDV-a i indirektnih poreza.

U prvoj polovini 2005. god. realna naplata poreza bila je 78,5% veća nego u prvoj polovini 2001. god. (naspram porasta bruto dodate vrednosti od samo 11,3% u istom periodu), a njihovo učešće u ukupnom BDP-u 2005. god. popelo se na 18,7% u poređenju sa 10,9% u prvom kvartalu 2001. god. (*Tabela T-4*). S obzirom na to da nije bilo bitnijih promena poreskih stopa u ovom periodu, jasno je da je u pitanju povećana fiskalizacija, što je uostalom i bio cilj poreske politike. Međutim, postavlja se pitanje da li je statistika povećavala svoj obuhvat proizvodnje u skladu sa povećavanjem obuhvata koji su postigli poreski organi? Pod pretpostavkom da je stopa naplate indirektnih poreza u potpunosti proporcionalna sa formalnom ekonomskom aktivnošću, porast učešća poreza u ukupnom BDP-u moguć je samo usled dva scenarija. Prvi je da je statistika i pre fiskalizacije uspešno obuhvatala kompletnu proizvodnju u zemlji, uključujući i sivu ekonomiju. Drugi, da statistički obuhvat formalne ekonomije ne raste uporedo sa njenom formalizacijom. Drugi scenario je u našem slučaju mnogo verovatniji. Naravno, pretpostavka da naplata indirektnih poreza stoji tačno u proporciji sa BDV-om u celoj privredi

(pogotovo do uvođenja BDV-a) mora se relaksirati jer su oni proporcionalni samo sa vrednošću ukupne proizvodnje dobara koja podležu indirektnim porezima. Ipak, stvarna razlika u dinamici proizvodnje dobara koja podležu indirektnim porezima i ukupne BDV u privredi, ne može da objasni tako veliki raskorak u rastu poreza i BDV kao što pokazuje statistika, pa ostaje zaključak da statistika ne povećava svoj obuhvat istim tempom kao poreski organi.

Grafikon T-5. Srbija: Kretanje komponenti bruto domaćeg proizvoda, 2001-2005¹⁾



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

1) U stalnim cenama iz 2002. god.

Realna naplata indirektnih poreza raste mnogo brže od bruto dodate vrednosti.

Tabela T-4. Srbija: Bruto domaći proizvod, 2003-2005¹⁾

U %	12-m indeksi			Bazni indeksi $(Q1+Q2)_{2005}/(Q1+Q2)_{2001}$	Učešće 2004
	2003	2004	2005		
			Q1 Q2 Q1+Q2		
Ukupno	102,4	108,6	105,3	106,8	106,1
Porezi minus subvencije	109,5	109,0	115,3	112,6	113,8
Bruto dodata vrednost	101,1	108,5	103,1	105,6	104,4
Poljoprivreda	93,0	118,9	97,1	101,6	99,5
Prerađivačka industrija	94,0	108,9	93,0	96,5	94,9
Građevinarstvo	110,8	103,5	80,8	92,7	87,5
Saobraćaj	109,5	115,6	119,7	122,4	121,1
Trgovina na veliko i malo	111,5	109,2	118,9	121,3	120,2
Ostalo	103,0	102,9	104,0	104,6	104,3

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

1) U stalnim cenama iz 2002. god.

Rast BDP-a je prosek ekstremno visokog rasta usluga i pada u materijalnoj proizvodnji.

vrednosti znak je teškoća sa statističkim obuhvatom. (Pogledati *Okvir 3*).

4.2. INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

Indeks industrijske proizvodnje, prikazan u *Tabeli T-5*, pada za 2,4% u prvoj polovini 2005. god. ali postoji tendencija oporavka posle naglog pada s početka godine. Analizu industrijske proizvodnje otežava karakteristično neujednačena dinamika indeksa

Posle naglog pada u prvom kvartalu industrijska proizvodnja se oporavlja.

industrijske proizvodnje, kako zbog velikih divergencija u sektorskim performansama, tako zbog njihovih naglih promena iz perioda u period. Dok je ritam rasta tokom 2004. god. bio prilično stabilan i brz, 7,1% u celoj godini, s početkom 2005. god. dolazi do naglog pada.

Tabela T-5. Srbija: Rast industrijske proizvodnje, 2003-2005

Pad u 2005. god. počinje naglo, kao što je naglo skočio rast u 2004. godini.

U %	12-m indeksi								$\frac{(Q1+Q2)_{2005}}{(Q1+Q2)_{2002}}$	Učešće 2004		
	2003				2004							
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q1+Q2					
Ukupno	97,0	109,3	105,8	105,4	108,2	96,9	98,4	97,6	100,7	100,0		
Vađenje ruda i kama	100,8	117,6	94,2	93,4	95,9	96,8	100,9	98,8	97,3	6,8		
Prerađivačka industrija	95,4	111,0	111,0	106,0	110,7	93,8	95,9	94,9	96,4	74,3		
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	102,1	100,7	84,2	112,5	104,1	105,8	112,3	109,0	103,2	18,9		

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

Rast/pad industrijskih sektora objašnjavaju različiti faktori.

Verovatno je dobar deo te neujednačenosti posledica niskog nivoa poslovanja nekih sektora, što čini da se i relativno male promene ispoljavaju kroz velike (pozitivne ili negativne) stope rasta (pogledati *Okvir 4*).

Kretanja u nekim sektorima jasno su uslovljena specifičnim faktorima koji deluju na te sektore. Brzi rast proizvodnje osnovnih metala usledio je posle prodaje smederevskog Sartida krajem 2003. godine, tako da je u prvoj polovini 2005. god. u odnosu na isti period 2003. god. taj rast iznosio čitavih 65%; usled rasta izvoza raste i proizvodnja u sektoru petrohemije; pad proizvodnje u sektoru koji proizvodi građevinski materijal uslovjen je padom u građevinarstvu; za električnu energiju je jasno da kretanje proizvodnje zavisi od sezonskih faktora i dinamike generalnih remonta.

U celini, kretanje prerađivačke industrije rezultat je različitih tendencija u tražnji za investicionim i potrošnim dobrima (pogledati *Grafikon T-6*). Za potrebe analize, indekse proizvodnje prerađivačke industrije agregirali smo u tri grupe: investicione, intermedijarne i potrošne. Nismo koristili zvaničnu podelu proizvoda po nameni, jer smo iz analize isključili one sektore koji su usled privatizacije ili drugih razloga imali specifičnu i vrlo naglašenu

Tabelu T-6 Srbija: Proizvodnja prerađivačke industrije po nameni, 2003-2005. Rezultati su dati u *Tabeli T-6*.

Proizvodnja investicionih dobara pada brže od potrošnih...

...ali se proizvodnja potrošnih ipak oporavlja.

U %	12-m indeksi								$\frac{(Q1+Q2)_{2005}}{(Q1+Q2)_{2002}}$	Učešće 2004
	2003		2004		2005		Q1+Q2			
	Q1+Q2	Q3+Q4	Q1	Q2	Q1+Q2					
Investiciona dobra ²⁾	85,4	119,9	100,9	82,1	82,1	82,1			87,7	12,4
od toga:										
Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina	97,2	114,5	109,5	84,7	100,8	92,7			98,0	2,2
Proizvodnja mašina i uređaja, osim električnih	90,0	168,4	114,2	67,0	47,4	57,2			85,4	3,8
Intermedijarna dobra ³⁾	83,0	99,3	116,6	81,3	86,0	83,6			78,7	3,1
Potrošna dobra ⁴⁾	97,4	105,4	104,7	97,2	102,3	99,7			107,6	44,7
od toga:										
Proizvodnja prehrabnenih proizvoda i pića	97,9	105,8	102,4	99,5	107,6	103,5			106,5	22,5
Proizvodnja hemijskih proizvoda	114,6	118,6	118,4	100,5	101,3	100,9			136,1	8,3

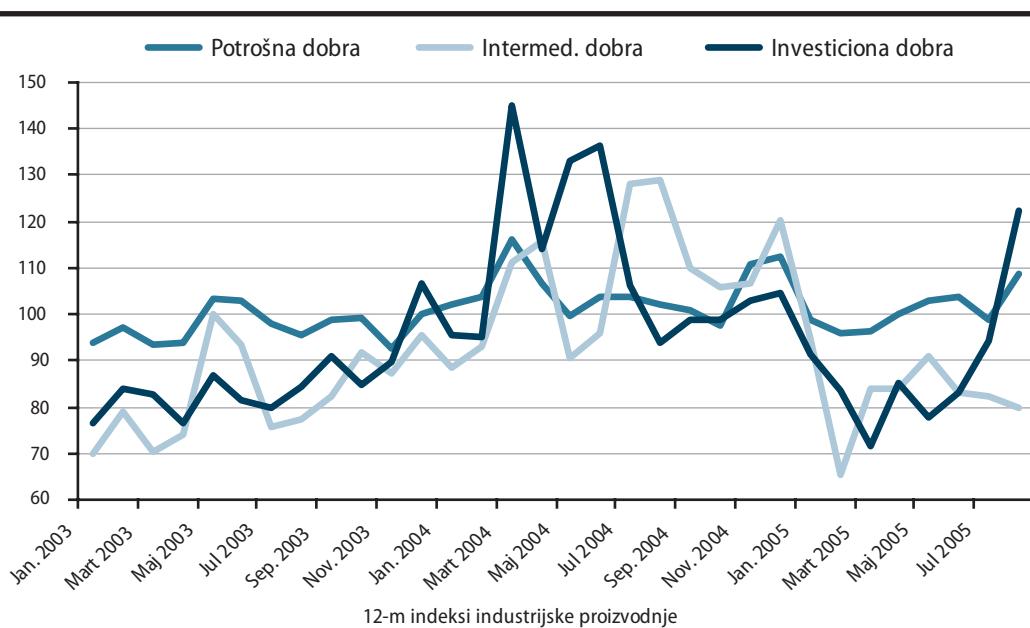
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

1) Podela ne odgovara zvaničnoj klasifikaciji proizvoda po nameni i napravljena je za potrebe analize.

2) U ovu grupu smo svrstali proizvode iz sledećih sektora: proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina, proizvodnja mašina i uređaja, osim električnih, proizvodnja kancelarijskih i računskih mašina, električnih mašina i aparata, radio TV i komunikacione opreme, preciznih i optičkih instrumenata i proizvodnja motornih vozila i prikolica.

3) U grupi intermedijarnih dobara su: proizvod od drveta i plute, sem nameštaja, proizvodnja celuloze, papira i prerada papira i sektor reciklaže. U grupu nisu uključeni proizvodi iz sektora koji su imali specifičnu i vrlo naglašenu dinamiku proizvodnje u 2004. – osnovni metali, proizvodnja građevinskog materijala i petrohemija.

4) U grupu potrošnih dobara nisu uključeni duvanski proizvodi. Detaljnija analiza duvanske proizvodnje data je u *Okvir 4*.

Grafikon T-6. Srbija: Kretanje industrijske proizvodnje po nameni, 2003-2005

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

Pad u investicionoj tražnji preduzeća privatizovanih pre 2004. god. najverovatnije objašnjava naglo usporavanje industrijske proizvodnje u prvoj polovini 2005 god., posle njenog brzog rasta u 2004. godini. Vlasnici preduzeća privatizovanih tokom 2002. i 2003. godine, obavezali su se da će u narednom periodu investirati preko 700 miliona evra. Značajnije investicije započete su u drugoj polovini 2003. i tokom 2004. godine.⁸ Kako je ostvarena privatizacija u 2004. god. bila neznatna tako su i nove investicije tokom 2005. godine, a naročito one krupne koje stvaraju tražnju za proizvodima velikih tradicionalnih proizvođača, verovatno bile bitno manje nego u prethodnoj godini. To je uslovilo pad u sektorima koji proizvode investicionie i intermedijarne proizvode (Tabela T-6). Moguća prezastupljenost tradicionalnih proizvođača u indeksu samo bi još više naglasila ovaj efekat na indeks jer su tradicionalni proizvođači kapitalnih dobara verovatno bili glavni isporučiocci za velika privatizovana preduzeća.

Indeks proizvodnje potrošnih dobara je na približno istom nivou kao u istom periodu prethodne godine, mada je u drugom kvartalu porastao, verovatno usled preusmeravanja tražnje sa uvoznih na domaće proizvode. Najveće učešće u proizvodnji potrošnih dobara ima prehrambena industrija kod koje se može zapaziti prilično ujednačena dinamika proizvodnje u prethodnom periodu. Ista konstatacija ne važi u slučaju hemijske industrije koja, iako u prvoj polovini 2005. god. u proseku raste, ima velike oscilacije u proizvodnji. Uzrok tih oscilacija je nejasan, pogotovo što proizvođači u farmaceutskoj industriji tvrde da njihov sektor stabilno raste (oko 15% godišnje), a farmaceutska industrija čini oko 40% ukupne hemijske industrije.

Kretanje proizvodnje potrošnih dobara sugerise da možda "nova privreda" nije dovoljno zastupljena u obuhvatu indeksa industrijske proizvodnje. Začuđuje da su indeksi proizvodnje tekstila, obuće i proizvodnja nameštaja, u prvih sedam meseci ove godine, bili u velikom padu, dok je izvoz tekstila i obuće (koji iznosi gotovo polovinu od proizvodnje ovih sektora) u porastu. Takođe, nivo uvoza intermedijarnih dobara za proizvodnju nameštaja prilično je stabilan i ne vidimo razloge za pad proizvodnje. Postavlja se pitanje da li nedovoljan obuhvat malih preduzeća, koja češće pripadaju "novoj ekonomiji", u proizvodnji potrošnih dobara doprinosi prenaglašavanju pada.

Investiciona dobra prethode intermedijarnim - možda se nazire preokret?

Tradicionalni proizvođači prate investicionu tražnju.

Ostala proizvodnja raste sporije nego što bi se očekivalo.

⁸ QM nema informacije o tome koji deo ukupnih obaveza je investiran, ili obavezan za investiranje u prvoj godini. Iskustvo pokazuje da veći strani kupci (čije investicione obaveze prelaze 60% od ukupnih) bitno prebacuju preuzetu obavezu u prvoj godini.

U svakom slučaju, pad očitavan u indeksima industrijske proizvodnje nije prevashodno posledica pada likvidnosti usled uvođenja PDV-a. Prvo, bilo bi potrebno da prođe neko vreme od uvođenja PDV-a do zastoja u proizvodnji, a on je započeo u istom trenutku kad je uveden PDV, januara 2005. godine. Drugo, struktura sektora koji pokazuju pad ili rast ne odgovara obrascu koji bi se očekivao da je potres izazvan uvođenjem PDV-a. Moglo bi se očekivati da PDV naročito pogodi sitne proizvođače koji su sirovine kupovali preko većeg broja posrednika, kao i same posrednike koji sada svojim prisustvom povećavaju cenu, ali indeks industrijske proizvodnje pokazuje upravo suprotno - pad velikih proizvođača.

U prvih šest meseci 2005. godine, učešće sektora koji su imali rast proizvodnje u ukupnoj proizvodnji preradivačke industrije bilo je 57,5%, a poraslo je na 69,2% u julu i avgustu, tako da se može očekivati oporavak do kraja godine.

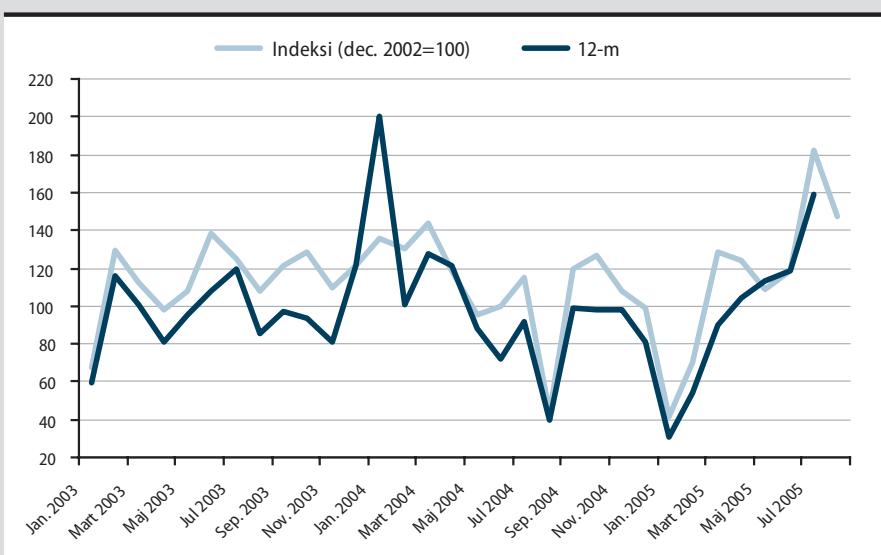
Okvir 4. Indeks proizvodnje duvanske industrije – primer kretanja koje prati logiku privatizacije

Sektor proizvodnje duvanskih proizvoda, kao jedan od perspektivnih sektora u preradivačkoj industriji Srbije (ucešće od 1,7% u ukupnoj industrijskoj proizvodnji u prvoj polovini 2005. godine, uz očekivani rast), tipičan je primer sektora koji se u zadnjih par godina odlikuje velikim oscilacijama u proizvodnji (pogledati Grafikon T-7) i koji je doprineo velikom padu industrije u prvoj polovini 2005. godine.

U drugoj polovini 2005. god. proizvodnja u ovom sektoru, posle gotovo godinu dana konstantnog pada, naglo počinje da raste. Ovakvo ponašanje rezultat je privatizacije dva najveća proizvođača krajem 2003. godine. Novi vlasnici su u drugoj polovini 2004. god. započeli velike investicije u nova postrojenja za proizvodnju cigareta iz sopstvenog proizvodnog programa. Kako je u tom periodu veći deo postojećih kapaciteta bio van upotrebe, indeks proizvodnje duvana pao je blizu nule, a prethodno, u prvih nekoliko meseci 2004. god. proizvodilo se za zalihe, pa je 12-mesečni indeks proizvodnje dostigao 200%. Po završetku investicija, početkom 2005. god. otpočela je proizvodnja novih marki cigareta i, s obzirom na to da je tražnja vrlo visoka, a uvoz smanjen, usledio je rast proizvodnje. Kao rezultat toga, u narednom periodu očekuje se i rast izvoza, ali i veći uvoz duvana zbog slabe ponudu na domaćem tržištu. Do rasta uvoza duvana kao sirovine može da dođe i zbog ulaska na tržište dva nova proizvođača krajem februara 2005. godine.

Grafikon T-7. Srbija: Mesečni indeksi proizvodnje duvanske industrije, 2003-2005

Obim proizvodnje duvana naglo se menja.



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

4.3. GRAĐEVINARSTVO

Građevinarstvo beleži pad aktivnosti u prvoj polovini 2005. godine, sudeći po svim zvaničnim pokazateljima, ali je on verovatno manji nego što zvanični podaci govore. U svakom slučaju, ovaj pad je posledica privremenih faktora (temperature i uvođenja PDV-a). Prvi uzrok pada je veoma oštra zima tokom koje je prosečna dnevna temperatura od sredine januara do sredine marta bila ispod nule, dok je u istom tom periodu prethodne godine temperatura bila u plusu. Drugi uzrok pada aktivnosti u građevinarstvu, naročito u sektoru stanogradnje je, neizbežno, uvođenje PDV-a. Iz više izvora nam je potvrđeno da je u poslednjem kvartalu 2004. god. ubrzano završavana izgradnja stanova⁹. Kao i u dosta drugih oblasti, ovo je dovelo do neobičajeno velike aktivnosti u poslednjem kvartalu 2004. godine, a zatim do neuobičajeno velikog pada u prvom kvartalu 2005. godine.

Građevinarstvo beleži ozbiljan, ali privremeni pad.

Izmereni pad u građevinarstvu (*Tabela T-4*) treba prihvati sa rezervom jer kvartalna istraživanja RZS-a obuhvataju samo građevinske aktivnosti većih građevinskih firmi, čija se dinamika može bitno razlikovati od manjih firmi koje nisu obuhvaćene istraživanjem. Osim toga, visoko je i učešće sive ekonomije u proizvodnji ovog sektora. Prema nekim procenama, skoro 1/3 građevinske delatnosti u Srbiji u 2002. god. obavljala se u okviru sive ekonomije¹⁰. Iako je u poslednjih par godina učešće sivog sektora svakako smanjeno, on sigurno i dalje utiče na ukupnu građevinsku aktivnost.

Podaci o proizvodnji cementa potvrđuju ozbiljan, ali kratkotrajan pad u građevinarstvu. Analizom proizvodnje građevinskog materijala (naročito cementa) proveravamo podatke o padu građevinarstva u prva tri meseca 2005. godine. **Proizvodnja cementa naglo pada u prvom kvartalu ali se naglo oporavlja u drugom kvartalu tekuće godine i premašuje nivo drugog kvartala 2004. godine.** Međutim, ako gledamo ukupno prva dva kvartala, proizvodnja cementa i dalje je na nižem nivou nego u istom periodu 2004. godine. Bilans spoljnotrgovinske razmene sektora za proizvodnju građevinskog materijala bio je u čitavom ovom periodu na prošlogodišnjem nivou. To znači da se proizvodnja građevinskog materijala može smatrati dobrim indikatorom potrošnje ovog materijala, koja je, pak, neposredno povezana sa nivoom građevinske aktivnosti.

Potrošnja cementa brzo se oporavlja u drugom kvartalu.

⁹ Za više detalja o stanogradnji videti istraživanje o investicijama u Republici Srbiji.

¹⁰ Videti studiju "Siva ekonomija u Srbiji", G17 Institut, decembar 2002.

5. Platni bilans i spoljna trgovina

5.1. BILANS U CELINI

Akumulacija deviznih rezervi je na rekordnom nivou.

NBS je ostvarila rekordnu sezonalnu akumulaciju neto deviznih rezervi u prvih 7 meseci ove godine. Velikom poboljšanju platnog bilansa doprineli su kako tekući, tako i kapitalni račun. Osim privremenih faktora, najveći doprinos poboljšanju dali su rekordni porast izvoza, dalje zaduživanje domaćih rezidenata u inostranstvu, i visok priliv stranih direktnih investicija (SDI). Više faktora sugerire da se iza dobrog dela deviznog priliva krije i "uterivanje" gotovinskih tokova u formalne kanale, zahvaljujući kombinovanom efektu PDV-a i integracije bankarskog sektora u međunarodno tržište kapitala.

Izvoz raste mnogo brže od uvoza...

Izvoz raste mnogo brže od uvoza i to je dalo najveći doprinos poboljšanju tekućeg bilansa. Takođe, uvođenje PDV-a dovelo je do privremenog oštrog smanjenja uvoza u prvom kvartalu ove godine, a i do trajnijeg smanjenja uvoza proizvoda koji su zbog PDV-a poskupeli. Deficit bilansa tekućih plaćanja za period januar-jul bio je čak upola manji od onog u istom periodu prošle godine (628 naspram 1.119 miliona evra – pogledati *Tabelu T-7*), pre svega, jer je izvoz robe i usluga u toku celog posmatranog perioda bio za skoro 600 miliona veći nego u istom periodu prethodne godine (2.818 naspram 2.129 miliona evra) i jer je vrednost uvoza robe u prvom kvartalu 2005. god. bila 400 miliona evra manja (pogledati *Tabelu P-4* u *Analitičkom prilogu*). Nagli pad uvoza u prvom kvartalu posledica je stvaranja zaliha uvozne robe u decembru 2004. god. na koju je PDV u januaru podigao poresko opterećenje najmanje u vrednosti od 300 miliona evra (pogledati tekst u rubrici *Pod lupom 2*).¹¹ Međutim, i u periodu maj-jul, kada trošenje decembarskih zaliha uvoznih proizvoda verovatno jenjava, deficit tekućeg bilansa manji je za preko 30% od ostvarenog u istom periodu u protekle dve godine, opet zahvaljujući poboljšanom bilansu robne trgovine.

Postoji fundamentalno poboljšanje u spoljnotrgovinskim tokovima, i pored indikacija da se rast uvoza u poslednje vreme ubrzava, jer rast izvoza ne jenjava. Iako je teško govoriti o trajnijim tendencijama u rastu dok ne prođe još neko vreme od udara izazvanih PDV-om, može se zaključiti da će se sužavanje deficitu nastaviti dokle god izvoz raste više od 2,4 puta brže od uvoza. Naša je ocena da je to svakako tako. Iskazani spoljnotrgovinski trendovi iz perioda maj-jul (analizirani u sledećem pododeljku) prevode se u smanjenje trgovinskog deficitu od oko 10%, ili za više od 2 procentna poena BDP-a na godišnjem nivou. U svakom slučaju, sužavanje deficitu je dobrodošlo ma kojim tempom da se odvija, jer predstavlja promenu u odnosu na negativne trendove u prethodnim godinama.

...jer je poboljšana izvozna ponuda, a i tražnja je malo preusmerena.

Ovako ozbiljan preokret u spoljnoj trgovini rezultat je spleta faktora, a samo u manjoj meri željene kontrakcije u domaćoj tražnji. Pre svega, smatramo da su "krivci" faktori ponude u rastu izvoza. Izvoz postojano raste u granama koje su u najvećoj meri privatizovane, a i u sektorima u kojima su otklonjene administrativne barijere za izvoz u EU (odeća i obuća). Sledеći faktor jeste relativno poskupljenje dela uvozne robe čiji je uzrok PDV, bilo zbog toga što je ukinuto poresko izuzeće (recimo proizvodi informacione tehnologije) ili zato što je uz PDV otežano izbegavanje plaćanja poreza (kod potrošnje robe koju su uvozili dugi lanci posrednika, na primer). Uklanjanje cenovnog dispariteta imaće trajan efekat na nivo uvoza ove robe, ali verovatno ne i na njegov rast. I, konačno, pad uvoza kapitalnih dobara verovatno je dobrim delom rezultat i usporavanja investicione aktivnosti, tj. domaće tražnje u odnosu na 2004. godinu, mada je na velikom padu uvoza kapitalnih dobara verovatno doprinelo i smanjeno "naduvavanje" uvoznih faktura.

¹¹ I rast izvoza mnogo je veći kada se u analizu uključi prvi kvartal 2005. godine, ali to nije zbog stvaranja zaliha izvoza prethodnog decembra, već zbog toga što je baza sa kojom se taj izvoz poredi - prvi kvartal 2004. godine, bila izuzetno niska (najniža zabeležena vrednost izvoza u jednom kvartalu u više godina).

Ostale stavke u bilansu tekućih plaćanja ne beleže poboljšanja u neto iznosu, mada se zaščita zanimljiv proces koji ukazuje da je usisavanje likvidnosti posle uvođenja PDV-a podstaklo monetizaciju i ubrzalo kruženje finansijskih sredstava između neformalnog i formalnog finansijskog sistema. S jedne strane, NBS je povećala obim otkupa deviza od menjača (1.016 miliona evra u poređenju sa 750 miliona evra), a s druge strane, povećan je odliv doznaka u inostranstvo, kao i plaćanja za uvoz usluga, tako da je bilans transfera nepromjenjen. Dakle, verovatno je da su ulazak stranih banaka na domaće tržište i uvođenje PDV-a podstakli legalizaciju tokova plaćanja. Skok u uvozu usluga svakako je povezan sa uvođenjem PDV-a, jer neke usluge koje su ranije bile podložne plaćaju poreza na promet usluga sada su oslobođene (na primer, određeni tipovi usluga oslobođeni su plaćanja ako je sedište izvrsioca u inostranstvu). To znači da se sada neposredno kroz bankarski sistem vrše plaćanja prema inostranstvu sredstvima koja su ranije domaći rezidenti nezakonito zadržavali na inostranim računima, i njima vršili plaćanja mimo domaćeg finansijskog sistema. Vidno je i bitno povećanje plaćanja po osnovu kamata – koje je razumljivo s obzirom na to da je zaduživanje domaćih rezidenata povećano u proteklom periodu, kao i to da su se zvanične donacije prepolovile u odnosu na isti period prošle godine, a u skladu sa već ispoljenim i očekivanim trendom.

Bilans ostalih tekućih transakcija je nepromjenjen.

Tabela T-7. Srbija: Platni bilans, 2003-2005¹⁾

	2003		2004		2005	
	dec.	mart	jul	dec.	mart	jul
kumulativi, u milionima evra						
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-1535	-596	-1119	-2343	-268	-628
Bilans robe i usluga	-3789	-1192	-2727	-5328	-733	-2074
Izvoz robe i usluga	3385	869	2129	4294	1020	2818
Porast (12-m, u %)	11,0	9,9	12,3	26,9	17,4	32,4
Uvoz robe i usluga	-7174	-2061	-4856	-9623	-1754	-4892
Porast (12-m, u %)	-10,5	-23,2	-20,3	-34,1	14,9	-0,8
Kamate, neto	-178	-34	-68	-170	-55	-128
Tekući transferi	2011	552	1463	2737	450	1485
od čega: otkup deviza, neto	1091	244	750	1496	322	1016
Zvanične donacije	421	79	213	418	33	94
GREŠKE I PROPUSTI	370	75	2	372	-121	-344
KAPITALNE TRANSAKCIJE	2032	287	952	2489	468	1642
Strane direktnе investicije (SDI)	1177	172	318	766	260	641
Ostale investicije	856	115	634	1722	207	1000
Srednjeročni i dugoročni krediti, neto ²⁾	625	60	503	1203	-26	672
Ostalo ³⁾	231	55	131	519	233	328
DEVIZNE REZERVE NBS, neto, korišćenje (+)	-868	234	165	-517	-79	-670
PRO MEMORIA						
u % BDP						
Izvoz robe i usluga	20,2	5,0	12,3	24,8	5,4	15,0
Uvoz robe i usluga	42,7	11,9	28,1	55,6	9,3	26,0
Bilans robne razmene	-22,6	-6,9	-15,8	-30,8	-3,9	-11,0
Bilans tekućih transakcija	-9,1	-3,4	-6,5	-13,5	-1,4	-3,3
BDP u evrima ⁴⁾	16.786	17.306	17.306	17.306	18.795	18.795

Izvor: Tabela P-4 u Analitičkom prilogu.

1) Originalni podaci u US dolarima, su konvertovani u evre na mesečnom nivou po mesečnom proseku zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS.

2) Neto korišćenja, razlika korišćenja i otplate glavnice po srednjeročnim i dugoročnim kreditima.

3) Kratkoročni robni krediti, neplaćeni uvoz nafte i gasa, kratkoročni krediti, ostala aktiva i pasiva, bruto rezerve poslovnih banaka.

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

Veliko je povećanje priliva i u kapitalnom računu.

I kapitalni račun beleži povećanje priliva od blizu 700 miliona evra u odnosu na isti period prethodne godine sa ukupnim prilivom od 1,6 milijardi evra u periodu od januara do jula. Povećanju su približno jednako doprinela dva faktora - finansiranje domaćih rezidenata kroz srednjeročno i kratkoročno zaduživanje i SDI. Iako zaduživanje u inostranstvu nastavlja da raste, ritam tog porasta je smanjen u odnosu na prošlu godinu, a i povećava se teret servisiranja dugova. SDI, pak, beleže dvostruko viši priliv u odnosu na prethodne godine (641 naspram 318 miliona evra od januara do jula).¹² Svakako, ključnu ulogu ove godine odigrala je prodaja više domaćih banaka inostranim kupcima,¹³ a to je proces čije okončanje može da se očekuje u toku naredne godine. Nažalost, FREN još ne raspolaže detaljnijim podacima koji bi mogli da govore o procesima koji su u pozadini manje vidljivih SDI.

Vraća li se domaći kapital?

Veliko pitanje na koje QM još nema odgovor jeste veličina učešća domaćeg kapitala u prilivima koji se registruju kao zaduživanje kod stranih rezidenata. Naša raspitivanja upućuju na činjenicu da je deo srednjeročnog zaduživanja u inostranstvu, ili depozita nerezidenata, zapravo oblik povratka domaćeg kapitala u zemlju. Naime, postoji praksa da strani rezidenti povezani sa domaćim licima izvrše depozit u inostranstvu ili na nerezidentnom domaćem računu kao garanciju za zaduživanje tih povezanih domaćih lica kod banaka. Na taj način kapital se vraća u zemlju bez identifikacije pravog vlasnika. Sad kad privrednici imaju povećane potrebe za likvidnošću radi plaćanja PDV-a, verovatno je vraćanje kapitala u ovom zavijenom obliku pojačano, što je, pak, povećalo zaduženost privrede prema inostranstvu. Za sad nismo u mogućnosti da damo procenu veličine tog toka. Ukoliko bi se utvrdilo da je on značajan, to bi bio dodatni signal o vitalnosti privredne aktivnosti i potencijala rasta nove privrede u Srbiji, kao i razlog da se zabrinutost oko porasta zaduživanja u inostranstvu umanji.

Akumulacija rezervi manja je od suficita platnog bilansa.

Akumulacija rezervi od 670 miliona evra bitno je manja od zabeleženog suficita u platnobilansnim tokovima koji iznosi nešto više od 1.000 miliona evra što navodi na zaključak da neki deo povećanja u prilivima verovatno nije stvaran. Razlika između iskazanog platnog bilansa i akumulacije neto rezervi formalno se odražava u oštem smanjenju stavke "greške i propusti" koje po prvi put u višegodišnjem periodu postaju negativne -344 miliona evra. Preokret u stavci "greške i propusti" može da znači ili da neki deo poboljšanja u platnobilansnoj slici ne odgovara stvarnosti ili se, paralelno sa zabeleženim preokretom u platnom bilansu, dogodio još neki preokret u tokovima koje platni bilans ne beleži. Uzimajući u obzir nalaze opisane u sledećem pododeljku, i analizu datu u drugom prilogu rubrike *Pod lupom*, bliži smo zaključku da je deo poboljšanja u trgovinskim tokovima proizведен povratkom kapitala koji je sakriven kroz prikazano veće od stvarnog poboljšanja u trgovinskim tokovima. Naime, privrednik koji želi da iznese kapital, preceniće uvoznu ili umanjiti izvoznu fakturu. A privrednik koji želi da vrati kapital u zemlju uradiće suprotno, tj. potceniće uvoznu ili preceniti izvoznu fakturu. Ova promena u prikazivanju faktura mogla bi biti izazvana bilo promenom poreskih podsticaja, bilo stvarnom potrebom da se kapital unese u zemlju kako bi se platio PDV.

5.2. SPOLJNA TRGOVINA U PERIODU MAJ - JUL 2005. GODINE

Posmatramo period maj-jul jer pretpostavljamo da su zalihe uvoznih proizvoda stvorene u decembru 2004. godine uoči uvođenja PDV-a u velikoj meri potrošene do maja, te da u ovom periodu posmatramo relativno stabilizovane spoljnotrgovinske tokove. Tako stabilizovane tokove uvoza poređimo sa istim periodom prošle godine, mada treba imati u vidu već pomenute jake indikacije da se i na taj način potcenjuje rast, odnosno precenjuje

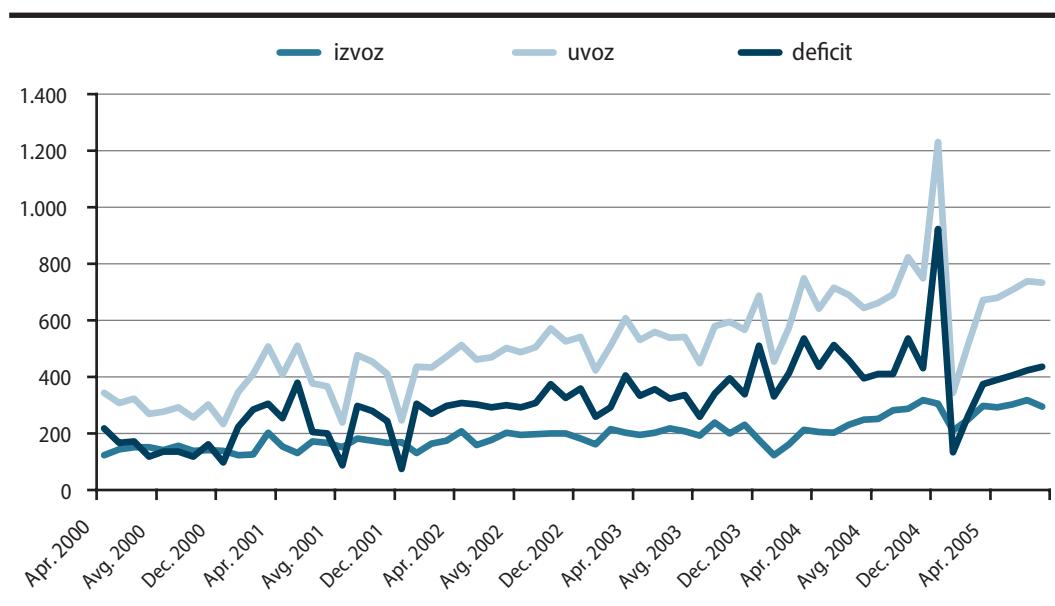
12 Ne postoji sistem praćenja koji bi svedeočio o tome da zabeležene SDI u statistici platnog bilansa pokrivaju skup svih stvarnih priliva.

13 Tačan doprinos prodaje banaka u ukupnim SDI ne može se proceniti iz javno dostupnih podataka, jer jedan deo prihoda od prodaje banaka doprinosi platnim bilansima zemalja čiji su rezidenti formalni vlasnici nekih od banaka.

pad uvoza kapitalnih, a moguće i drugih proizvoda jer sistem poreskih podsticaja uveden početkom ove godine smanjuje sklonost uvoznika ka precenjivanju uvoza. Pouzdanija ocena uvoznih tokova biće moguća tek pošto prođe dovoljno vremena da se oceni novi trend rasta uvoza posle decembra 2004. godine. Detaljnija diskusija mogućeg potcenjivanja uvoza i njegovog rasta u ovoj godini data je u analizi *Pod lupom 2*.

U periodu maj-jul ove godine izvoz je rastao po stopi od 34% a uvoz po stopi od 6,3% u odnosu na isti period prethodne godine. Pokrivenost uvoza izvozom u ovom periodu porasla je sa 29% na 42%, a deficit robne razmene smanjen je, u apsolutnom izrazu, za oko 100 miliona evra, u poređenju sa istim periodom prethodne godine.

Grafikon T-8. Srbija: Izvoz, uvoz i robni deficit, 2000-2005¹⁾



*U decembru 2004. god.
skače uvoz u očekivanju
PDV-a.*

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

1) Vrednosti spoljnotrgovinske razmene iz statistike RZS i platnog bilansa NBS se razlikuju iako NBS preuzima spoljnotrgovinske tokove od RZS. QM će nastojati da dokumentuje razlog u budućnosti.

Detaljnija analiza izvoza svakako sugerije da je njegov rast posledica dva paralelna procesa: oživljavanja krupnih kapaciteta za izvoz usled njihove privatizacije, i porasta izvoza šireg spektra industrijskih proizvoda sa pojedinačno manjim učećem u izvozu. Tabela T-8 prikazuje performanse izvoza po sektorima SMTK-a grupisanim u tri grupe proizvoda. Prva, grupa *Lidera*, sastoji se od samo tri industrije sa vrlo krupnim uticajem na izvoz (crna metalurgija, obojena metalurgija i šećer); druga je grupa *Sledbenika* i sastoji se od osam industrija čiji je pojedinačni doprinos rastu izvoza vredan pomena (odeća, žitarice, obuća proizvodi od kaučuka, plastične materije, nafta i naftni derivati, organski hemijski proizvodi i povrće i voće) dok treću grupu čini sve ostalo. Bitno je da sve tri grupe proizvoda, čak i grupa *Ostalo*, pokazuju značajan rast.

*Raste izvoz širokog
dijapazona robe, a ne
samo metala i šećera.*

Lideri najpre imaju pojedinačno najveća učešća u ukupnom izvozu (u 2004. god, u zbiru 23,6%), potom i najveće međugodišnje stope rasta od svih sektora (87,5% obojeni metali, 82,0% gvožđe i čelik, i 2136% šećer) i konačno, oni objašnjavaju najveći deo porasta izvoza u ovoj godini u odnosu na isti period prethodne godine (u zbiru 54,1%). Vidljivo je da je ekspanzija izvoza metala počela još u prvom kvartalu 2004. godine, posle privatizacije Sartida, Sevala i drugih, dok je izvoz šećera, nakon potpunog zastoja od juna 2003. zbog embarga na uvoz od strane Evropske Unije do utvrđivanja odgovarajuće administrativne procedure, ponovo počeo avgusta 2004. godine.

Drugu grupu sektora identifikovali smo kao *Sledbenike*. Prvo, po pojedinačnom učešću imaju manji značaj za rezultate izvoza (od 2,1 do 6,8% u 2004.godini); drugo, beleže značajne, mada skromnije stope rasta nego *Lideri* i; treće, imaju najveći doprinos rastu ukupnog izvoza posle *Lidera*. U zbiru, *Sledbenici* imaju 28,9% učešća u ukupnom izvozu i sa 29,1% doprinose njegovom rastu u 2005. godini. Treća grupa proizvoda, *Ostalo*, predstavlja skoro polovinu izvoza iz 2004. god, a u rastu učestvuje sa samo 16,7%. Ipak, i izvoz te grupe proizvoda raste po nezanemarljivoj stopi od 13,7% u odnosu na isti period prethodne godine, što potvrđuje utisak da je u toku oporavak izvoza na širokom frontu proizvoda.

Tabela T-8. Srbija: Analiza rasta izvoza, 2004-2005

U %	2004		2005		Doprinos rastu ¹⁾ jan-jul
	Učešće u izvozu	Porast, 12-m avg-dec	Porast, 12-m maj-jul	jan-jul	
Ukupno robe	100,0	39,1	34,3	41,6	100,0
<i>Najbrže rastu Lideri...</i>	Lideri	23,6	312,7	89,9	123,2
	Gvožđe i čelik	13,1	297,8	36,2	82,0
	Obojeni metali	5,8	76,1	58,5	87,5
	Šećer i srodnji pr.	4,7	4116,7	2639,6	2135,9
<i>...ali je brz rast i ostalih proizvoda.</i>	Sledbenici	28,9	27,8	28,6	40,4
	Odeća	4,2	-6,8	80,1	75,1
	Žitarice	2,9	94,7	142,1	101,1
	Obuća	2,1	-11,4	85,0	91,1
	Proizvodi od kaučuka	4,7	21,7	27,7	24,4
	Plastične materije, primarni oblici	3,2	130,3	-13,4	32,2
	Nafta i derivati	2,2	56,1	7,9	34,1
	Organski hemijski proizvodi	2,8	90,4	-15,8	28,7
	Povrće i voće	6,8	6,3	1,9	7,0
	Ostalo	47,4	0,6	15,6	13,4
					16,7

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

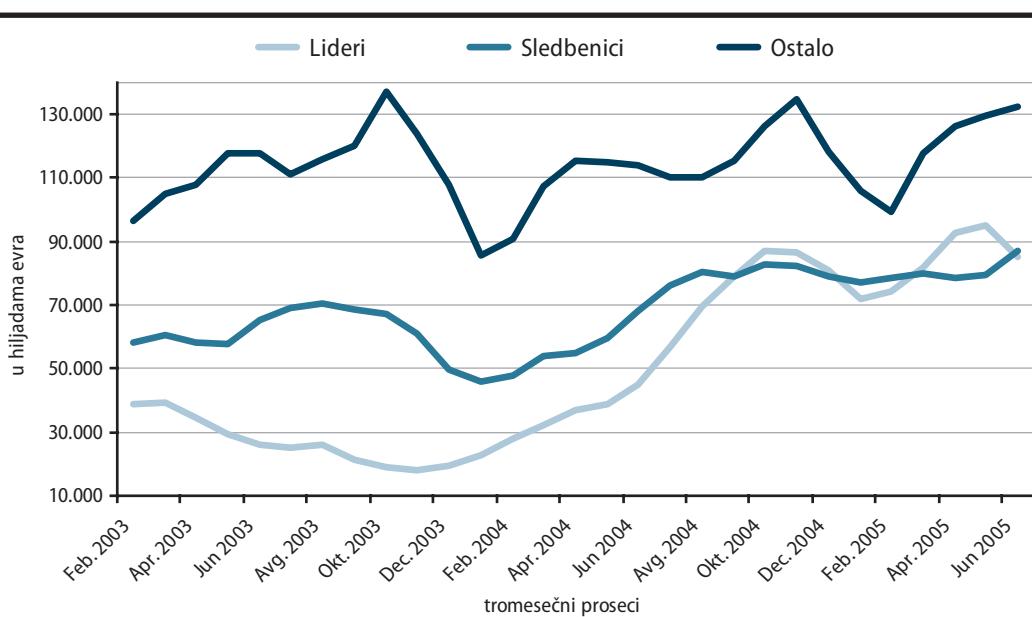
1) Doprinos izvoza sektora u prvih sedam meseci 2005. god. po ukupnom rastu izvoza $\Delta X_i / \Delta X$.

Rast izvoza nije privid.

Naše ispitivanje ubedljivo odbacuje gledište da je rast izvoza šireg spektra proizvoda privid, tj. da izvoz *Sledbenika* i *Ostalih proizvoda* raste usled povećanog fakturisanja zbog uvođenja PDV-a početkom ove godine. Testovi koji istražuju hipotezu strukturnog loma u seriji izvoza s početka 2005. god. daju negativne rezultate (pogledati *Pod lupom 2*), a neposredan uvid u serije izvoza po grupama proizvoda sugerise da je reč o rastu koji se ubrzava još od polovine ili početka 2004. godine. Međugodišnji porast izvoza posledica je trenda koji nije uspostavljen na prelazu između dve godine, već ranije. Na *Grafikonu T-9* vidi se da linije izvoza *Lidera* i *Sledbenika*, kao i izvoza ostalih sektora nisu prelomljene u 2005. godini, i da su tokom čitave 2004. god. (izuzimajući decembar) beležile uspon.

Većini odseka iz grupe *Sledbenika* zajedničko je da uspon izvoza započinje u prvom kvartalu 2004. godine i traje bar do kraja godine. Na *Grafikonu T-10* predstavljeno je kretanje izvoza karakterističnih odseka iz grupe *Sledbenika*: odeća, proizvodi od kaučuka, plastične materije, primarni oblici i organski hemijski proizvodi. Zajednički obrazac za ponašanje izvoza navedenih odseka u celom periodu – od januara 2003. do jula 2005. godine – ne postoji; samo izvoz proizvoda od kaučuka beleži kontinuirani porast, dok izvoz ostalih sektora ima izraženija kolebanja.

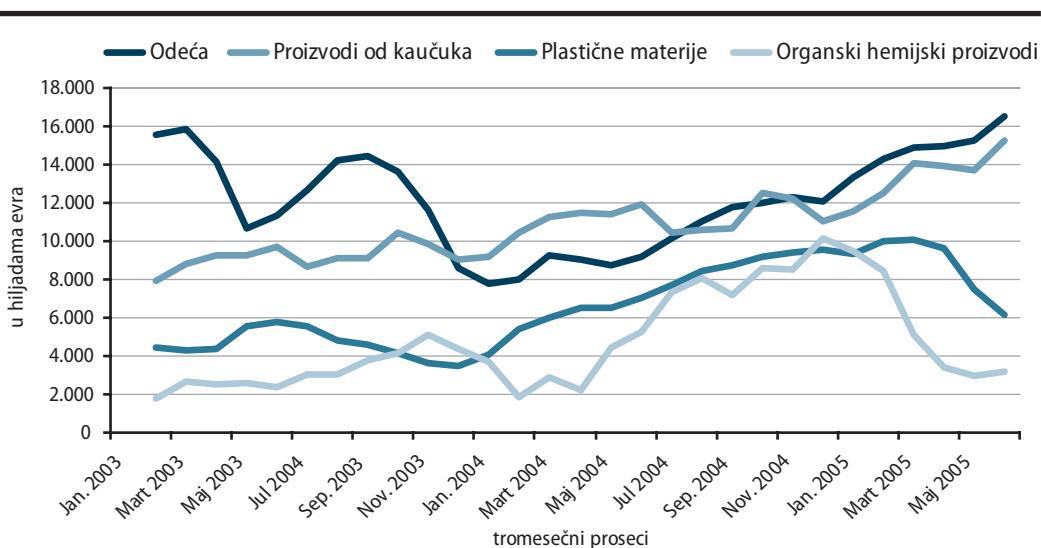
Imajući u vidu navedene promene u dinamici izvoza na nivou agregiranih grupa sektora, kao i na nivou odabranih odseka, može se zaključiti da je ekspanzija izvoza započela početkom 2004. god. i da je ovaj trend rasta nastavljen i u 2005. godine.

Grafikon T-9. Srbija: Izvoz prema dinamici rasta, 2003-2005

Nivo izvoza je minimalan početkom 2004. god. i od tada ubrzava rast.

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

Dalji porast izvoza ovih sektora zavisi od različitih faktora. *Lideri* će nastaviti sa visokom stopom rasta još neko vreme, a naročito dok je svetska tražnja za metalima visoka. *Sledbenici* se mogu grupisati u tri kategorije: poljoprivredno-prehrambeni (žitarice, povrće i voće), hemijski (naftni proizvodi, gume, organski proizvodi, plastične materije) i tekstilni sektor (odeća i obuća). Izvoz poljoprivrednih proizvoda (i šećera iz grupe lidera) kratkoročno zavisi u najvećoj meri od klimatskih uslova. Veći broj uspešnih stranih i domaćih privatizacija u oblasti hemije i ovaj sektor izbacuje u red najpropulzivnijih. Konačno, rast izvoza odeće i obuće, čiji je oporavak počeo početkom 2004. god, u dobroj meri može se pripisati liberalizaciji pristupa tržištu EU (pogledati tekst u *Okviru 5*). Međutim, činjenica da se ovaj rast ne vidi u statistici industrijske proizvodnje ukazuje na mogućnost da se u tekstilnom kompleksu ispoljava rast izvoza malih i srednjih privatnih preduzeća, koji je prethodnih godina bio prikriven usled mnogo većeg pada vrednosti proizvodnje i izvoza velikih tekstilnih (neprivatizovanih) preduzeća.

Grafikon T-10. Srbija: Izvoz izabranih grupa sledbenika, 2003-2005

Nema jednoznačne promene početkom 2005. godine.

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

Okvir 5. Izvoz odeće i obuće podstiče otklanjanje administrativnih barijera

Odeća i obuća tipičan su primer sektora čiji je izvoz bio pod jakim uticajem administrativnih faktora. Izvoz opada i skoro potpuno prestaje tokom 2003. god., zbog toga što organi Državne zajednice nisu bili u stanju da ispunе administrativne procedure za izvoz u EU u uslovima usklađivanja novih odnosa između Srbije i Crne Gore. Krajem 2003. god. počinje postepeni oporavak koji se ubrzava od kraja marta 2005. kada su Srbija i EU potpisale *Sporazum o tekstilu*, a posebno od kada je on stupio na snagu 1. jula ove godine. Tim sporazumom su ukinute kvote i izgledalo je da su time konačno uklonjene sve barijere za izvoz tekstilne industrije u zemlje EU. Čak i posle rešavanja administrativnih problema odobrene kvote su bivale ili vrlo brzo iskorišćene ili su pojedina preduzeća unapred najavljuvala (rezervisala) isporuke koje kasnije nisu bila u stanju da realizuju. Administrativna procedura dokazivanja porekla robe za izvoz, koja je postala posebno složena nakon "šećerne afere", tj. izbijanja sumnji u poreklo šećera koji je Srbija izvozila u EU, dobija na težini nakon ukidanja kvantitativnih ograničenja za izvoz iz Srbije. Često izvoznici tvrde da im je jeftinije da plate carinu nego da prolaze kroz proceduru dobijanja preferencijalnog statusa. Osim toga, da bi se domaći proizvođač kvalifikovao za preferencijalni status, on mora da koristi ili domaće ili evropske sirovine i međuproizvode. Ukoliko mora da uveže sirovinu iz EU, onda cena ponuđenog proizvoda na tržištu EU postaje previška a proizvod nekonkurentan. U svakom slučaju, rastući izvoz dokazuje da se polako i privreda i državnja uprava Srbije uhodavaju u prevazišnju administrativnih prepreka u poslovanju sa razvijenim tržištima.

Ponašanje izvoza *Sledbenika* u julu, kad je došlo do usporavanja rasta izvoza *Lidera*, dalje sugerire da je zalet u ovoj grupi proizvoda postojan i da se zdrav rast i ekspanzija izvoza u 2005. god. ne može pripisati isključivo velikim privatizovanim sektorima. U julu dolazi do potpunog zastoja u izvozu šećera i pada izvoza gvožđa i čelika. Uprkos tome, *Sledbenici*, kao grupa, beleže u julu izvoz veći za više od 30% nego što je bio prosek u prvih šest meseci. Naročito se u julu istakao izvoz obuće (koji je u tom mesecu bio za više od 100% veći u poređenju sa prosekom za prvih šest meseci), povrća i voća (veći za 77%), proizvodi organske hemije (44%), proizvodi od kaučuka (39%) i odeće (21%).

Uvoz raste, ali delovi uvoza još uvek su na nižem nivou od prošlogodišnjeg.

Uvoz intermedijarnih i trajnih potrošnih proizvoda u periodu maj-jul potpuno se oporavlja, dok je uvoz kapitalnih dobara i netrajnih dobara za potrošnju i dalje manji od prošlogodišnjeg. Ukupan uvoz u periodu od maja do jula u ovoj godini veći je od prošlogodišnjeg za 6,3%. Za razumevanje dinamike uvoza posmatramo kategorije uvoza po ekonomskoj nameni u periodu maj-jul, kao što je prikazano u Tabeli T-9. Uvoz energetika je veći za 35,8%, intermedijarnih proizvoda za 16,7%, trajnih proizvoda za široku potrošnju za 5,2%, dok je uvoz kapitalnih proizvoda manji za 11,2%, a netrajnih proizvoda za široku potrošnju za 10,1% u odnosu na isti period prethodne godine. Evidentno je da je uvoz energetika pod snažnim uticajem cene nafte i derivata, ali je zanimljivo da snažno raste i uvoz intermedijarnih proizvoda, čak iako se eliminiše uvoz sektora za koje se može očekivati

Tabela T-9. Srbija: Analiza rasta uvoza, 2003-2005

U %	2003		2004			2005			Doprinos rastu jan-jul
	Učešće u uvozu	Učešće u uvozu	Porast, 12-m jan-april	maj-jul	avg-dec	jan-april	maj-jul	jan-jul	
Ukupno	100,0	100,0	16,9	25,0	44,3	-8,8	6,3	-1,9	100,0
Energija	14,6	15,3	3,8	27,2	79,4	25,1	35,8	29,5	19,8
Intermedijarni proizvodi	34,2	33,2	16,7	22,3	37,4	0,1	16,7	8,0	36,7
Kapitalni proizvodi	26,6	28,8	27,8	30,6	56,5	-29,9	-11,2	-20,9	22,3
Trajni proizv. za široku potrošnju	4,8	4,6	24,6	23,0	26,0	-24,9	5,2	-11,2	4,1
Netrajni proiz. za široku potrošnju	16,5	15,4	13,7	28,3	25,5	-16,5	-10,1	-13,5	14,3
Ostalo	3,4	2,6	16,3	-18,3	-1,6	-28,3	21,8	-14,4	2,8

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

da se sastoje od sirovina i međuproizvoda izvoznih *Lidera*, a to su sektori obojene i crne metalurgije, ruda i šećera. Uvoz intermedijarnih proizvoda, bez uvoza ovih sektora, u periodu maj-jul u ovoj godini raste u odnosu na isti period lane za 5%.¹⁴ To dodatno baca sumnju na podatke koji sugerisu da industrijska proizvodnja i u drugom kvartalu ove godine pada. Prošlogodišnje vrednosti uvoza "povratio je" u letnjim mesecima jedino uvoz trajnih proizvoda za široku potrošnju.

Za pad uvoza kapitalnih dobara ima bar četiri objašnjenja. On delimično odražava pad uvoza proizvoda koji su bili izuzeti od poreza na promet, a sad plaćaju PDV (npr. IT oprema). Drugo, donekle je objašnjenje u tome što je uvoz kapitalnih dobara bio izuzetno visok prošle godine, pa to daje visoku bazu za poređenje. Da bi to proverili, ekstrapolirali smo rast izvoza kapitalnih dobara iz 2003. na 2004. godinu. Uvoz kapitalnih dobara u maju-julu 2005. i dalje je niži u odnosu na tako ekstrapoliran uvoz, ali je on sad samo oko 5% niži, što je upola manji pad neko onaj koji je stvarno zabeležen. Treće, PDV poskupljuje uvoz svih kapitalnih dobar zbog finansijskog troška do povraćaja poreza, tako da mnogi uvoznici odlaze uvoz u nastojanju da nađu način da taj trošak minimiziraju ili izbegnu. Na kraju, neki deo pada može se objasniti i promenom u proporciji uvoza kapitalnih dobara čija se vrednost naduvava, što je objašnjeno u rubrici *Pod lupom 2*.

Pad uvoza netrajnih dobara za široku potrošnju najverovatnije se objašnjava kako povećanjem cene one uvozne robe koja je ranije izbegavala plaćanje poreza na promet, tako i smanjenom likvidnošću uvoznika ove robe, usled uvođenja PDV-a. Naime, veliki deo ove vrste roba u Srbiju uvozio se preko dugačkih lanaca malih posrednika. Na primer, jedan trgovac dostavlja robu drugom i svaki se izuzima od poreza na promet uz "izjavu", tj. uz dokument da je roba kupljena radi dalje preprodaje. Dobar deo te robe bi u nekoj karici lanca "skliznulo" iz formalne u sivu ekonomiju, nikad se ne podvrgavajući porezu na promet. Uvođenje PDV-a dvostruko je pogodilo ove trgovce: malo ko u lancu je likvidan da finansira PDV do njegovog povraćaja, a podvrgavanje ove robe plaćanju PDV-a dovelo je do njenog poskupljenja i učinilo je manje konkurentnom. Objašnjenje koje se može čuti u javnosti da je uvoz potrošnih roba pao zbog smanjenja platežne sposobnosti građana nije ubedljivo. Naime, da je u pitanju pad u platežnoj sposobnosti kupaca, onda bi pao i uvoz trajnih roba za široku potrošnju, a to se nije dogodilo.

Analiza uvoza po odsecima pokazuje da najpropulzivniji izvozni odseci predstavljaju istovremeno i najveće i najdinamičnije uvoznike. Visoka proizvodnja i izvoz lidera povukli su i visok uvoz repromaterijala. Potrebno je oceniti neto efekat ovih odseka na bilans spoljne trgovine, ali su za to potrebni dezagregirani podaci nego što su oni kojima *QM* raspolaze. Sagledavanjem odseka koji imaju dominantno učešće u ukupnom uvozu, odsek koji beleže najveći rast uvoza i onih koji su najzaslužniji za pad uvoza u 2005. god, dolazimo do nekoliko zaključaka.¹⁵ Prvo, najveći uvoz, pored nafte i naftnih derivata, čine drumska vozila i pojedini odseci kapitalne opreme, crne i obojene metalurgije i hemijske industrije. Drugo, zahvaljujući eksplozivnom skoku uvoza u 2005. god. (161,5%), na listi najvećih uvoznika javlja se sektor mineralne rude i otpaci metala - izuzimajući naftu i derivate, ovaj sektor je najodgovorniji za međugodišnji porast uvoza u period april-jul. Očigledno je da je ekspanzija proizvodnje i izvoza crne i obojene metalurgije povukla i visok uvoz sirovina neophodnih za proces reprodukcije ovih sektora. Treće, slične tendencije mogu se uočiti i kod drugih sektora koji su važni za poslovanje sektora metalurgije: na listama odseka sa najvećim učešćem, najbržim porastom izvoza i najvećim doprinosom negativnom rezultatu uvoza od aprila na ovamo, nalaze se gvožđe i čelik i obojeni metali.

Uvoz kapitalnih dobara je poskupeo, a manja je i investiciona tražnja.

I uvoz potrošne robe je poskupeo, ali uvoz trajnih dobara raste.

Rast izvoza povlači sa sobom i rast uvoza.

¹⁴ Analiza je samo približno tačna, s obzirom na to da posmatrani sektori SMTK obuhvataju robu iz različitih namenskih grupa (a ne samo intermedijarne proizvode).

¹⁵ U obzir su uzeti samo sektori koji imaju učešće u ukupnom uvozu iznad 2%. Kako bismo izolovali uticaj PDV-a na rezultate uvoza u 2005. god. (prepostavljamo da su efekti PDV-a isčezli nakon prvog kvartala), uporedili smo i međugodišnje vrednosti uvoza samo za period od aprila do jula.

6. Fiskalni tokovi i politika

PDV donosi prvi suficit u javnim finansijama...

S provođenje fiskalne politike u prvoj polovini 2005. god. obeležilo je uspešno uvođenje PDV-a koje je, uprkos blagom povećanju javnih izdataka, omogućilo da budžet Srbije ove godine po prvi put uđe u mali suficit. U prvoj polovini godine prihodi konsolidovanog fiskalnog sistema¹⁶, realno su porasli za 5%, rashodi za 1,5% u odnosu na isti period prethodne godine¹⁷, dok je štednja konsolidovanog javnog sektora iznosila oko 1% BDP-a.¹⁸

...ali i rashodi rastu.

Ostvareno i očekivano dalje povećanje poreskog priliva rebalansom budžeta raspoređeno je na povećanje planiranog budžetskog suficita za oko 10 milijardi dinara po staroj (ili 32,2 milijarde dinara po novoj) budžetskoj klasifikaciji i povećanje budžetskih rashoda za 11 milijardi dinara. Fiskalnom štednjom, tj. suficitom, smanjuje se agregatna tražnja, ali nedovoljno da se ona stavi pod kontrolu i nadomesti nedovoljna štednja privatnog sektora – što bi stvorilo prostor za investicioni razmah finansiran bankarskim kreditima. S tim ciljem, i Gradsko veće grada Beograda usvojilo je odluku o smanjenju izdataka u iznosu od 3,5 milijarde dinara.

Suficit ostvaruju i Republika i lokalne vlasti.

U prvih šest meseči ostvaren je suficit javnih finansija u iznosu od 8 milijardi dinara. Suficit je zabeležen u budžetu Srbije i lokalnih vlasti u približno podjednakom iznosu. Kako bi se rebalansom planirani suficit ostvario, budžet Srbije treba da ostvari dodatni suficit od 28 milijardi dinara u drugoj polovini godine. Ukupni javni prihodi nominalno su porasli za 23%, a značajan doprinos rastu dao je PDV koji sada učestvuje sa više od 30% u ukupnim javnim prihodima. Rebalansom budžeta Srbije povećan je godišnji plan prihoda od PDV-a sa 179 na 206 milijardi dinara. Prihodi od akciza zabeležili su nizak rast, zbog smanjenja akciza na naftne derivate, kako bi se umanjile posledice rasta cena sirove nafte i primene uredbe Vlade o usklađivanju maloprodajnih cena naftnih derivata.¹⁹ Prihodi od doprinosa i carina rasli su u skladu sa godišnjim planom i kretanjima osnovnih makroekonomskih agregata.

U javnoj potrošnji prednjače penzije.

Javna potrošnja uvećana je u odnosu na planiranu s početka godine za 11 milijardi dinara. Ovi dodatni rashodi uglavnom su uzrokovani većim transferima penzionim fondovima (do većeg rasta penzija došlo je usled veće inflacije i realnog rasta zarada), dok rashodi na drugim budžetskim pozicijama nisu redukovani za ekvivalentan iznos. U strukturi, tekući rashodi rasli su sporije od kapitalnih, koji su i dalje na veoma niskom nivou. Značajno smanjenje subvencija nije praćeno smanjenjem ostalih kategorija tekućih rashoda, naročito rashoda za plate, a što je bilo očekivano. Najznačajniji rast zarada ostvaren je kod lokalnih samouprava.

Kretanje docnji nije poznato.

Podaci o docnjama budžeta Srbije nisu uključeni u redovni izveštaj Ministarstva finansija o stanju i strukturi javnog duga pa se ne može reći da li one rastu ili opadaju. Na osnovu javnih nastupa činovnika Vlade, kompanija i nezavisnih ekonomista docnje su najprisutnije kod penzijskog fonda zaposlenih (1,5 neisplaćena penzija), penzijskog fonda zemljoradnika (oko 22 neisplaćene penzije), fonda zdravstva (dug dobavljačima), kao i docnje različitih ministarstava

¹⁶ QM u ovom broju neće prikazati svoju procenu konsolidovanih fiskalnih računa, jer još uvek nisu otklonjene bitne nedoumice o obuhvatu podataka. Ipak, procena ukupnog rezultata dovoljno je pouzdana za upotrebu u analizi.

¹⁷ Realni izraz dobijen je deljenjem sa rastom indeksa cena na malo u odgovarajućem periodu.

¹⁸ Za procenu štednje javnog sektora oslanjamo se na nepreciznu ali pouzdanu procenu na osnovu kretanja državnih depozita i kredita u monetarnim računima (Tabela T-11). Naime, polazimo od pretpostavke da se ta štednja odražava u promeni neto dinarske pozicije države. Naravno, ne može se isključiti mogućnost da i deo promene u neto deviznoj poziciji države odražava povećanje/smanjenje u štednji, ali sigurno ne pravimo veliku grešku ako pretpostavljamo da je državna devizna pozicija pod pretežnim uticajem promene u imovini države: prilivi pretežno predstavljaju privatizacione prihode, a odlivi otpлатu stare devizne štednje.

¹⁹ Akcize na derivate nafte smanjene su u dva navrata, u maju i avgustu, po 3 milijarde dinara. Procena Ministarstva finansija je da će po ovom osnovu prihodi od akciza biti manji za 6 milijardi dinara u 2005. godini.

za preuzetu a neplaćenu robu i usluge, gde prednjače Vojska SCG i Direkcija za puteve. Procene iznosa ovih neisplaćenih obaveza kreću se i do 60 milijardi dinara.²⁰ Ministar finansija najavio je da će servisiranje obaveza prema penzionerima kroz obveznice početi naredne godine.

Dostizanje postavljenih fiskalnih ciljeva i budžeta do kraja godine biće teško, naročito ako imamo u vidu nivo suficita koji treba da se ostvari u drugoj polovini godine. Na strani prihoda budžeta Srbije, najveći rizik javlja se kod ostalih i neporeskih prihoda koji deluju preambiciozno projektovani, ali i kod prihoda od akciza nakon izmene akcizne politike kod derivata nafte. Na strani rashoda, inflacija, koja je veća od planirane u budžetu, podiže rashode koji su zakonima i normama indeksirani odnosno koji se usklađuju automatski. Ovo se, pre svega, odnosi na penzije i druga socijalna davanja, ali i na ostale vrste rashoda koje će biti teško zadržati na planiranom nivou usled pritisaka sindikata.

Ciljevi fiskalne politike teško su ostvarivi.

Okvir 6. Otplata stare devizne štednje više nije trošak

Novom budžetskom klasifikacijom otplata stare devizne štednje i Zajma za preporod Srbije postali su stavka u finansiranju budžeta kao amortizacija duga i one se više ne pojavljuju kao trošak. S obzirom da ta stavka raste iz godine u godinu, njeno premeštanje stvara sliku bržeg poboljšanja budžeta. Strogo pravno govoreći, ovakva klasifikacija je pravilna jer se otplatom devizne štednje zaista umanjuje državni dug. Međutim, analitička konvencija da se otplata glavnice na dug posmatra odvojeno od kamata i drugih tekućih troškova usvojena je u sklopu pretpostavke da svaki dug može fleksibilno da se refinansira, umanjuje ili uvećava na finansijskom tržištu, kao i da su poverioci svojevoljno pozajmljivali državi. U slučaju stare devizne štednje radi se o obavezi koja nije nastala u procesu finansiranja budžeta, i poverioci nisu imali namjeru da to i postanu, već se zaduživanje dogodilo u vanrednim i neekonomskim okolnostima. S obzirom na to da poverioci drže obveznice protiv svoje volje, država ne može olako da refinansira dug. Štaviše, poverioci su do sad bili skloni da dobar deo otplate potroše čim je prime tako da u praksi, za sada, otplate ekonomski imaju više karakteristike subvencija nego finansiranja. S vremenom, kako se otplate pomeraju ka poveriocima sa većim potraživanjima, i uz razvoj samog tržišta, otplata stare devizne štednje počeće zaista da dobija karakter finansijske operacije.

Tabela T-10. Srbija: Javni prihodi i rashodi po tipu i institucijama (nekonsolidovani), 2005. god.

	Budžet Srbije	Državna zajednica	PIO zaposlenih	PIO samostalaca	PIO zemljoradnika	Fond zdravstva	Nac. služba za zapošljavanje	Vojvodina	Opštine i gradovi
januar-jun 2005. godine, u milionima dinara									
Ukupni prihodi	189.058,9	24.920,4	105.483,0	3.981,5	4.264,7	45.549,2	8.093,6	9.332,1	44.811,9
Carine	16.293,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Porez na dohodak i dobit	28.556,9	-	-	-	-	-	-	2.207,3	17.929,0
Porez na promet/PDV	99.393,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Akcize	31.522,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Doprinosi	-	-	57.392,8	3.791,9	783,3	31.821,8	3.853,5	-	-
Ostali porezi i neporeski prihodi	13.292,7	-	8.032,1	113,6	36,6	1.034,1	76,2	838,6	19.719,6
Transferi od ostalih nivoa	-	24.920,4	40.058,0	75,9	3.444,8	12.693,4	4.163,9	6.286,2	7.163,3
Ukupni rashodi	185.288,4	24.922,4	105.815,9	4.132,7	4.150,3	44.966,5	8.107,9	8.442,4	42.009,3
Tekući rashodi	177.873,2	23.927,5	105.718,7	3.598,9	4.148,5	44.950,8	8.058,5	8.415,3	36.201,8
Rashodi za zaposlene	40.014,5	12.652,1	772,7	70,8	1,3	21.005,2	373,9	6.681,2	10.783,4
Kupovina roba i usluga	7.949,6	3.838,0	664,4	56,1	129,0	18.575,7	223,2	404,6	8.011,9
Otplata kamata	6.662,6	74,6	7.121,6	-	-	1.245,1	-	0,0	132,8
Subvencije	14.069,5	-	-	-	-	-	-	863,6	9.576,0
Socijalna pomoć i transferi	20.127,6	5.643,0	87.615,0	3.104,4	3.643,9	3.923,6	5.090,7	17,8	5.721,7
Transferi ostalim nivoima	87.058,3	-	9.525,0	367,6	374,2	-	2.334,7	-	-
Ostali tekući rashodi	1.991,3	1.719,9	20,1	-	-	201,2	36,0	448,1	1.976,0
Kapitalni rashodi	7.415,2	994,9	97,2	533,8	1,7	15,7	49,4	27,1	5.807,5
Rezultat	3.770,5	-2,0	-333,0	-151,3	114,4	582,7	-14,3	889,7	2.802,6

Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije: *Bilten javnih finansija*.

I Republika i lokalne samouprave beleže fiskalni suficit.

7. Monetarni tokovi i politika

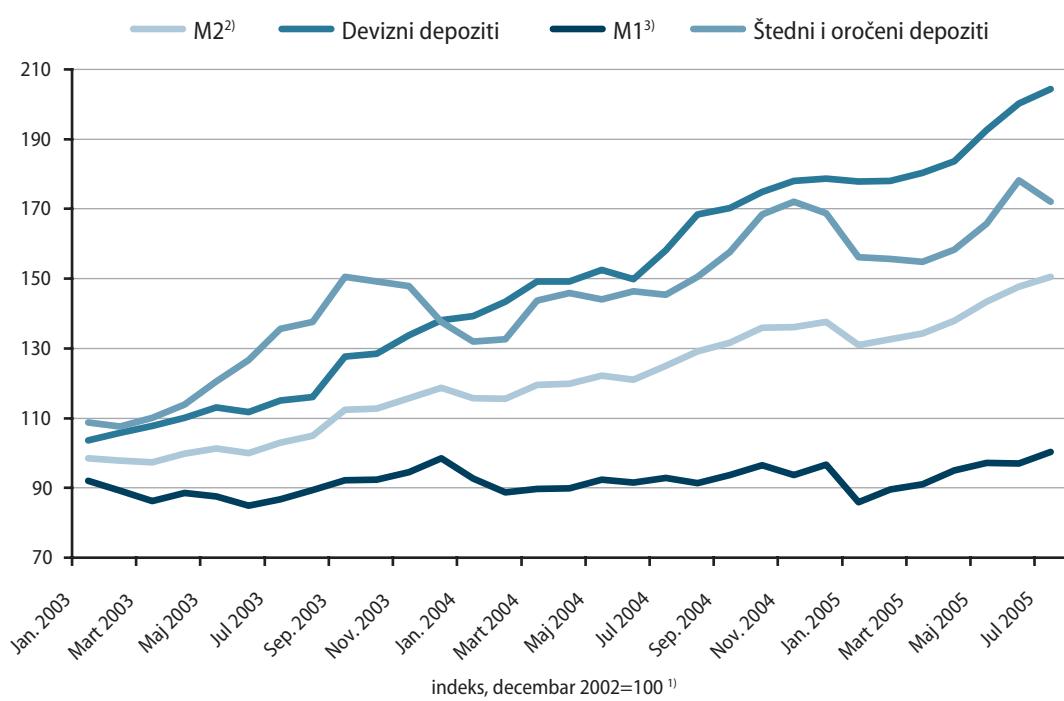
Monetarni tokovi bujaju zbog priliva stranog kapitala.

Monetarni tokovi bujaju zbog priliva stranog kapitala koji se vidi i u bilansu plaćanja, uprkos tome što NBS nastoji da ih obuzda još od kraja prošle godine. Po svemu sudeći, glavni pokretač monetarnih tokova jeste interes banaka za kreditiranjem nedržavnog sektora, a napajaju ih inostrana sredstva i prelivanje iz sivih u formalne finansijske tokove. Vidi se i veliki višak dinarske likvidnosti koji jasno pokazuje da su likvidnosne teškoće izazvane PDV-om ograničene samo na onaj deo privrede koji ima otežan pristup bankarskim kreditima. Država je samo u manjem delu uspela da steriliše monetarnu ekspanziju. U sklopu postojeće strukture sektora i visokog stepena evrizacije NBS uglavnom postupa reaktivno, osim kad upravlja obaveznom rezervom i depozitima.

Porast M2²¹ u julu 2005. god. u odnosu na isti mesec prethodne godine i dalje je vrlo visok, 41,4%, (realno²² 20,4%) dok su krediti banaka nedržavnom sektoru porasli još više, za 50,8% (realno 28,4%), kao što se vidi u Tabeli T-11. Takav rast predstavlja ubrzanje monetarnog rasta u odnosu na decembar 2004. god, čak i u realnim merilima, dok kreditna ekspanzija, iako malo usporenija u realnom izrazu, merena u evrima prevaziđa onu iz prethodne godine.

Grafikon T-11. Srbija: Novac i njegove komponente, realno stanje, 2003-2005¹⁾

Monetarni rast vođen je rastom deviznih depozita, dok M1 stagnira.



Izvor: Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.

1) Indeksi agregata su prevedeni u realne izraze primenom indeksa cena na malo.

2) M2 se odnosi na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji, i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava, oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava i devizne depozite privrede i domaćinstava.

3) M1 obuhvata gotov novac u opticaju i depozite po viđenju privrede i stanovništva.

21 Definicija M2 po metodologiji MMF-a - odnosi se na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju, oročene dinarske depozite i devizne depozite.

22 Realan izraz je dobijen primenom indeksa cena na malo (decembar 2002=100).

Porast kredita nedržavnom sektoru od januara do jula 2005. god. (21,6% procentnih poena početnog M2) prevazišao je sam porast monetarne mase. Po svemu sudeći, dva procesa izvan direktnе kontrole NBS inicirala su kreditno-monetarynu kreaciju: zaduživanje banaka prema stranim rezidentima²³ i povećanje deviznih depozita nedržavnog sektora. U oba slučaja, reč je o deviznom prilivu koji je ili potrošen na uvoz ili konvertovan u dinare. Sredstva ni posle multiplikativnog procesa nisu u potpunosti potrošena na uvoz, te ih je NBS otkupljivala. Sistem je u celini akumulirao neto stranu aktivu (NSA) u iznosu 4,3% od početnog M2 (pogledati *Tabelu T-11*). Kao što je naglašeno u odeljku *Platni bilans*, akumulacija deviznih rezervi tokom prve polovine ove godine bila je radikalno viša od ispoljene u prošlosti za prvu polovinu godine.

Krediti nedržavnom sektoru predvode rast monetarne mase.

Tabela T-11. Srbija: Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2003-2005

	2003	2004		2005	
	Dec.	Jul	Dec.	Mart	Jul
12-m, u %					
M2 ¹⁾	27,9	33,7	31,9	31,8	41,4
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	33,8	39,5	51,6	54,8	50,8
Domaćinstva	78,8	90,4	125,0	115,7	103,6
Privreda	27,4	30,8	37,1	42,1	37,6
kumulativi, u % od početnog M2³⁾					
M2 ¹⁾	27,9	12,4	31,9	2,5	20,5
M2 dinarski ⁴⁾	7,3	1,6	8,9	-0,8	6,3
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	14,3	7,0	13,4	1,8	10,8
Neto strana aktiva (NSA)	12,2	-15,4	-8,6	1,6	4,3
Obaveze poslovnih banaka prema inostranstvu	-2,7	-7,6	-16,7	-2,1	-11,2
Neto domaća aktiva (NDA)					
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	22,9	19,3	36,6	8,4	21,6
Krediti državi, neto ⁵⁾	-2,7	6,8	5,4	-3,9	-4,3
kumulativi, u % od godišnjeg BDP⁵⁾					
Krediti državi, neto ⁵⁾	-0,6	1,4	1,0	-1,0	-1,1
od čega: dinarski	-0,3	0,3	0,1	-0,6	-0,9
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	4,0	4,0	7,1	2,1	5,4

Izvor: *Tabela P-5 u Analitičkom prilogu*.

1) Videti *fusnotu 2) u Grafikonu T-11*

2) Krediti privredi i domaćinstvima.

3) "Početnim M2" označava se stanje M2 na početku odnosne godine, tj. kraju prethodne.

4) Novčana masa: dinarski M2 - odnosi se na M2 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji, i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava i oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava.

5) Krediti državi, neto - razlika izmedju kredita (dinarskih i deviznih) i depozita (dinarskih i deviznih) države.

Sterilizacija pomoću državnih depozita smanjila je porast novca za 4,3 procentna poena početnog M2, dok je NSA dala blag pozitivan doprinos kreiranju novca. Nešto manje od polovine sterilizacije predstavlja državnu štednju visokih privatizacionih prihoda, dok ostatak predstavlja istinsku dinarsku sterilizaciju. Akumulacija dinarskih depozita države neočekivana je za prvu polovinu godine kad je sezonski poreska naplata niska zbog manjeg prometa. Ovog puta ona je naravno posledica skoka u poreskoj naplati koji je usledio nakon

Država je sterilizovala deo novčanog rasta.

23 Depoziti nerezidenata u zemlji, depoziti stranih banaka u domaćim bankama i zaduživanje banaka u inostranstvu još uvek ne mogu pouzdano da se razdvoje na osnovu javno dostupnih podataka, i tretirani su zajedno.

Bilans monetarnog sistema brzo raste i strukturno se menja.

uvodenja PDV-a, i ne treba očekivati da će predstavljati trajnu promenu u obrascu kretanja likvidnosti države. I akumulacija deviznih depozita države neuobičajena je za prvu polovinu godine, ali to već zavisi od neregularnih faktora - perioda kad se realizuje privatizacija ili povlačenje međunarodnih kredita državi. Ovog puta privatizacija banaka realizovana je u prvoj polovini godine i iskorišćena, ne u celosti, za isplatu stare devizne štednje.

Tabela T-12. Srbija: Monetarni pregled, 2003-2005

	2003		2004		2005	
	Dec.	Jul	Dec.	Mart	Jul	
STANJE						
			u milionima dinara, na kraju perioda			
Neto strana aktiva (NSA)	152.011	122.110	151.093	160.396	173.709	
od čega: rezerve NBS	193.700	197.102	244.837	272.654	329.752	
od čega: obaveze poslovnih banaka	-22.554	-43.871	-73.252	-82.251	-115.230	
Neto domaća aktiva (NDA)	92.855	153.112	171.989	170.916	215.475	
Krediti državi, neto ¹⁾	-13.052	3.373	-424	-13.394	-14.795	
od čega: dinarski krediti, neto	3.896	7.683	4.557	-2.704	-7.150	
od čega: devizni krediti, neto	-16.948	-4.310	-4.981	-10.690	-7.645	
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	173.687	220.956	263.292	290.513	333.113	
Ostale stavke	-67.780	-71.217	-90.879	-106.203	-104.438	
Novčana masa: M2 ³⁾	244.866	275.222	323.082	331.312	389.184	
Novčana masa: dinarski M2 ⁴⁾	124.886	128.696	146.584	144.128	166.796	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	119.980	146.526	176.498	187.184	222.388	
STRUKTURNI POKAZATELJI						
Gotov novac u opticaju / Din. depoziti (privreda i domaćinstva) (%)	52,5		41,5	44,5	37,6	37,1
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) / M2 (%)	49,0		53,2	54,6	56,5	57,1
Koeficijent obrta (BDP ⁵⁾ /M2)	4,5		4,3	3,9	4,0	3,7
TOK						
			u milionima evra, kumulativi od početka god.⁶⁾			
Reserve NBS	598,8	-134,7	268,2	260,2	869,3	
Obaveze poslovnih banaka	-85,2	-271,0	-598,4	-86,2	-459,8	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	446,2	251,4	481,1	72,0	442,0	
Država - devizni depoziti	-64,1	183,8	152,1	-97,3	-64,3	

Izvor: Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 5) u Tabeli T-11

2) Videti fusnotu 2) u Tabeli T-11

3) Videti fusnotu 2) u Grafikonu T-11

4) Videti fusnotu 4) u Tabeli T-11

5) BDP (Bruto društveni proizvod) korišćen u proračunima centriran je na godišnjem nivou.

6) Npr. cifra u koloni za decembar 2003. god. predstavlja promenu stanja (u evrima) za period decembar 2002. - decembar 2003. god.

Porast kreditnog potencijala veći je od prešlogodišnjeg.

Od početka godine banke su obezbedile bitno viši porast svog kreditnog potencijala²⁴⁾ nego u isto vreme prošle godine (za 105,3 milijarde dinara, ili 1051 miliona evra), podjednako zahvaljujući naglom porastu depozita građana kao i priliku inostranog finansiranja koje ne menjava u odnosu na prošlu godinu. Tabela T-13 prikazuje kretanje bankarskih izvora finansiranja po tipu izvora u 2005. god. zaključno sa julom, i u prethodne dve godine, u milionima evra. Može se zapaziti da su porast depozita stanovništva i porast depozita privrede višestruko veći u periodu do jula ove godine

²⁴⁾ Pod kreditnim potencijalom ovde se podrazumevaju svi raspolozivi izvori za kreditiranje klijenata – devizni i dinarski depoziti, kao i devizne obaveze banaka prema inostranstvu (uključujući račune nerezidenata).

Okvir 7. U toku je novi talas formalizacije finansijskih tokova

Po svemu sudeći Srbija prolazi kroz novi talas formalizacije finansijskih tokova, tj. ulaska u finansijski sistem sredstava koja su prethodno kružila kroz gotovinsku privredu i front-firme u inostranstvu. Prethodno je jedna formalizacija tekla paralelno sa remonetizacijom, započela sa političkim i ekonomskim promenama u 2000, znatno je pojačana sa konverzijom nemačke marke u evro 2002. godine, a naglo je zaustavljena nakon ubistva premijera Zorana Đindjića. Sadašnji talas formalizacije ostaje u deviznom znaku pa je ne zovemo «monetizacijom». Njega podstiču novi faktori. Najjači je svakako efekat integracije našeg bankarskog sistema u svetske tokove, što deluje na sledeće trendove: povećano poverenje u bankarski sistem; naglašava praktične prednosti poslovanja sa svetom direktno kroz domaći formalni sistem umesto zaobilazno; i povećanjem ponude kapitala i kreditne aktivnosti podstiče privredne subjekte da realnije prikazuju svu svoju ekonomsku aktivnost (uključujući finansijske tokove) kako bi bili kreditno sposobni. Pozitivno su delovale i regulatorne izmene od prošle godine (proširivanje obaveze revizije, smanjenje poreza na dobit, uvođenje međunarodnih računovodstvenih standarda), što je podsticajno delovalo na obelodanjivanje stvarnih ekonomskih tokova. Konačno, delotvoran je bio i PDV koji je takođe uticao na obelodanjivanje sive ekonomije.

Posebno je pitanje u kojoj meri je premeštanje deviza iz slamarica u bankarski sistem izazvano potrebom privrednika da kupe dinarska sredstva i avansiraju porez. Da li je visok nivo menjačke aktivnosti NBS posledica tražnje za dinarima radi plaćanja PDV-a? Skloni smo zaključku da PDV nije presudni faktor u ovoj pojavi. Pre svega, državni dug privredi po osnovu povraćaja za PDV stabilizovao se na oko 10 milijardi dinara, i to je, otprilike iznos koji je "isisan" iz finansijskog sistema (neobjavljeni podaci Ministarstva finansija). Taj iznos nije daleko od porasta dinarskih depozita države u prvom kvartalu godine (oko 8 milijardi dinara), koji, kao što je rečeno, nije bio dovoljan da "obuzda" tokove likvidnosti. Napokon, "poplava" menjačkih deviza dešava se naročito u drugom kvartalu, kad se efekat PDV-a stabilizovao.

(429,8 odnosno 161,8 miliona evra), nego u istom periodu lane (168,5 odnosno 46,6 miliona evra). Nadalje, rast kreditnog potencijala banaka na bazi zaduživanja u inostranstvu, depozita nerezidenata i povećanog kapitala banaka takođe je značajno povećan u odnosu na prošlu godinu. Zaduživanje u inostranstvu nešto je smanjeno ali su, sudeći po bilansnim podacima, banke unele dodatnih 96 miliona evra kapitala iz inostranstva. To je logična posledica mera kojima NBS nastoji da uspori zaduživanje banaka u inostranstvu (pogledati *Okvir 8*). Na osnovu javnih pojedinačnih bilansnih podataka do juna 2005. god. vidno je povećanje kapitala banaka Meridian, Hypo-Alpe-Adria, Delta, Continental i Raiffeisen, u sličnim iznosima od približno 20 miliona evra. U prvom kvartalu godine zapaža se ubrzano korišćenje bankarskih rezervi, nesumnjivo povezano sa povećanom spoljnotrgovinskom aktivnošću u poslednjem kvartalu 2004. godine. Do jula, ono se potpuno normalizuje.

Pribavljena sredstva plasirana su u kredite privredi i stanovništvu, kao i u rekordnu količinu državnih hartija kroz repo transakcije. Krediti privredi i stanovništvu porasli su za 673,9 miliona evra od početka godine, što je bitno više nego u istom periodu prošle godine (484,7 miliona evra). Rast kredita privredi vidno se ubrzao u toku 2004. god, sa nekih 25% na godišnjem nivou prošlog marta, na oko 50% u decembru, i do jula tekuće god. ostao je stabilan na tom nivou (pogledati *Grafikon T-12*). Krediti stanovništvu prošli su sličnu putanju, samo što je njihova stopa rasta dostigla maksimum od preko 120% krajem prošle godine, kada je kreditiranje stanovništva naglo usporeno merama NBS. Od tada se novo kreditiranje stanovništva polako oporavlja tako da je na 12-mesečnom nivou u julu iznosio 103,6% (*Tabela T-11*). Ovako visoke stope rasta razlikuju se od rasta ostvarenog tokom 2002. i početkom 2003. godine, kada je za visoke stope "glavni krivac" bila niska osnovica, odnosno kad je pokretač bila monetizacija i legalizacija finansijskog

**Kreditiranje stanovništva
sustiže kreditiranje
privrede.**

sistema (krediti stanovništvu na početku 2003. god. rasli su po stopi od 250%). Očigledno je da od sredine 2004. god. Počinje malo drugačiji proces koji je izvesno povezan sa privatizacijom i otvaranjem privrede Srbije. Nažalost, *QM* još nije u mogućnosti da proveri uticaj pojedinih krupnih privrednih subjekata na finansijske tokove.

Tabela T-13. Srbija: Poslovanje banaka - Izvori i struktura plasmana, tokovi, 2003-2005

Kreditiranje finansiraju devizni depoziti i zaduživanje kod stranih rezidenata.

	2003	2004		2005	
	Dec.	Jul	Dec.	Mart	Jul
u milonima evra, kumulativi od početka god.					
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-1.472,2	-473,4	-1.166,8	-27,9	-955,4
Depoziti stanovništva	-284,4	-168,5	-347,8	-122,1	-429,8
od čega: devizna štednja	-274,0	-183,8	-382,6	-127,7	-400,4
Depoziti privrede	-240,7	-46,6	-172,7	106,0	-161,8
od čega: dinarski depoziti	-78,0	21,3	-76,1	50,7	-120,5
Zaduživanje u inostranstvu	-85,2	-271,0	-598,4	-86,2	-459,8
Kapital i rezerve	861,8	-12,7	47,9	-74,4	-95,9
Devizne rezerve (-, povlačenje)	16,2	-104,8	-38,5	-104,4	-107,2
Plasmani	704,2	576,0	938,1	294,7	862,2
Privreda	298,6	300,1	397,6	202,1	411,2
Stanovništvo	155,9	184,6	398,6	44,0	262,7
Repo plasmani	8,8	14,7	-13,5	20,4	202,9
Neto kreditiranje države ¹⁾	240,9	76,6	155,4	28,2	-14,6
PRO MEMORIA					
Potraživanja od NBS (neto) ²⁾	100,6	-50,9	206,6	-10,0	515,7
Obavezne rezerve i depoziti	124,7	24,4	206,8	37,6	329,4

Izvor: *Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.*

1) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita.

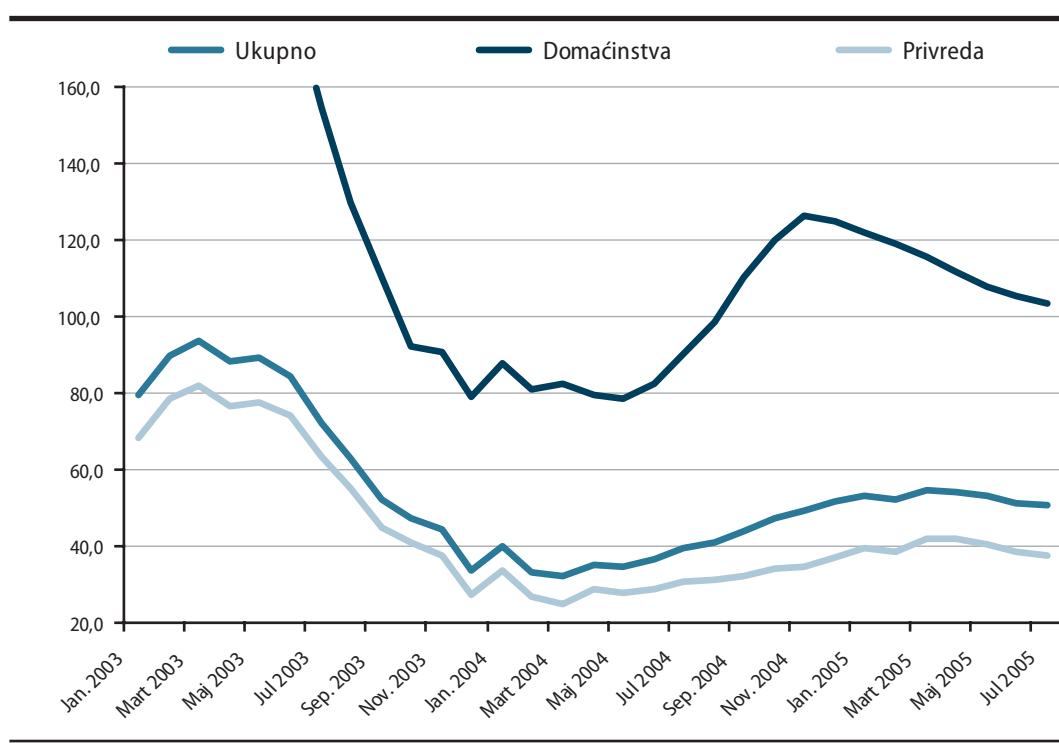
2) Potraživanja od NBS (neto): razlika izmedju potraživanja banaka od NBS (po osnovu gotovine, rezervi i depozita) i obaveza prema NBS.

Okvir 8. Bankarske zarade još uvek "jače" od mera NBS

Značajan rast zaduženja banaka u inostranstvu uočljiv je od trećeg kvartala 2004. godine (čak 250%, 12-mesečne stopa rasta). S obzirom na to da ovakav trend negativno utiče na inflatorna kretanja, monetarna politika NBS reagovala je preko obavezne rezerve, i to u nekoliko navrata: na samom kraju 2004. osnovica za obračun obavezne rezerve (u visini od 21%) proširena je i na devizne kredite (do tada su banke izdvajale sredstva rezerve samo po depozitima). Kako ovaj korak nije doveo do očekivanih efekata, početkom juna ove godine stopa obavezne rezerve na devizna sredstva povećana je na 26%, dok je na dinarska smanjena za 1 procentni poen, da bi za svega dva meseca došlo do dodatnog povećanja ove stope, na 29%. Uprkos ovakvoj politici, NBS nije uspela da značajnije smanji priliv stranog kapitala ovim kanalima. Neuspeh se objašnjava postojanjem ekstra-profitne marže u bankarstvu Srbije, koju rastuća konkurenca još nije "pojela". Povećanje troška kapitala kroz povećanje obavezne rezerve smanjilo je maržu, ali ne toliko da natera banke da podignu aktivne kamatne stope (Pogledati sledeći odeljak). Dok kamate ne budu povećane, neće se smanjiti tražnja za kreditima.

Međutim, postojao je i višak likvidnosti koji je plasiran u rekordnu količinu državnih hartija, a sada i blagajničkih zapisa, kroz repo transakcije. Od kad su repo operacije uvedene u januaru 2005. godine, repo plasmani dostigli su neslućene razmere (18,426 miliona dinara, odnosno 222 miliona evra). Plasmani u blagajničke zapise NBS u celoj prošloj godini kretali su se između 20 i 80 miliona evra.²⁵ Po svemu sudeći, višak likvidnosti ostvaruje se u kratkim rokovima, i to u dinarskom iznosu. Jedan uzrok možda leži u činjenici da su preduzeća obavezna da finansijska sredstva pribavljena zaduživanjem u inostranstvu (direktno, ili zaduživanjem poslovne banke koja je posrednik) drže u dinarima pri dospeću u zemlju. Ali, zanimljivo je da se veliki porast plasmana u repo operacije poklapa sa pojačanim tempom otkupa menjačkih deviza od strane NBS u drugom kvartalu godine. Uloga i kretanje otkupa menjačkih deviza od strane NBS biće predmet posebne studije *QM-a*.

Grafikon T-12. Srbija: Krediti nedržavnom sektoru, 2003-2005, u dinarima, 12-m rast (u %)



Izvor: Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.

Državne hartije upijaju višak kratkoročne likvidnosti.

Rast kreditiranja privrede i stanovništva ponovo ubrzava od sredine 2004. godine.

Rast primarnog novca ubrzan je tako da, po svemu sudeći, prevazilazi potrebe privrede, iako je NBS nastojala da upije višak likvidnosti sterilizacijom kroz repo operacije. Tabela T-14 pokazuje akumulaciju neto deviznih rezervi NBS (očišćenu od efekata obaveznih deviznih depozita banaka i deviznih depozita države), druge bilansne transakcije NBS i posledični porast primarnog novca. Može se uočiti da je primarni novac u julu rastao po godišnjoj stopi od 23,4%, dok je prethodnog decembra ista stopa rasta iznosila samo 10%. Takav rast primarnog novca naročito je velik ako se uzme u obzir da zbog buma u upotrebi platnih kartica tražnja za gotovinom opada. U julu ove godine odnos gotovine u opticaju prema dinarskim depozitima spustio se na 37,1% u poređenju sa jutom prošle godine, kada je iznosio 41,5% (Tabela T-12). NBS i država sterilisale su obilate efekte otkupa deviza (33 milijarde dinara) svim sredstvima (repo operacije - 16,6 milijardi dinara, povećanje državnih depozita - 6 milijardi dinara, i dr.), tako da je primarni novac od decembra do jula ostao skoro nepromenjen, iako je za prvi

Ubrazan rast primarnog novca na godišnjem nivou je iznad potreba privrede.

²⁵ Tendencija porasta repo plasmana traje, tako da je fond državnih obveznica kojima je NBS raspolažala nedavno iscrpljen, pa je od 23. septembra NBS ponovo počela da prodaje blagajničke zapise, ovog puta kroz repo aukcije.

deo godine tipično oštro smanjenje primarnog novca. Stoga ne iznenađuju vesti o tome da su kroz repo operacije do kraja leta plasirane sve državne obveznice na raspolaganju NBS i da je u septembru ona počela da izdaje nove blagajničke zapise.

Repo plasmani su posledica, a ne uzrok priliva kapitala.

Za monetarnu politiku bitno je pitanje da li prilike na tržištu repo operacija izazivaju priliv kratkoročnog kapitala, ili je njihov rast odgovor na neke druge, egzogene tokove. Kad napor za sterilizacijom izazivaju priliv kapitala, onda monetarna politika postaje potpuno nemoćna. Ocena *QM*-a je da repo operacije pružaju dobre arbitražne prilike, uz konverzije evro-dinar-repo-evro, ali da još uvek nisu nezavisno izazvale dotok inostranog kapitala. Kao što smo rekli, rast repo plasmana poklapa se sa naglim porastom otkupa menjačkih deviza od strane NBS, dok su rezerve banaka povlačene u prvom kvartalu godine. Po svemu sudeći, banke plasiraju dinarska sredstva nabujala u dinarskim depozitima privrede. Ovi depoziti od početka godine rastu po godišnjoj stopi od oko 40%, što je višestruko više od stopa ostvarivanih od kraja remonetizacije u prvom kvartalu 2003. godine.

Tabela T-14. Srbija: NBS - Otkup i deviza i sterilizacija, 2003-2005

Ove godine izostala kontrakcija primarnog novca.

	2003		2004		2005	
	Dec.	Jul	Dec.	Mart	Jul	
TOK						
			u milonima dinara, kumulativi od početka god.			
Devizne rezerve, neto ¹⁾	13.304,2	-4.772,9	19.363,7	7.491,7	33.015,8	
<i>Devizne rezerve, neto (u evrima)</i>	203,9	-67,5	265,2	92,9	404,8	
Neto Domaća aktiva	-12.631,2	-2.879,1	-12.390,7	-18.760,7	-33.035,8	
Dinarski krediti države	-1.669,0	-401,0	2.376,0	-192,0	-4.864,0	
Dinarski depoziti države	-7.983,0	32,0	-9.974,0	-7.268,0	-5.976,0	
Repo operacije ²⁾	-674,0	-1.307,0	471,0	-1.454,0	-16.634,0	
Ostala (domaća) aktiva, neto ³⁾	-2.305,2	-1.203,1	-5.263,7	-9.846,7	-5.561,8	
Primarni novac	673,0	-7.652,0	6.973,0	-11.269,0	-20,0	
od čega: gotovina u opticaju	-740,0	-930,0	2.186,0	-5.797,0	-51,0	
PORAST						
			kumulativi, u % od stanja početnog H ⁴⁾			
Devizne rezerve, neto ¹⁾		27,2	-0,8	44,0	13,2	50,1
Neto Domaća aktiva		-26,3	-10,1	-34,0	-27,8	-50,1
Dinarski depoziti države	-11,5	0,0	-14,2	-9,4	-7,8	
Repo operacije ²⁾	-1,0	-1,9	0,7	-1,9	-21,6	
Ostala (domaća) aktiva, neto ³⁾	-13,8	-8,3	-20,4	-16,5	-20,7	
Primarni novac		1,0	-10,9	10,0	-14,6	0,0
od čega: gotovina u opticaju	-1,1	-1,3	3,1	-7,5	-0,1	
PRO MEMORIA						
Bruto devizne rezerve (tok, kumul. od početka god., u mil. evra)	627,6	-134,7	268,2	238,6	869,3	
Bruto devizne rezerve (u % od poč. H, tokovi, mereni u evrima)	83,5	4,9	73,1	33,9	110,3	
Primarni novac (stopa rasta, 12-m u %)	1,0	3,8	10,0	14,3	23,4	
Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m u %)	-1,7	10,8	5,1	3,6	7,3	

Izvor: *Tabela P-7 u Analitičkom prilogu.*

1) Iz neto deviznih rezervi isključeni su devizni depoziti države.

2) Zaključno sa decembrom 2004, ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), u periodu januar 2005-februar 2005 - BZ i repo operacije, a od marta 2005 - samo repo operacije.

3) 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 stavek u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva), i korigovana je za kursne razlike.

4) "Početnim H" označava se stanje primarnog novca (H) na početku odnosne godine, tj. kraju prethodne.

8. Kamatne stope

Uprkos restriktivnoj monetarnoj politici NBS, kamatne stope na kredite banaka ove godine su pale u odnosu na prethodnu godinu. Glavni razlog je zaoštravanje konkurenčije usled integracije našeg tržišta kapitala sa međunarodnim, zahvaljujući ulasku stranih banaka na naše tržište. Kamatne stope na devizne depozite takođe rastu, što govori o tome da se banke bore i za domaće izvore finansiranja. Pad kamatnih stopa dešava se uprkos merama NBS opisanim u *Okviru 8* koje povećavaju tzv. regulatorne troškove banaka na devizne izvore. Ipak, ocene u ovom odeljku treba uzeti sa velikim oprezom, jer ne postoji pouzdani indikator o kretanju kamatnih stopa.

Ne može se govoriti o indikativnim kamatnim stopama jer normalizacija ročne i rizične strukture kamatnih stopa još nije potpuna. Tržište depozita i kredita još uvek je segmentirano. Kamatne stope na različite vrste kredita i različite rokove visoko su diferencirane od banke do banke (pogledati *Okvir 9*). Nažalost, ni ponderisani proseci kamatnih stopa na različite tipove kredita, koje NBS objavljuje u Statističkom biltenu, nisu dovoljno indikativni upravo zbog svoje vrlo nehomogene strukture²⁶, te se na osnovu njih ne mogu donositi pouzdaniji zaključci.

*Kamatne stope padaju
uprkos restriktivnoj
monetarnoj politici NBS.*

*Još se ne može govoriti o
indikativnim kamatnim
stopama...*

Okvir 9. FREN-ova anketa o formiranju bankarskih kamata pronalazi visoku segmentaciju tržišta

Imajući u vidu ograničenost raspoloživih podataka o kamatnim stopama u Srbiji, a u cilju kompletnijeg informisanja o kretanju cene bankarskih usluga, FREN je sproveo anketu o načinu formiranja i nivou kamatnih stopa poslovnih banaka. S obzirom na to da je obrada prikupljenih podataka u toku, detaljna analiza rezultata ankete biće objavljena u sledećem broju *QM-a*. Obradeni podaci i sprovedene analize za sada upućuju na sledeće:

1. Opšti nivo kamatnih stopa u Srbiji, izuzimajući kamate koje se naplaćuju od najboljih klijenata, i dalje je visok.
2. Među bankama postoje značajne razlike u nivou kamatnih stopa, koje verovatno odražavaju i sam kvalitet njihovih klijenata.
3. Dugoročne kamatne stope su na nižem nivou od kratkoročnih, čak i kada se isključe krediti iz međunarodne finansijske pomoći. To bi nas moglo uputiti na tri zaključka koji nisu međusobno isključivi: da se očekuje pad kratkoročnih kamata; da banke imaju monopolsku moć koja im omogućava diskriminaciju među klijentima prema elastičnosti tražnje (tražnja u kratkom roku je neelastičnija), što bi značilo da banke na kratkoročnim kreditima ostvaruju ekstraprofit dok su profiti u dugom roku "normalni" (ili "normalniji!"); i, napokon, da kredite na dugi rok dobijaju samo najmanje rizični klijenti.
4. Pasivne kamatne stope različito se ponašaju u zavisnosti od toga da li su dinarske ili devizne. Uočava se blagi rast kod stopa na devizne depozite, što govori u prilog rastućoj konkurenčiji za privlačenjem devizne štednje, uz istovremeno blagi pad stopa na dinarske depozite, koji je verovatno odgovor na višak dinarske likvidnosti u kratkim rokovima.
5. Štednja postaje sve jeftiniji izvor kreditiranja, zbog trenda smanjenja stope obavezne rezerve NBS na deviznu štednju i povećanja obavezne rezerve na zaduživanje u inostranstvu.

²⁶ Na primer, kamatna stopa od 14% godišnje na šestomesečni kredit sa valutnom klauzulom za određeni period izjednačava se sa kamatnom stopom od 23% godišnje na isti kredit koji ne sadrži valutnu klauzulu. Jasno je da se uprosećavanjem ovako nehomogenih stopa (koje su, inače, za korisnika kredita iste) ne dobija valjan indikator.

...osim možda na tržištu novca.

Ipak, u toku je bar proces integracije tržišta novca. Na osnovu podataka o kretanju kratkoročnih kamatnih stopa može se uočiti rastuća međuzavsnost između kamatnih stopa na repo transakcije NBS i stopa na međubankarske kredite za likvidnost (*Tabela T-15*).

Tabela T-15. Srbija: Pregled kratkoročnih kamatnih stopa, 2004-2005

Stope na međubankarskom tržištu prate stope na repo aukcijama.

	Kamatne stope (na godišnjem nivou, u %)	
	repo NBS (rok 2 nedelje i 1 mesec)	međubankarski krediti za likvidnost ¹⁾
Decembar 2004.	16,30	12,86
Januar 2005.	16,26	12,17
Februar 2005.	17,72	13,56
Mart 2005.	17,59	13,22
April 2005.	17,21	13,55
Maj 2005.	16,46	11,13
Jun 2005.	14,82	10,05
Jul 2005.	14,12	11,52

Izvor: NBS - *Statistički bilten*

1) Prosečna stopa različitih kratkoročnih međubankarskih pozajmica. Ovde su uključene i kamatne stope na "prekonoćne" pozajmice, što je uticalo na smanjenje prosečne kamatne stope.

Nažalost, na osnovu kretanja na tržištu novca ne mogu se donositi zaključci o kretanju svih kamatnih stopa. Razlike u likvidnosti u zavisnosti od ročnosti izvora veoma su velike, čak i u okviru relativno kratkih rokova. Na primer, BEONIA²⁷ na godišnjem nivou kretala se između 5% i 7% u avgustu i septembru (rok jedan dan), dok je BELIBOR 2W²⁸ u istom periodu, bio između 13% i 16% na godišnjem nivou, baš kao i repo stopa NBS²⁹. Na veoma kratke rokove sistem se suočava sa problemom viška likvidnosti, ali u rokovima dužim od godinu dana kod domaćih banaka izražen je nedostatak izvora. Ovo, međutim, ne važi u istoj meri za banke sa pristupom svetskom tržištu kapitala.

27 BEONIA (Belgrade Overnight Interest Average), računa se svakodnevno, počev od avgusta ove godine kao prosečna kamatna stopa na odobrene prekonoćne (*overnight*) međubankarske kredite. Izvor: Udruženje banaka Srbije.

28 BELIBOR (Belgrade Inter-Bank Offered Rate) – prosečna ponuđena kamatna stopa na novčane pozajmice na panelu od 11 najaktivnijih banaka na novčanom tržištu (Raiffeisen, Hypo-Alpe-Adria, HVB, Komercijalna, Delta, Kulska, Nacionalna štedionica, NBG, Vojvođanska i Jubanka). Izvor: Udruženje banaka Srbije.

29 Detaljnijom analizom međubankarskog tržišta ćemo se pozabaviti u sledećem broju *QM-a*.

POD LUPOM

Inflacija u Srbiji: Egzogeni šokovi i fundamentalne determinante

Pavle Petrović
Zorica Mladenović *

Ove godine rast cena je samo manjim delom izazvan egzogenim šokovima – cenama nafte i PDV-om. Da ih nije bilo, rast cena bi ipak i dalje bio visok – skoro 11% na godišnjem nivou. Najznačajniji pokretači inflacije su unutrašnji ekonomski faktori – visoka tražnja i/ili troškovi rada. Razdvajanje njihovih efekata zahteva dublje istraživanje i ono je u toku. Za sada je vrlo rizično zaključiti da je glavni krivac bila depresijacija kursa.

1. Uvod i osnovni rezultati

Poslednjih nekoliko meseci 2005. god. inflacija u Srbiji iznosi oko 17 % na 12-mesečnom nivou i sada je već sasvim izvesno da će premašiti inflaciju iz prethodne godine. Razlozi visoke inflacije najčešće se traže u egzogenim uticajima kao što su: uvođenje poreza na dodatu vrednost (PDV), porast cene nafte i administrativno usklađivanje cena, odnosno u politici klizajućeg kursa¹, koju po mišljenju aktuelnog Ministra finansija u Vladi Republike Srbije treba ozbiljno preispitati. Neophodno je pouzdano utvrditi uzroke visoke inflacije kako bi se reagovalo odgovarajućim merama ekonomske politike.

Ukoliko su problem egzogeni šokovi, onda treba nastaviti sa istom politikom i čekati da se inflacija smiri. Ukoliko je problem klizanje kursa, onda bi Narodna banka Srbije (NBS) trebala da dozvoli realnu apresijaciju kursa, ali time bi dodatno pogoršala problem spoljnog deficit-a. Ukoliko je problem, s druge strane, u fundamentalnim faktorima kao što su: troškovi rada ili domaća tražnja, onda se mora reagovati ekonomskom politikom koja će tretirati te probleme.

Dublja istraživanja uzroka inflacije u Srbiji, naročito u 2005. godini, su u toku, ali već preliminarni rezultati jasno ukazuju da su oni vezani za fundamentalne faktore odnosno unutrašnju ekonomsku neravnotežu izazvanu na primer suviše velikom tražnjom ili rastom troškova rada. Iz toga proizilazi zaključak da u ovom trenutku odgovor

ekonomske politike na visoku inflaciju ne može biti niti čekanje da se ona smiri niti apresijacija kursa.

U ovom tekstu će se analizirati uticaj egzogenih šokova na inflaciju s jedne, i osnovnih ekonomskih determinanti s druge strane. Za ispitivanje uticaja šokova relevantna je 2005. godina (Pogledati *podnaslov pod 2*), dok razmatranje fundamentalnih determinanti inflacije traži analizu perioda od 2001. do sredine 2005. godine (Pogledati *podnaslov pod 3*).

Rezultati pokazuju da je inflacija u ovoj godini samo manjim delom izazvana egzogenim šokovima. Kada se uticaj ovih šokova očisti, procenjujemo da bi inflacija u 2005. god. ipak bila još uvek visoka – skoro 11%. Slična je i procena bazne inflacije za 2005. godinu. Kako je ona deo rasta cena koji se slobodno formira na tržištu, njena veličina ukazuje da su unutrašnji ekonomski faktori značajan pokretač inflacije². Naime, procenjena bazna inflacija u 2005. god. je skoro dvostruko veća od one u 2002. i 2003. god. i približno jednaka onoj u 2004. godini. Ovo nam sugerise da se i u 2005. god. nastavlja ekonomska neravnoteža koja je pokrenula visoku inflaciju u 2004. godini.

Kretanje inflacije u Srbiji posle oktobra 2000. god. prati **U**putanju (Pogledati *Grafikon L1-1*). Nakon eksplozije inflacije krajem godine, ona se prvo postepeno smanjuje da bi 2003. god. bila stavljena pod kontrolu. Ipak 2004. god.

* Autori se zahvaljuju mr Aleksandri Nojković na istraživačkoj pomoći i mr Milojku Arsiću i dr Kori Udovički na komentarima.

1 Pogledati: International Monetary Fund: Country Report 05-232, July 2005, "Inflation Determinants in Serbia".

2 Po metodologiji NBS indeks cena na malo podešen je na baznu i nebaznu komponentu. U nebaznu komponentu uključene su sve cene koje se na neki način kontrolisu (ponder 45%) i poljoprivredni proizvodi (ponder 3%). U kontrolisane cene spadaju cene električne energije, naftnih derivata, raznih usluga: komunalnih, PTT, saobraćajnih; zatim cene određenih prehrambenih proizvoda, lekova i slično. Bazna komponenta uključuje ostale cene koje se slobodno formiraju na tržištu (ponder 52%). Tu ne spadaju cene koje se određuju administrativnim putem kao ni cene poljoprivrednih proizvoda, jer su one pod dominantnim uticajem egzogenih faktora.

trend inflacije se okreće i ide uzlaznom putanjom, što se zadržava i tokom 2005. godine. Rezultati istraživanja (Pogledati *podnaslov pod 3*), ukazuju na to da je izuzetan skok agregatne tražnje (a ne depresijacija dinara ili rast troškova rada) bio glavni okidač novog rasta inflacije u 2004. godini. Taj rast je pre svega rezultat rasta javne potrošnje – od kraja 2003. god. pa sve do sredine 2004. godine, s jedne strane, i velike kreditne ekspanzije, s druge strane.

Fundamentalni faktori inflacije u 2005. god. najverovatnije su još uvek visoka tražnja – mada sa usporenim rastom u prvom kvartalu, i rast realnih troškova rada. S druge strane preliminarni zaključci bazirani na raspoloživim podacima za prvu polovinu 2005. godine ukazuju na to da sporija depresijacija dinara očito nije faktor inflacije.

2. Inflacija u 2005. godini: Uloga šokova i osnovne inflacije

Pokazatelj visoke i rastuće inflacije u Srbiji u 2005. godini jeste septembarski rast cena na malo od 16.5% u odnosu na septembar prošle godine. Uopšte, inflacija iznosi (na 12-mesečnom nivou) oko 17% (Pogledati *Grafikon L1-1*) što je iznad inflacije od 13.5% u 2004. godini i ukazuje na njen rastući trend.

Pošto se niz egzogenih šokova nudi kao objašnjenje za visoku inflaciju u 2005. godini, autori će u ovom delu teksta ispitati da li je uticaj šokova na inflaciju dominantan ili je osnovna inflacija visoka i nezavisno od šokova.

Metodološki posmatrano, prethodno pitanje će se najpre razmotriti ispitivanjem uticaja egzogenih šokova na rast ukupnog indeksa cena na malo. Potom će se posmatrati onaj deo cena na malo koji se slobodno formira na tržištu tj. indeks baznih cena. Njegovo kretanje odražava dejstvo unutrašnje ekonomске neravnoteže na inflaciju i u osnovi pokazuje kolika bi inflacija bila bez spoljnih šokova.

Osnovni egzogeni šokovi koji su uticali na porast cena u 2005. godini bili su uvođenje PDV-a i rast cena naftnih derivata. Administrativne promene cene tokom 2005. god. uglavnom predstavljaju usklađivanje sa prethodnom inflacijom. Dobar primer za to je uskladivanje cene električne energije koja je u julu 2005. god. porasla za 9.4% u odnosu na jul 2004. godine, dok su cene na malo u istom periodu porasle za 17.4%. U ovom slučaju, administrativno usklađivanje cene je delovalo kao kočnica, a ne kao podsticaj ubrzanju inflacije.

Kvantifikovanje efekata šokova ocenićemo korišćenjem autoregresivnih modela inflacije. Ovako dobijene ocene delimično su proverene, a zatim i dopunjene, postupkom

koji računa direktni efekat porasta pojedinih cena na ukupni indeks cena na malo³.

PDV je uveden u januaru 2005. godine. Njegovo uvođenje poklapa se sa značajnim porastom cena na malo u januaru (2.7%) i februaru (1.5%), da bi se potom inflacija smirila (0.8%). Ocenjujemo da uticaj uvođenja PDV-a na inflaciju iznosi 2.0-2.3 procenntna poena. Ocenjeni autoregresivni model inflacije pokazuje da je 61% inflacije- kumulativno u januaru i februaru, rezultat izuzetnih događaja, pre svega uvođenja PDV-a. Kako su u januaru povećane cene komunalnih usluga, a smanjene cene energije, našu ocenu iz modela smo korigovali naniže i došli do iznetog intervala od 2.0 do 2.3 procenntnih poena. Prilikom formiranja intervala uzeta je u obzir i ocena NBS⁴ koja ukazuje da je uvođenje PDV-a dovelo do porasta inflacije za 2 procenntna poena. Taj rezultat odgovara iskustvima privreda u transiciji koje su ranije uvele PDV. Kod njih se uticaj uvođenja PDV-a na inflaciju kretao između 2 i 3 procenntna poena.

Procenjujemo da uticaj rasta cena naftnih derivata na inflaciju, zaključno sa septembrom 2005. godine, iznosi oko 2 procenntna poena⁵.

Sabiranjem efekata uticaja uvođenja PDV-a i porasta cena benzina dobija se ukupan efekat spoljnih šokova na inflaciju. Zaključno sa septembrom 2005. god. on se kreće u intervalu od 4 do 4.3 procenntnih poena.

Ukupna inflacija u prvih devet meseci 2005. god. iznosi je 11.85%. Kada iz nje očistimo prethodno utvrđen efekat spoljnih šokova dobija se stopa inflacije u intervalu od 7.6% do 7.9%. Za period od devet meseci iznos ovih stopa je visok. Na godišnjem nivou one iznose 10.1% i 10.5%. Iz ovoga proističe zaključak da je inflacija u Srbiji, čak i nakon isključivanja efekta spoljnih šokova, velika – oko 10.3% na godišnjem nivou.

Alternativni način da se istraži da li je inflacija izazvana egzogenim šokovima ili unutrašnjom neravnotežom jeste da se analizira kretanje bazne inflacije. Pošto bazni indeks u sebi sadrži cene koje se slobodno formiraju na tržištu (sa udelom u indeksu cena na malo od 52%)⁶, može se smatrati da je on određen unutrašnjim ekonomskim faktorima, a ne administrativnim promenama. S druge strane, uvođenje PDV-a uticalo je i na porast bazne inflacije.

³ Ovo je postupak koji se redovno koristi u NBS i izlaže u njenoj publikaciji *Ekonomski pregled*.

⁴ NBS: *Ekonomski pregled*, april 2005

⁵ Procenu smo vršili na osnovu podataka NBS zaključno sa podacima iz jula meseca, a posle toga na bazi sopstvenih saznanja o kretanjima u narednom periodu.

⁶ Izvor: NBS.

Bazna inflacija zaključno sa septembrom 2005. god. bila je takođe visoka: 9.8%⁷. Ocenom autoregresivnog modela bazne inflacije dobili smo da uticaj uvođenja PDV-a na baznu inflaciju iznosi 1.3 procentnih poena. Ovaj rezultat se potvrđuje i jednostavnim upoređivanjem kretanja bazne inflacije. Naime, mesečna bazna inflacija je sa uvođenjem PDV-a skočila na 2.4% u januaru 2005. godine, i posle toga se odmah spustila ispod 1%. Pre januara 2005. god. ona je rasla nešto iznad 1%, te se i ovako grubo može utvrditi da efekat uvođenja PDV-a iznosi $2.4 - 1 = 1.4$ procentna poena.

Kada se bazna inflacija zaključno sa septembrom 2005. god. očisti od efekta uvođenja PDV-a, dobija se još uvek visoka stopa od 8.5% ($9.8 - 1.3 = 8.5\%$). Na godišnjem nivou ona iznosi 11.3% i slična je odgovarajućoj oceni gore dobijenoj za cene na malo 10.3%.

Prethodna analiza pokazuje da je inflacija u 2005. god. visoka i kada se oduzmu uticaji egzogenih šokova. Iz toga proističe da šokovi nisu glavni pokretači inflacije tokom ove godine, već domaći ekonomski faktori.

Posebno zabrinjava visoka bazna inflacija jer se ona formira na tržištu, te tako direktno odražava postojanje neravnoteže u privredi. Zanimljivo je da je ocenjena stopa bazne inflacije od 11.3% ista kao ona u 2004. godini, a dvostruko veća od bazne inflacije u 2002. i 2003. godini.

Iz navedenog možemo zaključiti da se i u 2005. godini nastavlja trend visoke inflacije iz 2004. izazvan unutrašnjom neravnotežom. Stoga se u sledećem delu ispituju potencijalni fundamentalni faktori inflacije u Srbiji.

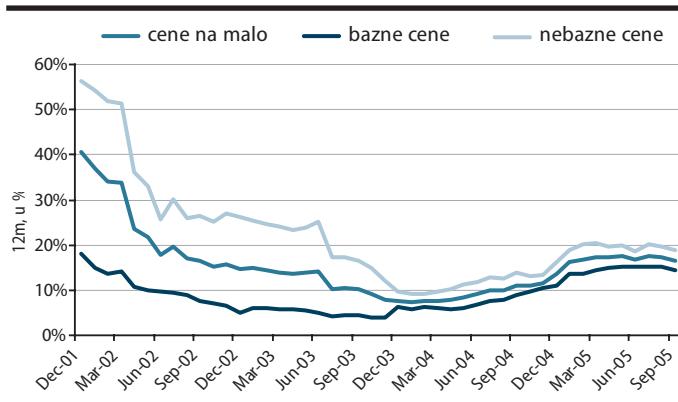
3. Osnovne determinante inflacije: Analiza bazne inflacije

Kretanje inflacije na 12-mesečnom nivou (prikazano na *Grafikonu L1-1*) pokazuje jasno tendenciju njenog smanjivanja zaključno sa 2003. godinom, a nakon toga njen ponovni rast.

Standardni analitički okvir za ispitivanje determinanti inflacije polazi od uticaja troškova s jedne, i agregatne tražnje s druge strane. Na strani troškova su troškovi rada - kao glavno nerazmenjivo dobro, i devizni kurs, čime se obuhvataju troškovi razmenjivih dobara. Pritisak agregatne tražnje, pak, teško je obuhvatiti jednom promenljivom. U istraživanjima se on često aproksimira proizvodnim jazom (*output gap*), koji predstavlja razliku između stvarnog rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP)

i makroekonomski održivog rasta. Pretpostavka je da visoka agregatna tražnja dovodi do rasta proizvodnje iznad održivog nivoa. Stoga će se u ovom delu posmatrati kretanje BDP-a i na osnovu toga oceniti proizvodni jaz. U *Tabeli L1-1* nalaze se stope rasta relevantnih promenljivih.

Grafikon L1-1. Srbija: Rast cena na malo sa komponentama, 2001-2005



Izvor: NBS i Republički zavod za statistiku Srbije.

3.1. Jedinični troškovi rada

Rastući troškovi rada su glavni kandidat za objašnjavanje bazne inflacije u 2001. i 2002. godini. U 2001. god. devizni kurs je praktično bio konstantan dok je BDP porastao za 5%, te ova dva faktora nisu mogla da dovedu do visoke bazne inflacije od 18%. S druge strane, prosečne nominalne plate korigovane za rast produktivnosti tj. jedinični troškovi rada⁸ značajno su porasli - nominalno 52%, a realno 20%. Iste tendencije u kretanju jediničnih troškova rada, deviznog kursa i BDP-a nastavljaju se u 2002. godini (Pogledati *Tabelu L1-1*).

Kretanje bazne inflacije i jediničnih troškova rada na osnovu standardizovanih serija, prikazano je na *Grafikonu L1-2*⁹.

Bazna inflacija i jedinični troškovi rada imaju isti opadajući trend zaključno sa trećim kvartalom 2003. godine, divergiraju tokom 2004. god. i najzad ponovo prate isti, ovog puta, rastući trend u prva dva kvartala 2005. godine. Prethodno upućuje na to da je kretanje jediničnih troškova rada verovatno imalo uticaj na inflaciju tokom 2001. i 2002. godine, kao i tokom prve polovine 2005.

⁸ Jedinični troškovi rada u nominalnom izrazu izračunati su množenjem prosečnih nominalnih bruto plata sa ukupnom zaposlenošću i zatim podeljeni sa nepoljoprivrednim BDP.

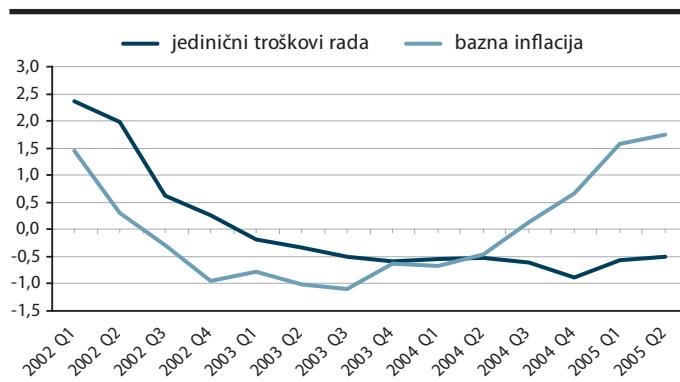
⁹ Odgovarajuće serije iz *Tabele L1-1* su standardizovane oduzimanjem odgovarajuće sredine i deljenjem sa standardnom devijacijom. Ovo predstavlja uobičajen postupak kod uprošćivanja serija sa veoma različitim stopama rasta i varijabilitetom.

Tabela L1-1. Srbija: Inflacija i njene potencijalne determinante, 2002-2005

	Bazna inflacija	Jedinični troškovi rada, nominalno ¹⁾	Jedinični troškovi rada, realno	Devizni kurs	BDP	Nepoljoprivredni BDP
stope rasta godina na godinu						
2002 Q1	0,1315	0,5405	0,2238	0,0181	0,0162	-0,0159
2002 Q2	0,0922	0,4906	0,3199	0,0182	0,0472	0,0146
2002 Q3	0,0721	0,3170	0,1807	0,0202	0,0745	0,0511
2002 Q4	0,0498	0,2696	0,1572	0,0273	0,0360	0,0233
2003 Q1	0,0557	0,2123	0,0975	0,0592	0,0135	0,0060
2003 Q2	0,0477	0,1926	0,0779	0,0701	0,0468	0,0343
2003 Q3	0,0445	0,1707	0,0931	0,0740	0,0142	0,0254
2003 Q4	0,0606	0,1588	0,0844	0,0995	0,0216	0,0395
2004 Q1	0,0587	0,1655	0,0836	0,0857	0,0682	0,0619
2004 Q2	0,0665	0,1662	0,0692	0,0969	0,0467	0,0560
2004 Q3	0,0863	0,1574	0,0412	0,1252	0,0840	0,0604
2004 Q4	0,1046	0,1200	-0,0021	0,1451	0,1240	0,0762
2005 Q1	0,1356	0,1608	0,0123	0,1493	0,0502	0,0401
2005 Q2	0,1413	0,1697	0,0165	0,1421	0,0656	0,0552

Izvor: Republički zavod za statistiku i NBS.

1) Jedinični troškovi rada - ocena autora (Pogledati fusnotu 7).

Grafikon L1-2. Srbija: Jedinični troškovi rada i bazna inflacija¹⁾, 2001-2005

Izvor: Tabela L1-1.

1) Standardizovane serije stopa rasta.

S druge strane, vidi se (*Grafikon L1-2*) da troškovi rada nisu bili uzrok porasta inflacije u 2004. godini. Naravno, ovo ne isključuje mogućnost da je porast plata u nekim sektorima, preko porasta agregatne tražnje, uticao na inflaciju u 2004. godini.

Posmatrani rast jediničnih troškova rada, kao faktora inflacije, dominantno je određen rastom prosečnih plata, s obzirom da je korektivni efekat rasta produktivnosti imao

znatno manji uticaj. Velika očekivanja, pritisci sindikata i potreba da se koriguju ne samo odnosi cena, već i odnosi zarada, snažno su uticali nakon promene vlasti u oktobru 2000. godine, na podizanje zatečenih niskih plata u državnoj upravi, zdravstvu i školstvu. To je dovelo do porasta plata i u drugim sektorima. Tako je statistički registrovan porast realnih plata od 19% u 2001.god. i 30% u 2002. godini. Moguće je da je rast plata precenjen tj. da postoji greška u merenju¹⁰. Ipak i nakon eventualne korekcije, realni rast bi još uvek bio visok.

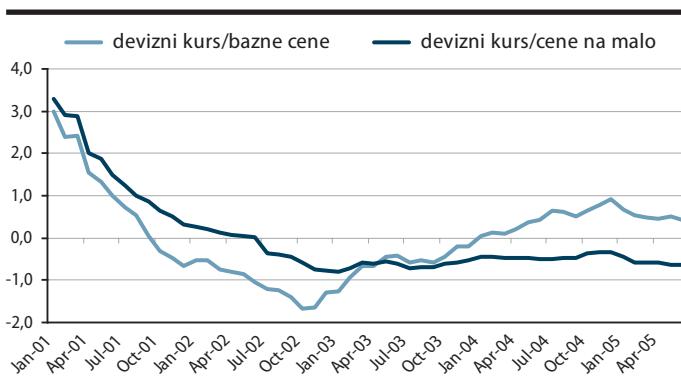
3.2. Devizni kurs

Devizni kurs je zaključno sa 2002. god. korišćen kao osnovno sidro za zaustavljanje inflacije nakon njenog naglog skoka u poslednjem kvartalu 2000. godine. Fiksiranje kursa je značajno uticalo na formiranje očekivanja da će inflacija biti zaustavljena. Od 2003. god. kurs počinje nominalno da depresira (Pogledati *Tabelu L1-1*).

10 Iako je RZS pravio korekcije, mogući izvor greške je to što se od juna 2001. god. u plate uključuju dodaci za topli obrok, prevoz, i drugi, koji ranije nisu bili uključeni. S druge strane, porast prosečne plate je i rezultat legalizacije dela sive ekonomije, kao i zatvaranja preduzeća i otpuštanja radnika sa veoma niskim prosečnim platama.

Uticaj deviznog kursa odražava se, pre svega, na baznu inflaciju, jer ona se formira slobodno. Osim toga, bazni indeks uključuje uglavnom razmenjiva dobra na čije cene kurs direktno utiče. S druge strane, efekat kursa na cene na malo je slabiji, jer one sadrže kontrolisane cene i cene nerazmenjivih dobara. Ponder kontrolisanih cena u indeksu cena na malo iznosi 45%¹¹.

Grafikon L1-3. Srbija: Devizni kurs, cene na malo i bazne cene¹⁾, 2001-2005



Izvor: NBS i Republički zavod za statistiku Srbije.

1) Količnik, logaritam.

Grafikon L1-3. daje logaritam količnika deviznog kursa s jedne, i indeksa baznih cena odnosno cena na malo s druge strane, te tako prikazuje njihovo kombinovano kretanje. Prikazani količnici predstavljaju i meru realnog deviznog kursa, jer je inostrana inflacija znatno niža.

Kada bi cene bile dominantno određene deviznim kursem, realni devizni kurs bi bio relativno stabilan tj. putanja realnog deviznog kursa (Pogledati Grafikon L1-3) bi oscilirala oko horizontalne linije. Vidi se da to nije slučaj, naročito kod baznih cena koje se slobodno formiraju, pa su i neposredno izložene uticaju kursa.

Naime, odnos deviznog kursa i baznih cena opadao je tokom 2001. i 2002. godine, ukazujući na realnu apresijaciju dinara, da bi se taj trend u sledeće dve godine okrenuo. Kako se očekuje da se uticaj kursa na cene manifestuje unutar nekoliko meseci, a ne godina, prethodno kretanje ne ukazuje na stabilnost realnog deviznog kursa. Iz prethodnog sledi zaključak da devizni kurs nije jedini ili glavni pokretač bazne inflacije¹².

Ipak to ne znači da devizni kurs uopšte ne utiče na inflaciju. Kao što je izneto, njegovo fiksiranje je doprinelo obaranju inflacije u 2001. i 2002. godini. U 2003. god. kurs počinje

da depresira, međutim to ne dovodi do porasta bazne inflacije. Naime bazna inflacija u toj godini se kreće oko, i nešto iznad, minimalne vrednosti dostignute na kraju 2002. godine (Pogledati Tabelu L1-1, Grafikon L1-3). Bazna inflacija počinje da raste tokom 2004. godine, ali još uvek sporije nego što kurs depresira. To kretanje ukazuje da depresijacija deviznog kursa nije glavni pokretač inflacije u 2004. godini. S druge strane, depresijacija dinara od 2003. god. pa nadalje, sigurno je doprinela izvesnom rastu inflacije.

Zanimljivo je da je mnogo slabija zavisnost između bazne inflacije i kursa, nego veza između ukupnog indeksa cena na malo i kursa. Grafikon L1-3, pokazuje da cene na malo i devizni kurs imaju uskladeno kretanje posle 2002. godine tj. nakon početka depresijacije kursa. Za to postoje bar dva objašnjenja. Jedno je da politika kursa NBS prati indeks cena na malo, a drugo da depresijacija kursa izaziva proporcionalni porast cena na malo, ali ne i baznih cena. Iz prethodnog izlaganja sledi da ovo drugo objašnjenje može teže da se opravda. Naime, ako bi cene proporcionalno pratile kurs to bi se moralno pre svega odraziti na odnos baznih cena i kursa (jer se te cene slobodno formiraju), a tek potom na odnos cena na malo i kursa. Podsećamo da u indeksu cena na malo, kontrolisane cene imaju ponder 45%¹³.

Ekonometrijsko testiranje hipoteze: "Da li depresijacija kursa prethodi rastu cena na malo ili je obrnuto?", ne potvrđuje ni jedno ni drugo. Moguće je da je to i zbog malog uzorka (period mart 2003 – avgust 2005) na kome je testiranje bilo moguće vršiti.

3.3. Agregatna tražnja i BDP

Rast BDP-a od 2001. do sredine 2005. godine, pratio je specifičnu putanju koja ukazuje da je rast agregatne tražnje mogao biti glavni uzrok rasta inflacije u 2004. godini. Rast proizvodnje u 2003. godini (2.4%) bio je ispod srednjoročnog trenda, dok je u 2004. god. skočio iznad trenda (8.5%). Prethodno se poklapa sa niskom inflacijom u 2003. god. i naglim rastom inflacije u 2004. godini.

Različiti indikatori ukazuju na veliki rast agregatne tražnje u 2004. godini. Jedan od osnovnih je značajan rast spoljnotrgovinskog deficitu u 2004. god. što ukazuje na veliki rast domaće potrošnje. Trgovinski deficit je sa 24% BDP-a u 2003. god. porastao na 31% u 2004. godini. Istraživanja pokazuju da se aggregatna tražnja u 2004. god. uvećavala preko dva osnovna kanala. Prvi kanal bio je ekspanzivna fiskalna politika s kraja 2003. i tokom prve polovine 2004. godine, a drugi je značajan rast kredita stanovništvu i privredi.

11 Izvor NBS.

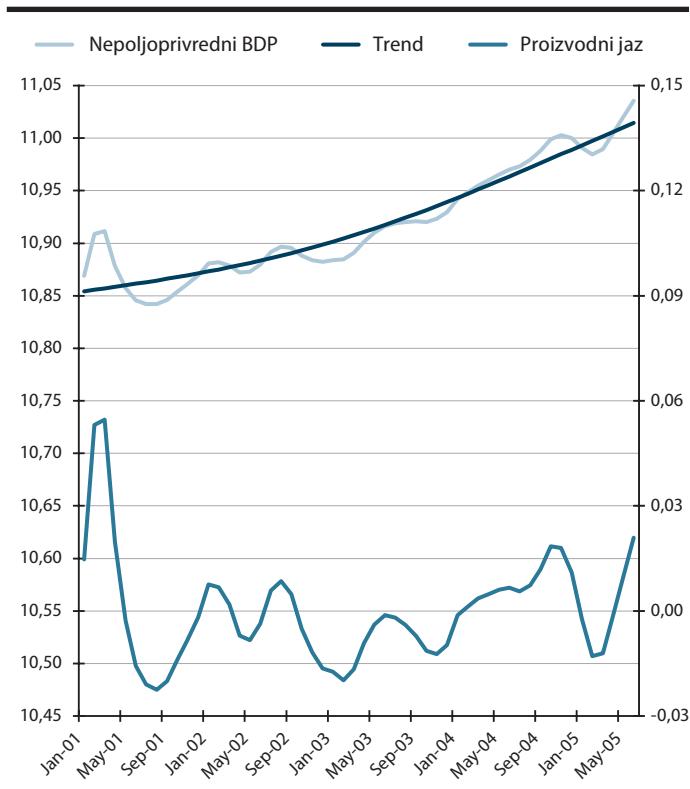
12 Ekonometrijski testirano, devizni kurs i bazne cene nisu kointegrirane odnosno odgovarajući realni kurs nije stacionaran. Ovaj rezultat važi i u slučaju kursa i cena na malo.

13 Hipotetički posmatrano, moguće je da država indeksira kontrolisane cene prema kursu urednije i uniformnije nego što to čini privreda, ali onda problem opet nije u politici kursa, već u politici administrativne kontrole cena.

Pritisak agregatne tražnje na inflaciju se standardno obuhvata preko proizvodnog jaza (*output gap*), koji pokazuje u kojoj meri privreda odstupa od održive putanje privredne aktivnosti. Proizvodni jaz se empirijski ocenjuje kao odstupanje stvarne proizvodnje od svoje dugoročne trend komponente. Pritom se komponenta trenda često ocenjuje primenom *Hodrick-Prescott*-ovog filtera (HP trend), koji daje veći ponder skorijoj prošlosti, što je relevantno u slučaju Srbije. Mi ćemo pratiti prethodnu proceduru, uz napomenu da je raspoloživi uzorak relativno mali i da se filterom mogu dobiti neprecizne ocene na kraju uzorka. Buduća istraživanja će se koncentrisati na preciznije utvrđivanje kretanja agregatne tražnje i rezultirajućeg proizvodnog jaza.

Nepoljoprivredni BDP se koristi kod ocene proizvodnog jaza tj. odstupanja proizvodnje od svoje trend vrednosti izazvanog promenama tražnje. Naime, varijacije poljoprivredne proizvodnje su prvenstveno određene na strani ponude, te njih treba isključiti kada se analizira uticaj tražnje. *Tabela L1-1.* daje rast nepoljoprivrednog BDP-a, ukazujući na usporavanje rasta u 2003. god. i značajno ubrzavanje u 2004. godini. *Grafikon L1-4.* prikazuje ocenjeni HP trend za nepoljoprivredni BDP i odgovarajuće odstupanje od trenda. Ovo potonje predstavlja ocenu proizvodnog jaza.

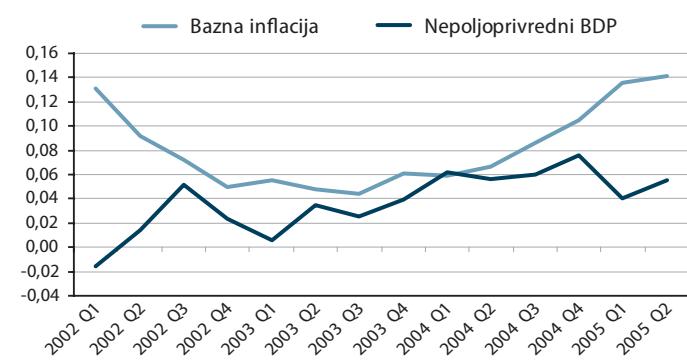
Grafikon L1-4. Srbija: Nepoljoprivredni BDP, trend i proizvodni jaz, 2001-2005



Izvor: Republički zavod za statistiku i ocene autora

Ocena proizvodnog jaza pokazuje da je tokom cele 2003. god. privredna aktivnost bila ispod trenda, a tokom cele 2004. god. iznad trenda. Ovo koincidira sa odgovarajućim kretanjem inflacije: ona je najniža u trećem kvartalu 2003. god. kada je privredna aktivnost ispod trenda, a počinje naglo da raste u 2004. god. sa naglim povećanjem privredne aktivnosti (Pogledati *Grafikon L1-5.* i *Tabelu L1-1*). Prethodno se može videti i na *Grafikonu L1-5* (i u *Tabeli L1-1*) koji pokazuje da bazna inflacija dostiže minimum u trećem kvartalu 2003. godine i nakon toga počinje da raste zajedno sa proizvodnjom tokom 2004. godine.

Grafikon L1-5. Srbija: Nepoljoprivredni BDP i bazna inflacija¹⁾, 2002-2005



Izvor: *Tabela L1-1.*

1) Stope rasta.

Izložene ocene proizvodnog jaza su u skladu sa iznetim osnovnim indikatorima o rastu privrede Srbije kao i razpoloživim ad hoc pokazateljima kretanja agregatne tražnje. Zajedno, ovi rezultati upućuju na zaključak da je relativno niska aggregatna tražnja u 2003. god. držala inflaciju niskom, uprkos započetoj depresijiji dinara. S druge strane, snažan porast aggregatne tražnje u 2004. god. podigao je proizvodnju iznad trenda i tako najverovatnije postao glavni pokretač novog ubrzanja inflacije.

Dejstvo ovde izloženih fundamentalnih faktora na inflaciju u 2005. god. može se analizirati na osnovu *Tabele L1-1.* i priloženih grafikona. Vidimo da se jedinični troškovi rada povećavaju tokom prva dva kvartala 2005. godine (*Tabela L1-1*), vršeći tako troškovni pritisak na cene. Odstupanje proizvodnje od svoje trend vrednosti (*Grafikon L1-4*) pokazuje da je privredna aktivnost posle usporavanja u prvom kvartalu, ponovo iznad trenda u drugom kvartalu. Stoga je moguće da aggregatna tražnja i u 2005. god. doprinosi inflaciji. Najzad, depresijacija dinara se usporava u odnosu na baznu inflaciju (*Grafikon L1-3*) tako da ne predstavlja značajan faktor inflacije u prvom delu 2005. godine.

Verodostojnost spoljnotrgovinskih podataka: Kakav je efekat PDV-a?

Vuk Đoković *

U prvih 7 meseci 2005.g. bilans robne razmene Srbije radikalno je poboljšan u odnosu na isti period prošle godine. Za ekonomsku politiku Srbije od velike je važnosti saznanje da li je takvo poboljšanje stvarno, ili je privid proizведен uvođenjem PDV-a? Kako apriorna, tako ekonometrijska analiza upućuju na zaključak da PDV nije delovao na stepen verodostojnosti prijavljene vrednosti izvoza, ali u slučaju uvoza, verovatno jeste.

1. Uvod

U ovom tekstu ispitujemo da li je oštar pad u deficitu spoljne trgovine samo privid izazvan promenama u verodostojnosti podataka zbog efekta koji je PDV imao na prijavljivanje uvoza i izvoza. Jasno je da je uvođenje PDV-a izazvalo "požurivanje" uvoza, tj. stvaranje zaliha krajem 2004. i konsekventan pad početkom 2005. godine. Taj efekat se detaljno razmatra u *Okviru L2-1* u ovom tekstu. Međutim, predmet naše analize je sama mogućnost da je PDV uticao na promenu prakse precenjivanja uvoznih i potcenjivanja izvoznih faktura, kojom verujemo da naši privrednici iznose kapital iz zemlje. Ocenjivanje ove mogućnosti veoma je značajno, jer je za ekonomsku politiku ove zemlje bitno da li je stvarno u toku istinski, temeljni preokret u spoljnotrgovinskim tokovima, na koji upućuju raspoloživi podaci. Da li je, i u kojoj meri, konkurentnost izvoza Srbije konačno počela da se poboljšava? Da li je došlo do stvarne kontrakcije uvoza koja bi opet govorila u prilog poboljšanju makroekonomskog prilagođavanja Srbije? **Ili su sva ta poboljšanja samo privid?**

U tekstu ćemo prvo ukratko navesti istorijske i logičke razloge zbog kojih verujemo da je spoljnotrgovinski deficit prenaglašen praksom lažnog prikazivanja uvoznih/izvoznih dokumenata, a zatim se usredsređujemo na mogućnost da je PDV uticao na tu praksu. Najpre analiziramo kako uvođenje PDV-a deluje na podsticaje da se uvoz i izvoz lažno vrednuju. Zatim, ekonometrijskim metodama provjeravamo da li izvozna, odnosno uvozna serija, pokazuju nagle promene u svom kretanju od početka 2005. godine. Kako apriorna, tako i ekonometrijska analiza upućuju na zaključak da PDV nije delovao na stepen verodostojnosti prijavljene vrednosti izvoza, ali da u slučaju uvoza, u nekim situacijama verovatno jeste. Utvrđivanje stepena u kome je praksa precenjivanja uvoznih, odnosno potcenjivanja izvoznih, dokumenata generalno prisutna, kompleksno je pitanje koje prevaziđa okvir ove analize.

2. Praksa precenjivanja

uvoznih/potcenjivanja izvoznih dokumenata

Držanje kapitala na računima povezanih pravnih lica u inostranstvu bila je uobičajena praksa pravnih lica u bivšoj SFRJ. To je postalo naročito jasno pošto je 1990. godine, nakon uvođenja čvrste monetarne politike pod reformskom vladom Ante Markovića, domaća i međunarodna javnost iznenadeno veličinom deviznih rezervi koje je Narodna banka Jugoslavije (NBJ) akumulirala. Privrednici su u potrazi za dinarima vraćali devize sa takvih računa iz inostranstva i prodavali ih NBJ. Praksa držanja i poslovanja sredstvima u inostranstvu znatno je "usavršena" tokom 90-ih godina. Privreda Srbije morala je da nade način da međunarodno posluje u uslovima ekonomske i političke izolacije. Privredni subjekti su pronalazili procepe u međunarodnom ekonomskom sistemu, naročito u zemljama poreskoj raja. Kapital se delom odlivao u inostranstvo, a delom kružio i vraćao nazad. Dakle, privreda Srbije je tokom 90-ih razvila polu-legalnu poslovnu praksu kao i neophodnu infrastrukturu za njeno sprovođenje - mimo postojećeg embarga.

Mrežu firmi međunarodnih posrednika izgrađenu u tom periodu, smatramo infrastrukturom koja se, verovatno, u nekoj meri koristi i danas. Preduzeće koje želi da posluje sa povezanim međunarodnim posrednicima mora da "investira" u upoznavanje pravne regulative i uspostavljanje dovoljno poverljivih veza sa ljudima u zemlji preko kojih želi da posluje. To zahteva sredstva i novac, a kad je jednom uspostavljeno poverenje, njegovo "održavanje" nije skupo. Današnji podsticaji možda nisu dovoljni da sami po sebi doprinesu takvim ulaganjima, ali s obzirom da ta mreža već postoji, stvorena mnogo većim podsticajima iz prošlosti, možemo pretpostaviti da se i danas koristi i da omogućava više posrednog, polu-legalnog poslovanja nego što bi to bio slučaj sa nekom drugom privredom slične ekonomske i regulatorne strukture.

Iznošenje kapitala u inostranstvo, bilo da bi se on zadržao u inostranstvu ili da bi se njime slobodno vršila plaćanja u inostranstvu, a on potom vraćao u zemlju, jedan je od dva glavna motiva za precenjivanje uvoznih tj. potcenjivanje

* Zahvaljujem se prof. dr Zorici Mladenović, čije su sugestije i pomoć bitno podigli kvalitet ekonometrijske analize u ovom tekstu. Naravno, odgovornost za bilo kakve greške i nedostatke u analizi, ostaje samo moja.

izvoznih faktura. Kao što nadalje obrazlažemo, u uslovima oštih ograničenja na kretanje kapitala iz zemlje, kapital se, pored plaćanja za fiktivni uvoz usluga, najlakše iznosi precenjivanjem uvoznih ili potcenjivanjem izvoznih faktura. Drugi motiv može biti utaja poreza. Naime, zavisno od poreske strukture, precenjene uvozne i potcenjene izvozne fakture mogu da smanje plaćanje poreza.

Pre bližeg razmatranja ovih motiva, navedimo primer transakcija o kojima govorimo. Prepostavimo da je reč o uvozu. Domaće pravno lice registrovano za spoljnotrgovinske poslove prvo će formirati firmu u inostranstvu npr. na Kipru. Ta firma može, ali i ne mora, biti formalno povezana sa domaćim pravnim licem, ali ono će naravno nastojati da nad stranom firmom ima potpunu, formalnu ili neformalnu, kontrolu. Zatim, prilikom uvoza robe, recimo iz Rusije, kiparska firma će biti izvoznik koji prodaje robu našem licu. Poreklo robe je Rusija, ali se plaćanje vrši prema Kipru. Kiparska firma će fakturisati robu po ceni koja je viša, moguće i bitno viša, od cene po kojoj je robu nabavila. Kad se takva, preuveličana faktura plati kiparskoj firmi i pošto ona plati mnogo manji iznos ruskim izvoznicima, ostaje razlika na kiparskom računu, kojom, naravno, stvarno raspolaže domaće pravno lice.

(1) Razlozi zbog kojih bi domaće lice bilo zainteresovano da iznese kapital iz zemlje su višestruki:

a. Krađa društvene/državne imovine

Ovaj kriminalni motiv prvo pominjemo ne zato što smatramo da je najvažniji već zato što je najprisutniji u svesti javnosti. U ovom slučaju, privrednik odgovoran za društveno/državno preduzeće može umanjiti zaradu ili povećati gubitke preduzeća, tako što će plaćati veću cenu od stvarne, u skladu sa gore opisanom praksom. Povezano preduzeće u inostranstvu je najverovatnije njegova lična tajna tako da sredstva na inostranom računu ne ostaju na raspolaganju društvenom/državnom preduzeću koje plaća fakturu, već privredniku - na ličnom raspolaganju. Uzdržaćemo se od ocene u kojoj meri je ovaj motiv bio prisutan nekada, a u kojoj meri je on prisutan sada, ali je jasno da sa nestajanjem društvene imovine on postaje sve manje bitan.

b. Izbegavanje ograničenja u rukovanju dinarskom i deviznom gotovinom u domaćim kao i u međunarodnim kapitalnim tokovima

Ovo smatramo dominantnim razlogom za iznošenje kapitala još u periodu SFRJ, a verujemo i danas, uprkos bitnoj liberalizaciji spoljnotrgovinske i platne regulative u poslednjih nekoliko godina. Pravno lice

koje zaradi devize (izvozom) može svoj izvozni prihod da drži u devizama na računu u zemlji, ali ne može sa njega da vrši plaćanja osim za uvoz robe, ulaganja u nekretnine i otplatu deviznih dugova¹. Dakle, svaki put kad lice želi da plati bilo šta u devizama moraće prvo te devize na neki način da pribavi, prikazujući da su mu potrebne radi uvoza, čak i u slučajevima kada su mu potrebne za neku drugu svrhu. Problem se zapravo ne odnosi samo na devize. Za svaku transakciju sa i na žiro račun, pravno lice mora da ima detaljnu dokumentaciju, a mnoge transakcije jednostavno nisu dozvoljene. Čak i ako ne postoji nikakav motiv da se prikriva poslovanje ili utaji porez, pravno lice koje nađe načina da iznese sredstva u inostranstvo biće motivisano da to čini i ubuduće, jer će na taj način mnogo lakše raspolažati istima nego u zemlji.

c. Veće poverenje u inostrani od domaćeg finansijskog sistema, kao i veće poverenje u stabilnost strane valute

Domaće pravno lice koje je ostvarilo zaradu želeće da je investira "na sigurno", a to često znači izvan zemlje i u devizama. Međutim, postoje velika ograničenja, čak i potpune zabrane, kupovine akcija na inostranim tržištima kapitala, kupovine nekretnina u inostranstvu i posedovanja inostranog bankarskog računa za pravna lica - rezidente.

(2) Precenjivanje uvoznih faktura može biti i način da se izbegne ili umanji plaćanje poreza:

a. Izbegavanje plaćanja poreza na dobit

Carine na većinu kapitalnih dobra kreću se od 1% do 10% tj. manje su od poreza na dobit koji je do prošle godine iznosio 14%, a sad je smanjen na 10%. Ukoliko domaće lice oceni da ostvaruje dobit, tu dobit može prikriti tako što će prikazati uvećane fakture na uvozna dobra na koja se plaćaju male carine. Kapitalna dobra su pogodna za ovu praksu ne samo zbog niskih carina, već i zato što je za carinu teško da proceni njihovu pravu vrednost, pa se ona lako može preuveličati. Ukoliko, pri tom, uvoznik prikaže da je uvoz opreme deo uloga stranog ulagača ili da se isplaćuje iz novčanog uloga istog, uvoz opreme će biti potpuno oslobođen carine. Kasnije, kapital koji je tako iznesen iz zemlje može se upotrebiti za dokapitalizaciju domaće firme.

Još je jednostavnije sakriti dobit potcenjivanjem izvozne fakture. Jednostavno, izvozna dokumentacija se umanjuje za iznos profita koji se želi sakriti. U tom slučaju novac ostaje u inostranstvu. Ipak, za ovakve

¹ Pogledati; *Zakon o deviznom poslovanju*, čl. 4. i čl. 23.

Okvir L2-1. «Požurivanje» uvoza uoči uvođenja PDV-a

Pošto se PDV plaća odmah po prijavi dospele robe, iako se kasnije u najvećem broju slučajeva vrši povraćaj, to zahteva visoku likvidnost uvoznika, povećavajući finansijske troškove. Pritom, neka roba koja je ranije bila izuzeta iz poreza na promet, sada se oporezuje PDV-om. Stoga su uvoznici imali jak motiv da uvezu sve što su mogli krajem prošle godine tj. došlo je do vremenskog premeštanja uvoza iz 2005. u 2004. godinu. Formiranje zaliha doprinelo je da se poveća uvoz i iskaže veći deficit u prošloj godini, a da se u prvom kvartalu 2005. godine (naročito u januaru) uvoz i deficit smanje.

Porez na promet nije se plaćao na "uvoz repromaterijala i uvoz proizvoda radi dalje prodaje" (*Zakon o porezu na promet, čl. 3, tačka 4*), već se on naplaćivao kod krajnjeg potrošača. Pored toga, najveći deo opreme bio je oslobođen obaveze plaćanja poreza (*član 11. istog Zakona*). Sa uvođenjem PDV-a, uvoznici odmah plaćaju porez na uvezenu vrednost, što stvara dodatno opterećenje – finansijski trošak zarobljenih sredstava na računu poreske uprave do trenutka povraćaja pripadajućeg PDV-a. Sa visokom godišnjom inflacijom, a imajući u vidu da poreska uprava ne plaća kamatu na ova sredstva, vrednost povraćenog poreza je manja od prvobitno plaćenog iznosa.

Posmatranjem uvoza prema ekonomskoj nameni, primećuju se različita kretanja uvoza na prelazu između prošle i ove godine: u decembru prethodne godine u odnosu na prethodni mesec, uvoz kapitalnih proizvoda je više nego udvostručen (rast za 104,4%); uvoz trajnih dobara za široku potrošnju porastao je za 81,8%, a netrajnih za 43,5%, dok je uvoz intermedijarnih proizvoda povećan za 40,7%. Podjednako intenzivne promene, samo u suprotnom smeru, odigrale su se u januaru 2005. godine.

Procenjena vrednost prekomernog rasta uvoza u decembru mora biti proizvoljna, s obzirom na činjenicu da se u proteklih nekoliko godina ne može utvrditi tipično sezonsko ponašanje uvoza, koje bi nam dalo odgovor na pitanje koliki je uobičajeni rast uvoza u decembru. Ukoliko se, pak, kao merodavna prihvati 2003. godina, onda se može pretpostaviti da bi u decembru 2004. godine uvoz porastao za oko 20% da nije bilo dodatnih poremećaja. Kako je on povećan za 64%, pretpostavljamo da se razlika (od oko 300 miliona evra) može pripisati efektu uvođenja PDV-a. Drugi analitičari imaju slične ocene (npr. MAT,

radnje motivi slabe u poslednje vreme, jer je smanjen porez na dobit, a i pojačava se potreba prikazivanja dobiti radi sticanja kreditne sposobnosti. Ipak, od nedavno je ovaj motiv veoma izražen u svetu isplate dividendi i profita stranim deoničarima.² Naime, ako je reč o stranom deoničaru sa teritorije države sa kojom Srbija nema potpisani *Ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja*, udeo u dobiti takvog akcionara je dodatno oporezovan tzv. "porezom po odbitku".

b. Izbegavanje plaćanja drugih dažbina

Prepostavimo da domaće pravno lice želi da gotovinski isplati neki deo rada svojim zaposlenima kako bi izbeglo plaćanje visokih dažbina na rad. Precenjivanje uvozne fakture ili potcenjivanje izvozne, načini su na koji će domaće pravno lice "izvući" sredstva iz inače striktno kontrolisanog sistema plaćanja, a zatim ih, za potrebe nelegalne isplate zaposlenima, sivim kanalima vratiti u zemlju.³

3. Prijavljanje izvoza i PDV

U poslednje vreme može se čuti mišljenje u Srbiji, da je uvođenje PDV-a u januaru 2005. god. dovelo do precenjivanja rasta izvoza. Postoje dva načina na koje je uvođenje PDV-a moglo izazvati skok u prijavljivanju izvoza. Ni jedan od njih, u slučaju Srbije, ne smatramo verovatnim.

Prvo, iskustvo u nekim zemljama nam govori da je posle uvođenja PDV-a došlo do velikog lažnog prijavljivanja izvoza. Razlog leži u tome sto je izvoz oslobođen plaćanja PDV-a, a roba se prijavljuje kao izvozna i kada je namenjena domaćem tržištu, i tako biva oslobođena plaćanja poreza, da bi se zatim sivim kanalima prodavala na domaćem tržištu. Međutim, ova praksa je postojala i pre PDV-a kada je domaća potrošnja bila oporezovana porezom na promet, te zamena poreza na promet PDV-om neće uticati na ovakvo ponašanje.

Druga mogućnost je još manje ubedljiva. Recimo da je neki deo proizvodnje u sivoj ekonomiji bio namenjen za izvoz i da je taj izvoz ostao neregistrovan kako bi proizvodnja ostala u sivoj zoni. Prepostavimo, zatim, da je zbog uvođenja PDV-a ta proizvodnja legalizovana - onda je logično da će i odgovarajući izvoz biti legalizovan tj. registrovan. Ipak, prosti je neverovatno (čak i pre uvođenja PDV-a) da je neki

² Pogledati: *Izmene i dopune Zakona o porezu na dobit preduzeća*, od 23. 07. 2004. godine, gde se definišu različite stope "poreza po odbitku" za rezidente i nerezidente.

³ U ovom slučaju možda neće doći do faktičkog kruženja kapitala iz zemlje u inostranstvo i nazad, već se sredstva mogu obezbediti lokalno kroz višestruke kompenzacije sa nekim kome su sredstva potrebna u inostranstvu.

bitniji deo izvoza iznošen bez ikakve carinske registracije. Moguće je i da je javnost pod utiskom da će obelodanjanje (legalizacija) proizvodnje koju podstiče PDV prosto navesti iste proizvođače da realnije prikazuju izvoz. Ipak, ne postoji direktna veza između prikazane vrednosti proizvodnje i registrovanog izvoza nekog proizvođača. Ako je vrednost izvoza preduzeća čija je proizvodnja bila u sivoj zoni mogla biti potcenjena pre uvođenja PDV-a, ne vidimo razloga da ne bude potcenjena i nakon uvođenja PDV-a.

Izvoznici su i posle uvođenja PDV-a motivisani da potcenjuju izvoz jer su oslobođeni plaćanja PDV-a na svoj proizvod, kao što su nekada bili oslobođeni poreza na promet. Međutim, za razliku od poreza na promet, izvoznik plaća PDV na nabavku materijala, opreme i na dodatne usluge. Taj, prethodno plaćen, porez izvoznik može kasnije da povrati do visine poreza koji bi se hipotetički platilo na ceo izvoz.⁴ Budući da je danas uobičajeno da se plaćanja među firmama vrše odloženo (na primer 60 dana) izvoznik će moći da povrati PDV koji je platilo na repromaterijal ili usluge, čak i pre nego što dođe do stvarnog plaćanja robe. U tom slučaju uvođenje PDV-a neće uticati na izvoznu cenu, bilo da izvoznik potcenjuje fakturu ili ne⁵. Logično je, dakle, da će firme koje su ranije potcenjivale svoj izvoz nastaviti to da rade u istom obimu i posle uvođenja PDV-a.

Da bi proverili da li mikro analiza potcenjivanja izvoznih faktura odgovara realnom kretanju izvoza nakon uvođenja PDV-a, analiziraćemo vremensku seriju mesečnog izvoza u evrima u periodu januar 2000 - avgust 2005. godine. Izvoz (Y_t) smo modelirali tako da zavisi od 3 varijable: vremena (t), izvoza koji je realizovan prethodnog meseca (Y_{t-1}) i veštačke promenjive kojom je modelirana sezonalnost izvoza u januaru (dummy_jan=1 u januaru, i 0 u ostalim slučajevima):

$$(1) \quad Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 Y_{t-1} + \beta_3 * (\text{dummy_jan}) + \varepsilon_t$$

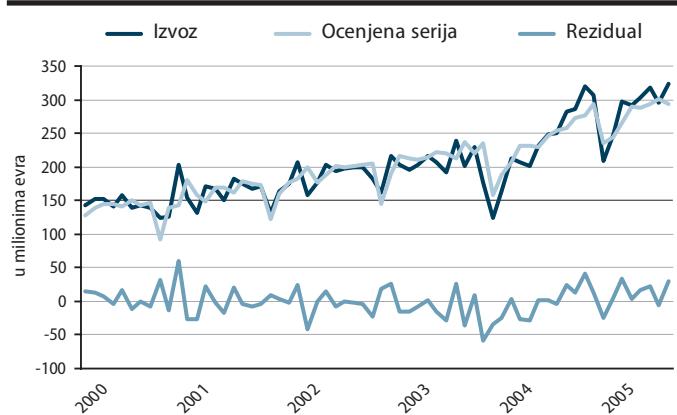
Autokorelacija je uneta u model budući da autokorelaciona funkcija (ACF) i Ljung-Box test potvrđuju njenu postojanje. Korišćenjem metode najmanjeg kvadrata (MNK) ocenili smo parametre uz nezavisne promenjive:

$$(2) \quad \hat{Y}_t = 68,24 + 1,32 * t + 0,47 * Y_{t-1} - 54,13 * (\text{dummy_jan})$$

⁴ Zакон о porezu na dodatu vrednost, čl. 28, stav 3: „Uslovi za odbitak prethodnog poreza“.

⁵ Izvozniku ipak nije u interesu da cenu u fakturi spusti ispod nivoa materijalnih troškova, jer u tom slučaju ne bi mogao da povrati sav porez plaćen na te troškove. Ipak, malo je verovatno da je do tako drastičnog smanjivanja izvoznih faktura dolazilo i pre uvođenja PDV-a.

Grafikon L2-1. Srbija: Ekonometrijska ocena izvoza (jednačina 1)



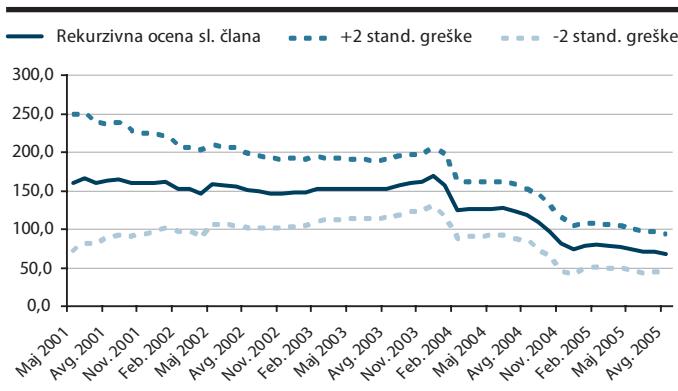
Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

Na *Grafikonu L2-1.* vidi se da je model dobro prilagođen seriji izvoza ($R^2=0,84$). Da bismo proverili da li je PDV doveo do trajnih promena u seriji izvoza, analizirali smo parametre rekurzivnom regresijom (detaljnije objašnjenje rekurzivne regresije dato je u *Okviru L2-2*).

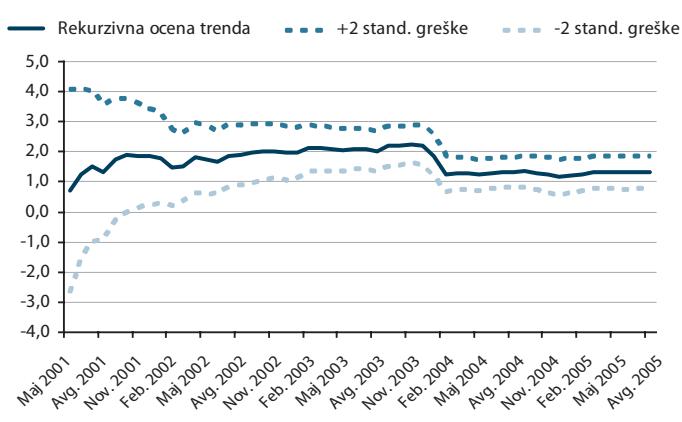
Okvir L2-2. Rekurzivna regresija

Rekurzivna regresija dobija se tako što se najpre oceni model za određeni kraći period, a zatim se vrši ocena parametara za svaku novu opservaciju. Pojedinačno se vrši ocena parametara za podseriju zaključno sa opservacijom t , pa se ponovo vrši ocena parametara za podseriju do opservacije $t+1$, i to se ponavlja za celu seriju. Tako, na primer, u maju 2002. god. imali bi seriju sa 24 opservacije i koristeći tu seriju ocenili bi parametre, a za jun bi imali seriju sa 25 opservacija i ponovo ocenili vektor parametara, i tako sukcesivno. Na kraju dobijamo seriju ocenjenih parametara. Naravno, ocene parametara za prvih nekoliko opservacija nisu relevantne. Na ovaj način dobili smo niz ocena od kojih ona koja nije saglasna sa ostalim treba da ukaže na trenutak eventualnog strukturnog loma.

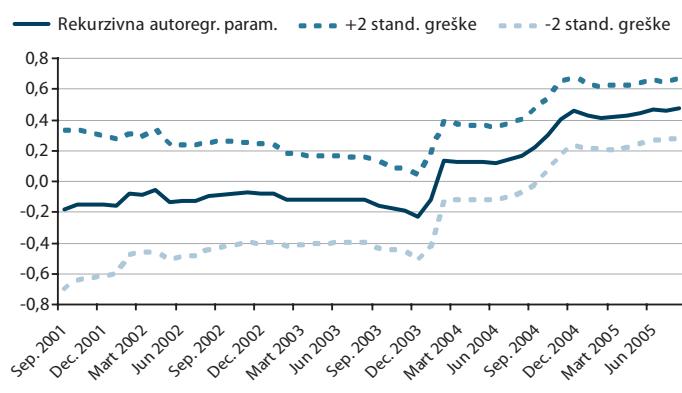
Grafikon L2-2. Rekurzivna ocena slobodnog člana, β_0 (jednačina 1)



Grafikon L2-3. Rekurzivna ocena trenda izvoza, β_1 , (jednačina 1)



Grafikon L2-4. Rekurzivna ocena autoregresivnog parametra, β_2 (jednačina 1)



Ekonometrijska analiza uticaja PDV-a na izvoz ne pokazuje da je došlo do trajnog loma u seriji izvoza od početka ove godine. Grafikoni ukazuju na neke promene početkom 2004. god. kada dolazi do naglog skoka u vrednosti autoregresivnog parametra i delimično kompenzujućeg pada u vrednosti trenda i slobodnog člana. Međutim, u januaru 2005. godine, ocena slobodnog člana se neznatno menja, dok ocena uz trend ostaje stabilna za čitav period - od 2004. god. do danas. Da je hipoteza da će PDV naterati izvoznike da realnije prikazuju vrednost izvezene robe tačna, došlo bi do trajnog skoka u vremenskoj seriji. Međutim, kako ekonometrijska analiza, tako i analiza motiva odbacuju takav zaključak. Dakle, možemo zaključiti da **PDV nije uticao na promenu u prijavljivanju izvoza**.

4. Prijavljanje uvoza i PDV

Pri fizičkom ulasku robe u zemlju uvoznici su obavezni da plate PDV. Porez koji je plaćen na uvoz robe koja se uvozi radi upotrebe u proizvodnom procesu ili daljeg prometa unutar zemlje, moguće je povratiti⁶. To je za uvoznike novina, jer ranije se ova roba oslobađala poreza na promet pomoću jed-

nostavne "izjave" da roba nije namenjena finalnoj potrošnji. Ipak, vreme koje sredstva provedu "zarobljena" na računu poreske uprave povećava troškove uvoza za ovaku robu, a ukoliko uvoznik ima teškoća sa likvidnošću i nema pristup bankarskim kreditima, taj relativno mali trošak može postati ozbiljna prepreka za uvoz. U ovim okolnostima, precenjivanje uvoza povećava iznos PDV-a koji će neko vreme biti "zarobljen", tj. PDV poskupljuje precenjivanje uvoza. Ima dakle razloga za pretpostavku da PDV dovodi do smanjivanja precenjivanja uvoza, bar u nekoj meri i bar privremenog, dok uvoznici ne obezbede potrebnu likvidnost.

Ekonometrijske analize koje opisujemo u daljem tekstu daju ambivalentan nalaz o ponašanju mesečne serije uvoza u periodu mart–avgust 2005. godine. S jedne strane, ukupan uvoz u svakom od ovih 5 meseci bio je oko 6 procenatnih poena niži nego što bi se očekivalo na osnovu ponašanja uvoza do novembra 2004. godine. S druge strane, rekurzivna ekonometrijska analiza ne pronalazi trajan lom/promenu u ponašanju uvozne serije posle januara 2005. godine. Najverovatnije objašnjenje jeste da je došlo do privremenog poremećaja u seriji uvoza, ali ne i do trajne promene. Pad uvoza može biti objašnjen nizom mogućnosti od kojih se neke naglašavaju u rubrici *Trendovi*, ali **mogućnost da je pad u nekoj meri izazvan promenom u odnosu stvarnog i prijavljenog uvoza ne može se isključiti**. Drugi razlozi (kao što je pomenuto u rubrici *Trendovi*) su: poskupljenje robe koja sad ne može da izbegne plaćanje PDV-a, a ranije je legalno ili ilegalno izbegavala porez na promet; smanjenje investicionih tražnji; i produženo trošenje zaliha uvoza iz decembra 2004.

Iako je uvođenje PDV-a verovatno umanjilo obim precenjivanja uvozних faktura⁷, potrebno je naglasiti da se to moglo desiti samo u manjoj meri. Naše analize pokazuju da će podsticaji da se ova praksa smanji najviše uticati da se pravilnije prikazuje uvoz tamo gde zbir carine na precenjeni deo fakture i troška koji nameće PDV počne da prevaziđa uštedu na porezu koja se dobijala precenjivanjem uvoza.

Da bi testirali hipotezu da je precenjivanje uvoznih faktura smanjeno nakon uvođenja PDV-a, analiziraćemo vremensku seriju mesečnog uvoza u evrima u periodu januar 2000 – avgust 2005. godine.

Uvoz (U_t) možemo jednostavno da modeliramo kao funkciju vremena:

$$(3) \quad U_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \alpha_2 * (\text{dummy_jan}) + \alpha_3 V_{\text{decembar}2004} + \alpha_4 V_{\text{januar}2005} + \epsilon_t$$

6 Zakon o porezu na dodatu vrednost, čl. 28. i 52.

7 Ključna poreska promena, u smislu borbe protiv ove prakse, bilo je snižavanje poreza na dobit preduzeća u julu 2004. god. sa 15% na 10%.

Gde je:

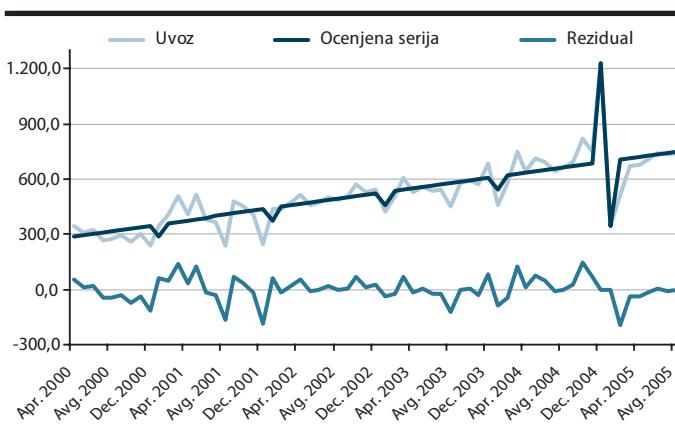
- dummy_jan - veštačka promenljiva kojom modeliramo sezonalnost u januaru,
- V_decembar i V_januar - veštačke promenljive koje imaju vrednost 1 u decembru 2004. i januaru 2005. godine, i nula za bilo koju drugu opservaciju.

Unošenjem ovih veštačkih promenjivih u model postižemo da ekstremni rezultati u decembru 2004. i januaru 2005. godine ne utiču na parametar trenda ni na slobodan član ocene parametara. Korišćenjem MNK ocenili smo sledeće vrednosti parametara:

$$(4) \quad \hat{U}_t = 290.40 + 7.13 * t - 67.99 * (\text{dummy_jan}) \\ + 539.84 * V_{\text{decembar}2004} \\ - 285.05 * V_{\text{januar}2005}$$

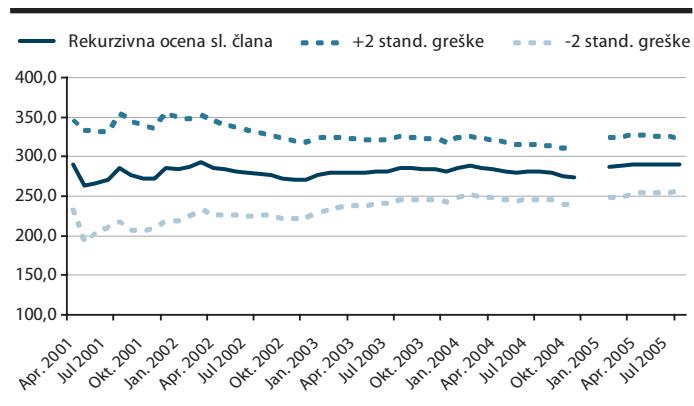
Na *Grafikonu L2-5.* jasno se vidi da se naš model solidno prilagođava vremenskoj seriji uvoza ($R^2=0,85$). Sa ciljem da analiziramo da li je bilo loma u seriji, primenili smo metodu rekurzivne regresije (detaljnije objašnjenje ove metode dato je u *Okviru L2-2*). Analiza ukazuje da su parametri stabilni. Na grafikonu rekurzivnih ocena parametara može da se primeti da vrednosti za decembar 2004. i januar 2005. godine nedostaju. Razlog tome su dve vestačke varijable koje smo koristili u regresiji i koje faktički isključuju ove dve opservacije iz MNK ocene parametara. U svakom slučaju, grafikoni ne pokazuju značajne promene u rekurzivnim ocenama niti trenda niti slobodnog člana u februaru i daljim mesecima, u odnosu na novembar. Dakle, rekurzivne ocene slobodnog člana i parametra trenda ne upućuju na postojanje loma. Takođe, primenom veštačkih promenljivih V_decembar i V_januar (*additive outliers*), utvrđujemo da je doslo do jednokratnog loma u decembru 2004. god. i januaru 2005. godine, ali je to, jasno je, prevashodno efekat «požurivanja» uvoza za 2005. god. u decembar 2004. godine.

**Grafikon L2-5. Ekonometrijska ocena uvoza
(jednačina 3)**

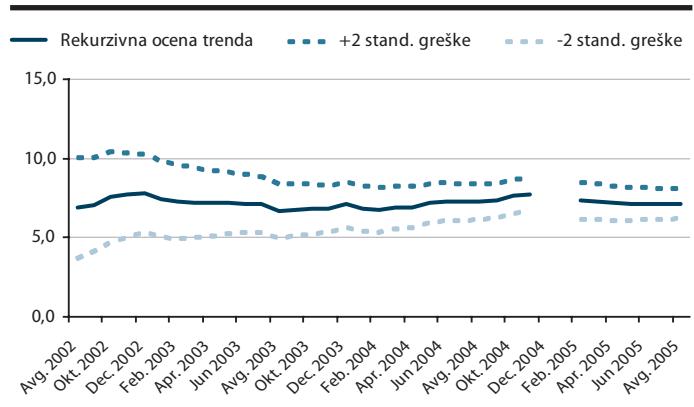


Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

**Grafikon L2-6. Rekurzivna ocena slobodnog člana, α_0
(jednačina 3)**



**Grafikon L2-7. Rekurzivna ocena trenda, α_1
(jednačina 3)**



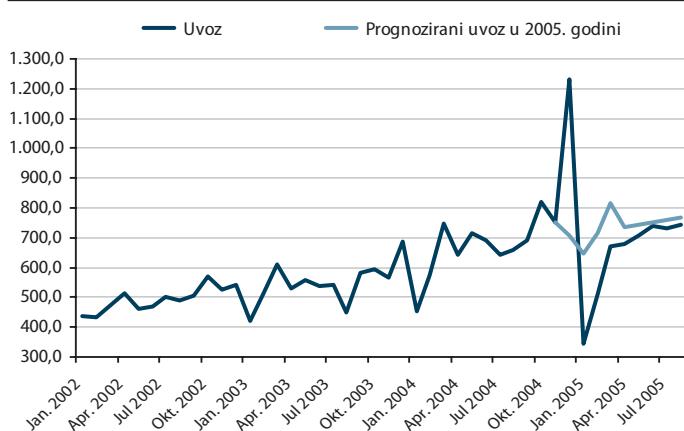
Vremenska serija uvoza pokazuje iznenadan skok u decembru 2004. godine, prouzrokovani "nagomilavanjem" uvoza pred uvođenje PDV-a i pad u januaru i februaru 2005 godine. Pokušali smo dalje da odgovorimo na pitanje koliko je uvoz zaista pao u prvoj polovini 2005. godine? Da bismo odgovorili na ta pitanja, ocenili smo model koji objašnjava ponašanje uvoza u periodu januar 2000 - novembar 2004. godine, a zatim smo stvarne brojke uporedili sa prognozom koju nam model pruža za period decembar 2004 – avgust 2005. godine.

Model smo definisali na sledeći način:

$$(5) \quad U_t = \gamma_0 + \gamma_1 t + \gamma_2 * (\text{dummy_jan}) + \gamma_3 * (\text{dummy_feb}) + \gamma_4 * \text{dummy_mart} + \epsilon_t$$

gde su dummy_jan/feb/mart - veštačke promenljive koje modeliraju sezonalnost u ova tri meseca (npr. dummy_jan ima vrednost 1 za januar i 0 u ostalim slučajevima)

Grafikon L2-8. Ocenjen i stvaran uvoz u 2005. godini



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

Primenom MNK dobili smo sledeće ocene parametara ($R^2=0,81$):

$$(6) \quad \bar{U}_t = 273.78 + 7.71*t - 67.25*\text{dummy_jan} \\ \quad \quad \quad - 8.06*\text{dummy_feb} \\ \quad \quad \quad + 86.54*\text{dummy_mart}$$

Na *Grafikonu L2-8.* možemo da uočimo da je uvoz u 2005. godini još uvek ispod nivoa koji prognozira

model, ali se jasno vidi da se on polako približava svom dugoročnom trendu. Ako decembar, januar i februar, izostavimo iz analize, budući da je reč o zaista atipičnim vrednostima, možemo izračunati prosečni pad u uvozu za period mart-avgust. Razlika između predviđanja modela i realnih podataka iznosi u proseku 6,6 %. Prema tome, možemo zaključiti da je u periodu mart-avgust uvoz niži od očekivanog za 6,6%, ali pri tome treba imati u vidu da ovaj pad nije trajnog karaktera.

5. Zaključak

U prethodnoj analizi, pokušali smo da saznamo šta nam ekonometrija govori o našoj spoljnoj trgovini u 2005. godini. Da li je bilo poremećaja? Ako ih je bilo - kakvi su? Trajni ili prolazni? I o kom redu veličina govorimo? Odgovor je jasan. Uvođenje PDV-a nije dovelo do trajnih promena niti u uvozu, niti u izvozu. Pad u uvozu posledica je prilagođavanja uvoznika na poresko opterećenje – PDV (u tom smislu treba da posmatramo i decembarsko "nagomilavanje" uvoza). Tokom 2005. god. došlo je do pada u odnosu na očekivani uvoz od oko 6%. Međutim, analiza nam sugerije da je ovaj pad prolaznog karaktera. Vremenom će doći do vraćanja na dugogodišnji trend uvoza. Uvođenje PDV-a nije uticalo ni na rast izvoza. Do promene u trendu izvoza došlo je još početkom 2004. godine.

Koliki je stvarno deficit penzionog sistema u Srbiji?

Jurij Bajec
Katarina Stanić *

Nejasnoće vezane za uzroke rastućeg deficitita u penzionom sistemu Srbije čine da njegova teška situacija izgleda još gore. U ovoj analizi precizno se razgraničavaju tekući faktori sa prihodne i rashodne strane od onih koji su nasleđeni iz prošlosti i čiji će efekat prestati da opterećuje sistem u doglednoj budućnosti. Takvo razumevanje preduslov je za donošenje validnih preporuka za reformu penzionog sistema u Srbiji.

1. Uvod

Decembra 2001. godine sprovedena je radikalna reforma penzionog sistema u Srbiji. Kao rezultat, u poslednje tri godine, poboljšali su se parametri koji se direktno odnose na njegovo finansijsko stanje: odnos isplaćene penzije/plate značajno se smanjio (sa preko 75% na 65%); ukupan broj penzionera je stabilan a broj zaposlenih se nije drastično smanjio. Otuda iznenađuje činjenica da se učešće troškova za penzije i deficit penzionog fonda u bruto društvenom proizvodu (BDP) ne smanjuje.

Naša polazna prepostavka je da je dosadašnja reforma penzionog sistema trebalo da dovede do poboljšanja njegovog finansijskog stanja. Cilj ovog rada je da ukaže na nejasnoće vezane za penzioni sistem u Srbiji, kao i na različite faktore koji utiču na njegovo stanje, na osnovu analize relevantnih makroekonomskih pokazatelja i podataka o prihodima i rashodima Fonda za penzijsko-invalidsko osiguranje (PIO fonda) zaposlenih¹. Takvo razumevanje je preduslov za donošenje validnih preporuka za reformu penzionog sistema u Srbiji.

Osnovni zaključak je da na deficit penzionog fonda na strani rashoda, pored tekućih izdataka za penzije, utiču i drugi rashodi: zdravstveno osiguranja penzionera, otplate nasleđenih dugova, kao i razni rashodi uglavnom vezani za invalidsko osiguranje. Što se tiče prihoda, primetili smo raskorak između rasta doprinosa i plata (za koje je vezano indeksiranje penzija). Ovaj raskorak može biti posledica neadekvatne naplate doprinosa, ali i neadekvatnog statističkog merenja plata. Iz svega proizilazi da penzionu reformu u Srbiji treba posmatrati u širem kontekstu od pomeranja starosne granice za penzionisanje i indeksacije penzija.

* Zahvaljujemo se na pomoći i komentarima Ivanu Mimiću (finansijskom direktoru PIO fonda zaposlenih), dr Gordani Matković i dr Kori Udovički.

¹ Iako se penzioni sistem Srbije sastoji od tri fonda (PIO fond zaposlenih, PIO fond samostalnih delatnosti i PIO fond zemljoradnika), za analizu su korišćeni podaci koji se odnose samo na PIO fond zaposlenih, s obzirom da on predstavlja preko 90% prihoda i rashoda celokupnog sistema.

2. Osnovne karakteristike penzionog sistema u Srbiji

Pored tipičnih problema sa kojima se susreću svi PAYG sistemi² u svetu (kao što su zrelost sistema i demografska kretanja), problemi u koje je penzioni sistem u Srbiji zapao velikim delom prouzrokovani su ekonomskom krizom tokom 90-ih i politikom prethodnih vlasti koje su penzioni sistem koristile za rešavanje mnogih socijalnih problema.

Teškoće u finansiranju penzija u Srbiji pojavljuju se još sredinom 80-ih godina, da bi kulminirale u vreme ekonomskog propadanja tokom 90-ih³. Međutim, posmatrano po bilansu novčanog toka, sve do 2001. godine penzioni sistem, odnosno PIO fond zaposlenih, nije bio u gotovinskom deficitu iz tri razloga.

Prvo, izdaci Fonda su "smanjivani" neisplaćivanjem prava penzionerima⁴. Tako na primer, u periodu od 1995. do 2000. god. samo je 1996. godine isplaćeno svih 12 penzija, dok je preostalih godina isplaćivano od 10,5 do 11,5 penzija. Na taj način nastao je i pomak u isplati penzija, kojim se u uslovima visoke inflacije značajno "štedi"⁵. Povrh docnji, *Uredbom o isplati penzija i novčanih nadoknada za vreme sankcija* od aprila 1994. do juna 1995. godine, isplaćivano je samo 83,3% penzije. Po ovom osnovu nastao je tzv. "veliki dug" u visini od 2,4 mesečne penzije.

Drugo, stopa doprinosa neprestano je povećavana da bi krajem 2000. godine iznosila čak 32%.

Treće, nedostatak sredstava finansiran je tzv. "dodatnim" izvorima finansiranja kao što su: deo tarife na platni

² „Pay-as-you-go“ (PAYG) su sistemi u kojima trenutno zaposleni finansiraju penzije za sadašnje penzionere.

³ Gordana Matković: "Reforma penzijsko-invalidskog sistema", Četiri godine tranzicije u Srbiji, izdavač CLDS, Beograd 2005, str. 337-346.

⁴ Pod neisplaćivanjem prava podrazumeva se isplaćivanje manje od 12 penzija godišnje, kao i isplaćivanje svih 12 penzija ali sa vremenskim pomakom (npr. u januaru mesecu isplaćuje se penzija koja se zakonski odnosi na oktobar prethodne godine).

⁵ "Nova" vlast 2001. godine nasledila je pomak u isplati penzija od 2 meseca.

Tabela L3-1. Srbija: Parametri penzionog sistema (PIO fond zaposlenih), 2001-2004

	2001	2002	2003	2004
Demografija				
Zaposleni u pred., organiz. i kod preduzetnika (prosek perioda)	1.919.259	1.876.393	1.841.216	1.841.653
Broj penzionera u PIO fondu zaposlenih, prosek perioda	1.220.740 ¹⁾	1.251.689	1.251.808	1.243.067
Zaposleni/Penzioneri ²⁾	1,3	1,2	1,1	1,3
Plate i penzije				
Stopa doprinosa (godišnji prosek), % ³⁾	24,7	19,6	20,3	21,3
Neto plata (prosečna mesečna) din.	5.381,0	9.208,0	11.500,0	14.208,0
Visina isplaćene penzije (prosečna mesečna)	4.107,0	6.546,0	7.844,0	9.244,0
Realan rast isplaćenih penzija, %	18,4	36,7	9,0	5,7
Odnos isplaćene penzije i neto plate ⁴⁾	76,3	71,1	68,2	65,1
Rashodi				
Rashodi PIO fonda zaposlenih, % BDP	10,6	13,0	13,3	14,2
Transfer iz budžeta za PIO fond zaposlenih, % BDP	3,3	5,5	5,7	5,2
PRO MEMORIJA				
BDP realni rast, %	5,5	4,0	3,0	8,0
Inflacija (indeks troškova života) prosek perioda	93,3	16,6	9,9	11,4

Izvor: Republički zavod za statistiku i NBS.

1) Često se nailazi na podatak od 1.297.004 penzionera u Srbiji u 2001. godini. Ovaj podatak sadrži i penzionere sa Kosova i Metohije kojima penzije zapravo nisu isplaćivane.

2) Zvaničan podatak PIO fonda zaposlenih.

3) Zbog promena, stopa doprinosa je računata kao prosek godine. Do jula 2001. god. zbirna stopa iznosila je 32% pa je smanjena na 19,6%, zatim je 1. maja 2003. god. povećana na 20,6%, pa potom u julu 2004. god. na 22%. Smanjenje stope u 2001. god. sa 32% na 19% je nominalno. Povećanje osnovice za regres, topli obrok, i tako dalje, nije uzeto u obzir, što znači da je pad u 2002. god. sa 24,7% na 19,6% nominalan, a ne efektivan, te je unekoliko precenjen.

4) Podatak o odnosu penzija i plata (*replacement rate*) računat je u odnosu na stvarno isplaćenu prosečnu penziju koja je usled pomaka u isplati penzija niža od prosečne penzije uskladene po zakonu. Kada se posmatra penzija uskladena po zakonu (prosečne godišnje penzije koliko bi iznosila da se na vreme isplaćuje zakonski određena penzija – u svakom mesecu penzija koja se odnosi na taj mesec), ovaj odnos je u 2001. god. iznosio 91%, a 2004. god. 68%.

promet, takse na duvan, takse na PTT i tako dalje, a ne direktno iz budžeta, te se deficit nije eksplisitno video⁶.

Redovno isplaćivanje prava penzionerima, visok rast plata kojim su indeksirane penzije, kao i efektivno smanjenje stopa doprinosa u junu mesecu 2001. godine, doveli su do pojave gotovinskom deficitu u PIO-u fonda zaposlenih te godine od preko 3% BDP-a.

U decembru 2001. god. započela je reforma penzionog sistema koja je zaokružena 2003. god. donošenjem novog zakona o penzijskom i invalidskom osiguranju. Osnovni cilj reforme bio je da doprinese stvaranju fiskalno održivog penzionog sistema, ali uz redovno ispunjavanje prava penzionera. Uvedene su brojne promene u odnosu na raniji sistem, među kojima su najvažnije:

- Umesto usklađivanja rasta penzija sa zaradama, uvedna je švajcarska formula⁷ koja rast penzija u podjednakoj meri indeksira sa rastom zarada i rastom troškova života.
- Starosna granica za penzionsanje pomerena je za tri godine naviše (63 za muškarce i 58 za žene).
- Umesto najpovoljnijeg 10-godišnjeg proseka zarade, uvedeno je određivanje penzije prema zaradi tokom celog radnog veka⁸.
- Pooštreni su kriterijumi invalidskog penzionisanja.

Ovako velike promene u sistemu trebalo je da, pored dugoročnih efekata, dovedu do poboljšanja finansijskog stanja PIO fonda u narednim godinama i zaustavljanja rasta deficitu penzionog sistema.

6 1. novembra 1997. god. Vlada Republike Srbije je donela *Uredbu o posebnoj naknadi na sirovu naftu i definativne naftne za pokriće deficitu u PIO fondu*; da bi krajem 1998. god. donela i *Zakon o obezbeđivanju sredstava za sprovodenje socijalnog programa RS*, itd.

7 Indeksiranje penzija: 50% sa rastom indeksa troškova života i 50% sa rastom zarada.

8 Period koji ulazi u obračun je deo radnog veka ostvaren od 1970. godine na ovomo.

Podaci o osnovnim parametrima penzionog sistema na koje se prethodnim merama uticalo (Pogledati *Tabelu L3-1.*), ukazuju na to da bi zaista trebalo očekivati poboljšanje finansijske situacije Fonda: značajno je smanjen odnos prosečnih isplaćenih penzija i neto plata - sa 76,3% u 2001. god. na 65% u 2004. godini⁹ - i zaustavljen je rast broja penzionera. Ipak gotovinski deficit je porastao i od 2002. god. iznosi preko 5% BDP-a.

Paradoksalno, ispada da je položaj penzionera - meren odnosom penzija i plata (*replacement rate*) – pogoršan, a da se izdaci za penzije u odnosu na BDP i izdvajanja iz budžeta za pokrivanje deficit-a penzionog fonda, ne smanjuju.

3. Šta utiče na deficit penzionog sistema?

Jedan od uzroka povećanja deficit-a u penzionom fondu 2001. god. je poreska reforma iz juna meseca iste godine. Ovom reformom penzoni sistem je pretrpeo značajne finansijske gubitke po dva osnova: direktno - na prihodnoj strani, ali i indirektno - na strani rashoda.

Iako je poreska osnovica proširena za razna primanja zaposlenih na koja se do tada nisu plaćali porezi i doprinosi (topli obrok, regres, terenski dodatak i tako dalje), nominalna stopa doprinosa je značajno snižena (sa 32% na 19,6%). To je uticalo na smanjenje prihoda Fonda - prihodi od doprinosa na zarade smanjeni su za preko 0,8 procenatnih poena u BDP-u (sa 7,6% u 2000. god. na 6,8% u 2001. godini).

S druge strane, jednokratno smanjenje fiskalnog opterećenja plata iskorišćeno je za povećanje neto plata zaposlenih (nominalno 125% u 2001. godini)¹⁰, što je automatski dovelo do porasta izdataka za penzije koje su se u to vreme indeksirale isključivo rastom neto plata. Tako je izdatak za (neto) penzije u odnosu na 2000-tu porastao za 0,27 procenatnih poena u BDP-u. Dopunsko finansiranje PIO fonda koje je bilo zakonski regulisano (u 2000. god. iznosilo je oko 1,4% BDP-a), ukida se, te se deficit Fonda finansira direktno iz republičkog budžeta. Deficit Fonda i ukupan transfer iz budžeta iznosili su preko 3% BDP-a u 2001. godini.

Čudi da se uprkos reformi penzionog sistema koja je ubrzao usledila (decembar 2001. godine), deficit Fonda ne smanjuje, već se i u narednoj godini povećava i ostaje na nivou od preko 5% BDP-a. Postavlja se pitanje kako je moguće da indeksiranje penzija po švajcarskoj formuli, s jedne strane

dovodi do očekivanog smanjenja odnosa penzija i plata, ali s drugestrane, nedoprinosi smanjeni deficit apenzionog fonda. Naročito imajući u vidu činjenicu da je broj penzionera od 2002. god. stabilan, a da se broj zaposlenih nije dramatično smanjio¹¹. Odgovor na ovo pitanje treba potražiti u strukturi prihoda i rashoda PIO fonda zaposlenih.

U *Tabeli L3-2.* prikazana je dinamika strukture prihoda i rashoda PIO fonda zaposlenih za 2000 – 2004. godinu.

Pri analizi faktora koji sa rashodne strane utiču na deficit Fonda, potrebno je praviti razliku između ukupnih rashoda penzionog fonda (*pension fund(s) expenditure*) i izdataka koji se odnose na finansiranje samih tekućih penzija (*pensions expenditure/ pensions outlays*)¹² (Pogledati tekuće penzije u *Tabeli L3-2*).

Rashodi samih tekućih penzija značajno su porasli u 2002. god. u odnosu na 2001. god. - za preko 2 procenatna poena u BDP-u, a zatim ostali nepromenjeni. Ovo povećanje je samo delimično posledica povećanja broja penzionera (za oko 0,23 procenatnih poena) i izuzetno visokog rasta bruto plata (za oko 0,56 procenatnih poena u BDP-u). Najveći doprinos povećanju izdataka za penzije u 2002. god. proizlazi iz značajnog smanjenja inflacije (prosečna godišnja inflacija u 2002. god. iznosila je 21,5% u poređenju sa 91,8% prethodne godine). Nasleđeni pomak u isplati penzija više ne dovodi do velikog obezvređivanja penzija, što utiče na realan rast penzija, ali i na povećanje izdataka za penzije. Ovo je u 2002. god. uticalo na povećanje deficit-a za skoro 1,5 procenatnih poena u BDP-u (Pogledati *Tabelu L3-3*).

Narednih godina izdatak koji se odnosi na tekuće penzije ostao je na istom nivou (10,65% BDP-a u 2004. godini).¹³ Do njegovog smanjenja u BDP-u nije došlo usled izuzetno visokog statističkog rasta plata. Iako se u 2002. god. prešlo na indeksiranje penzija prema švajcarskoj formuli, nominalni rast bruto plate od 51,7% bio je toliko visok da su i penzije u 2002. god. porasle značajno više od nominalnog BDP-a (rast penzija od 31,8% odnosio se na rast usled indeksiranja švajcarskom formulom dok je nominalni rast BDP-a iznosio 29,8%). U 2003. i 2004. god. rast bruto plata od oko 25% doveo je do rasta penzije u nivou rasta nominalnog BDP-a (od oko 18%), te je njihovo učešće u BDP-u ostalo stabilno.

⁹ Misli se na stvarno isplaćene penzije. Ako posmatramo koliki bi ovaj odnos bio da se sva zakonska prava redovno isplaćuju, onda je pad još drastičniji – sa 91% u 2001. god. na 68% u 2004. godini.

¹⁰ Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije (RZS).

¹¹ Više detalja o broju zaposlenih i odnos broja zaposlenih i penzionera u originalnoj verziji dokumenta J. Bajec i K. Stanić: „Ocena stanja penzionog sistema u Srbiji“, Bearing Point i Fond za razvoj ekonomskih nauka, 2005. godina, Aneks 2.

¹² Više detalja o rashodima PIO fonda i razlici izmedju ukupnih rashoda fonda i izdataka za penzije pogledati J. Bajec i K. Stanić: „Ocena stanja penzionog sistema u Srbiji“, Bearing Point i Fond za razvoj ekonomskih nauka, 2005. godina, Aneks 1.

¹³ Više detalja o izdacima za tekuće penzije u originalu dokumenta J. Bajec i K. Stanić: „Ocena stanja penzionog sistema u Srbiji“, Bearing Point i Fond za razvoj ekonomskih nauka, 2005. godina, Aneks 1.

Tabela L3-2. Srbija: Deficit PIO fonda zaposlenih, 2000-2004

	2000	2001	2002	2003	2004
	u % BDP-a				
PRIHODI FONDA					
Prihodi fonda po pravima	8,20	7,43	7,94	8,40	9,16
Doprinosi na zarade	8,15	7,36	7,54	7,84	8,25
Doprinosi za beneficirani staž	7,62	6,78	6,81	6,79	7,05
Doprinosi - omladinska, ugovor o delu, autorski honorar	0,15	0,14	0,13	0,14	0,16
Doprinosi - bolovanje, porodiljsko, tržište rada	0,00	0,00	0,00	0,11	0,24
Ostali doprinosi	0,10	0,16	0,22	0,17	0,34
Budžet - prema posebnim pravima	0,06	0,04	0,05	0,06	0,11
Kompenzacija (FZR) ¹⁾ i refundacija (PIO samostalci)	0,21	0,24	0,33	0,57	0,36
Ostali prihodi Fonda	0,00	0,00	0,00	0,02	0,68
	0,05	0,07	0,40	0,54	0,23
RASHODI FONDA					
Tekuće penzije ²⁾	10,07	10,59	13,04	13,35	14,19
Otplata velikog duga penzionerima	8,21	8,48	10,70	10,76	10,65
Naknada ostalim PIO fondovima	0,00	0,00	0,03	0,34	0,35
Inostrane penzije, penzije po Uredbi i razlika ³⁾	0,09	0,12	0,12	0,13	0,12
Doprinos za zdravstvenu zaštitu penzionera	..	0,15	0,02	0,10	0,13
Ostali izdaci iz socijalnog osiguranja	0,74	0,84	1,17	1,16	1,32
Finansijski rashodi	0,38	0,39	0,54	0,53	0,56
od čega: Kompenzacija	0,26	0,32	0,16	0,04	0,82
Administrativni rashodi i rashodi rada Fonda	0,38	0,29	0,30	0,28	0,24
DEFICIT					
Finansiranje	1,88	3,17	5,10	4,94	5,03
Budžet - dotacije	1,90	3,01	5,20	5,14	4,99
Prihod po osnovu Zakona o obezbeđivanju sredstava za sprovodjenje soc. programa RS	0,52	3,01	5,20	4,45	4,84
Primanja od domaćih zaduživanja	1,39	0,00	0,00	0,00	0,00
Razlika ⁴⁾	0,00	0,00	0,00	0,68	0,15
Razlika ⁴⁾	0,03	-0,15	0,10	0,19	-0,04
DOCNJE ⁵⁾	-	1,57	0,29	0,35	0,38

Izvor: Fond PIO zaposlenih.

1) FZR – Fond za razvoj Republike Srbije.

2) Broj penzionera × prosečna godišnja penzija.

3) Razlika između tekućih penzija i starosne, invalidske i porodične penzije, prema finansijskim izveštajima Fonda.

4) Višak ili manjak koji ostaje u Fondu nakon finansiranja deficit-a.

5) Docnje su razlike između stvarno isplaćenih penzija i penzija usklađenih po zakonu.

Međutim, pored tekućih izdataka za penzije, PIO fond zaposlenih krajem 2002. god. počinje da otplaćuje i tzv. "veliki dug" penzionerima, nasleđen od predhodnog režima, što za njega predstavlja dodatni izdatak u iznosu od oko 0,35% BDP-a godišnje (počev od 2003. godine).

Isto tako, *Zakonom o doprinosima za obavezno socijalno osiguranje* iz jula 2004. godine, stopa doprinosa za zdravstveno osiguranje penzionera povećana je sa 10,4% na 12,3%. Ovo je dovelo do **rasta izdataka za zdravstveno osiguranje penzionera** (koje se finansira iz prihoda PIO fonda) sa **oko 1,16% na preko 1,3% BDP-a u 2004. godini**, tj. za

0,16 procentnih poena BDP-a¹⁴.

U 2004. godini porasli su i finansijski troškovi tj. finansijske obaveze nasleđene iz prethodnog perioda. Najveći deo ovog izdatka je samo knjigovodstveni (8,5 milijardi dinara tj. 0,66% BDP-a), jer predstavlja kompenzaciju između Fonda za razvoj RS i preduzeća, pa suštinski ne utiče na deficit (ista suma se nalazi i na strani prihoda). Ali za preostalih oko 0,16% BDP-a rashodi Fonda su faktički povećani.

Što se prihodne strane tiče, na deficit Fonda je, kao što je

14 Povećanje u BDP-u se očekuje i u 2005. god. s obzirom da su penzioneri u prvoj polovini 2004. god. bili osigurani po nižoj stopi.

Tabela L3-3. Srbija: Doprinos promeni deficita PIO fonda zaposlenih, 2001-2004¹⁾

	2001	2002	2003	2004
	u % BDP-a			
DEFICIT	1,29	1,93	-0,15	0,09
PRIHODI FONDA	0,77	-0,51	-0,46	-0,76
Doprinosi na zarade	0,84	-0,03	0,02	-0,26
Doprinosi - omladinska, ugovor o delu, autorski honorar	0	0	-0,11	-0,12
Ostalo	-0,07	-0,48	-0,37	-0,37
RASHODI FONDA	0,52	2,44	0,31	0,85
Tkuće penzije	0,27	2,22	0,06	-0,11
Broj penzionera	-	0,23	0	-0,08
Penzije	-	1,99	0,06	-0,03
Prosečne penzije usled rasta plata (swiss) ²⁾	-	0,56	0,12	-0,001
Prosečne penzije - redovnost isplate/inflacija ³⁾	-	1,43	-0,06	-0,033
Otplata velikog duga penzionerima	0	0,03	0,31	0,01
Doprinos za zdravstvenu zaštitu penzionera	0,1	0,33	-0,01	0,16
Finansijski troškovi	0,05	-0,16	-0,11	0,78
od čega: Kompenzacijā				0,66
Ostalo	0,09	0,03	0,06	0,01

Izvor: Fond PIO zaposlenih.

1) Negativan predznak u oba slučaja (i kod rashoda i kod prihoda Fonda) ukazuje na pozitivnu tendenciju odnosno doprinos smanjenju deficita za određeni procentni poen.

2) Doprinos rastu penzija koji se pridaje realnom rastu plata tj. indeksiranju švajcarskom formulom. Pokazuje za koliko bi izdaci za penzije u BDP-u porasli da je stvarno isplaćena penzija prethodnoj godini bila osnov za indeksaciju.

3) Doprinos koji se pridaje redovnosti isplate penzija (svih 12 penzija isplaćeno) i smanjenju inflacije. Pomak koji postoji u isplati praktično predstavlja isplatu duga od 2,5 penzije iz prethodne godine (ali i nastanak novog duga od 2,5 penzije iz tekuće godine), i realno otplata duga se povećava kako se inflacija smanjuje.

već pomenuto, uticalo sniženje stope doprinosa u 2001. godini. Posmatrano u BDP-u, još uvek nije postignut nivo iz 2000. god. od 7,6%.

Kada posmatramo izolovane prihode PIO fonda po osnovu doprinosa na bruto plate, vidimo da rast prihoda od doprinosa na plate ne prati statistički rast plata i to u meri koja ne može u potpunosti da se objasni padom zaposlenosti¹⁵. Moguća su dva objašnjenja koja ukazuju na dva potencijalna problema. Jedan je **neuplaćivanje doprinosa na masu zvanično isplaćenih plata (under collection)**¹⁶, a drugo je **neadekvatno statističko praćenje plata** i samim

tim njihovog rasta¹⁷.

S druge strane, uvođenje obaveze plaćanja doprinosa na prihode ostvarene po osnovu ugovora o delu, autorskih honorara, i tako dalje, pokazalo se relativno značajnim – prihoduje se oko 0,25% BDP-a godišnje.

Što se same visine deficita PIO fonda zaposlenih tiče (nezavisno od njegove dinamike), prethodna analiza ukazuje da ona zapravo u mnogome zavisi od celokupnog načina finansiranja sistema socijalnog osiguranja. Trenutno se iz stope doprinosa za PIO, koja iznosi 22% od bruto zarade, pored izdataka za penzije i administrativnih rashoda Fonda, finansiraju i izdaci za zdravstveno osiguranje penzionera i neki drugi izdaci iz socijalnog osiguranja (naknada za pomoć i negu i telesno oštećenje, naknade iz invalidskog osiguranja i tako dalje)¹⁸. U Tabeli L3-4. data je ilustracija

15 Pogledati J. Bajec i K. Stanić: „Ocena stanja penzionog sistema u Srbiji“, Bearing Point i Fond za razvoj ekonomski nauke, 2005. godina, Aneks 5.

16 Postoji više razloga zašto su prihodi od doprinosa manji od mogućih: za veliki broj zaposlenih uopšte se ne vrše uplate u penzioni fond jer se radi o preduzećima koja rade sa gubicima i koja često ne isplaćuju ni osnovne zarade; takođe postoje brojni slučajevi da se doprinosi uplaćuju na nižu osnovnicu u odnosu na stvarno isplaćene zaradu (*under-reporting*). Mogućnosti evazije doprinosa su velike jer ne postoji ni odgovarajuća kontrola naplate, niti je ona odvojena od kontrole penzionog fonda. Problem prijavljivanja niže osnovice (*under-reporting*), koji svakako postoji, u ovoj analizi se ne razmatra. Pretpostavka je da zvanična statistika evidentira samo formalno isplaćene plate, a ne plate „na crno“, tako da se razlika u statističkom rastu plata i rastu doprinosa po njihovom osnovu, ni ne vidi. Ovo je svakako poseban problem čije bi rešavanje doprinelo poboljšanju finansijskog stanja penzionog sistema u Srbiji i to posebno PIO fonda zaposlenih.

17 Po zakonu, statistika je obavezna da prati prosečno isplaćenu platu po zaposlenom u kadrovskoj evidenciji, a ne po zaposlenom koji je primio platu. Ova tema, kao i metodologija praćenja broja zaposlenih, nije u domenu ovoga rada i biće obrađena u studiji: „Makroekonomski strukturalni i prilagođavanje privrede Srbije: 2000-2004“, Fond za razvoj ekonomski nauke, 2005. godina.

18 Takođe, treba napomenuti da su penzioneri u potpunosti oslobođeni plaćanja poreza na dohodak. Za više detalja o komparativnoj analizi fiskalnog opterećenja

Tabela L3-4 . Srbija: Deficit po osnovu penzija, više aspekata, 2000-2004

	2000	2001	2002	2003	2004
% u BDP-u					
Ukupni prihodi Fonda - Ukupni rashodi Fonda	1,88	3,17	5,10	4,94	5,03
Ukupni prihodi Fonda - Izdaci za prava iz socijalnog osiguranja ¹⁾	1,23	2,56	4,64	4,62	4,63
Doprinosi - Izdaci za tekuće penzije	0,27	1,51	3,49	3,49	2,76
Prihodi Fonda po pravima - Izdaci za tekuće penzije	0,06	1,27	3,16	2,91	2,40
Ukupni prihodi Fonda ²⁾ - Izdaci za tekuće penzije	0,01	1,21	2,76	2,35	2,15

Izvor: Fond PIO zaposlenih.

1) Prihodi bez kompenzacije Fonda za razvoj RS; rashodi – tekuće penzije, otplata duga penzionerima, naknada ostalim fondovima i zaostale penzije, doprinos za zdravstvenu zaštitu i ostali troškovi iz socijalnog osiguranja.

2) Bez kompenzacije Fonda za razvoj RS.

kako visina deficit-a varira u zavisnosti od "odluke" šta će se sve finansirati iz stope doprinosa za PIO.

Tako na primer, ukoliko posmatramo "očišćeni" deficit penzionog sistema tj. prihode od doprinosa i izdatke za tekuće penzije, deficit penzionog sistema se smanjio u periodu 2002-2004. sa oko 3,5% na 2,76% BDP-a. Ova računica je u skladu sa projekcijom Svetske banke (PEIR, 2003. godina), po kojoj deficit penzionog sistema u 2002. god. iznosi 3,5%, a u 2004. god. bi trebao da padne na 2,9%. Ukoliko posmatramo "čist" penzionalni sistem tj. prihode Fonda po svim pravima vezanim za PIO i izdatke za tekuće penzije, deficit penzionog sistema se smanjio u periodu 2002-2004. za 0,8% BDP-a (sa oko 3,2% na 2,4%).

4. Zaključak i preporuke

Prethodnom analizom odgovoreno je na dva pitanja odnosno dva aspekta deficit-a penzionog sistema – zašto se njegovo učešće u BDP-u ne smanjuje tj. koji faktori utiču na dinamiku deficit-a, kao i koji faktori utiču na samu njegovu visinu.

Što se dinamike tiče odnosno činjenice da on od 2002. god. iznosi nešto preko 5% BDP-a i da se ne smanjuje uprkos izvršenoj reformi penzionog sistema, uzroci su sledeći: na "stabilnost" deficit-a uticao je statistički zabeležen izuzetno visok rast plata koji je, i pored indeksiranja švajcarskom formulom, doveo do rasta penzija na nivo rasta BDP-a. Ovaj rast u isto vreme nije praćen očekivanim porastom prihoda po osnovu doprinosa na zarade. U 2004. god. povećani su izdaci za zdravstvenu zaštitu penzionera usled povećanja stope doprinosa za zdravstvo (za oko 0,16% BDP-a u 2004. godini), a takođe, u istoj godini porasli su

tzv. finansijski troškovi tj. troškovi otplate kredita (za oko 0,12%). Konačno, od 2003. godine, došlo je do povećanja troškova za penzije usled otplate "velikog duga" penzionerima (oko 0,35% BDP-a godišnje), ali i dalje postoje određene "uštede" zbog vremenskog pomaka od 2 meseca u isplati penzija (takođe od oko 0,35% BDP-a).

Dakle, neki od faktora koji su u prethodnom periodu uticali na dinamiku deficit-a Fonda su "egzogeni" u smislu da ne proizilaze iz logike penzionog sistema (otplata dugova i kredita, porast stope zdravstvenog osiguranja), a neki pak nisu isključivo u domenu mera penzionog sistema. Jasna identifikacija uzroka deficit-a omogućava da se odgovori na suštinske uzročnike problema: reformom poreske administracije - na problem neadekvatne naplate doprinosa; odgovarajućom definicijom plata - na problem njihovog merenja.

Kada je u pitanju sam nivo tj. visina deficit-a, zaključujemo da finansiranje penzionog sistema ne treba posmatrati parcijalno, već kao sastavni deo socijalnog osiguranja i javnih rashoda. Prilikom analize stanja državnog penzionog sistema u Srbiji potrebno je imati u vidu koji su sve troškovi predviđeni da se finansiraju iz stope doprinosa za PIO (koja trenutno iznosi 22% od bruto plate), i uzimajući u obzir komparativna iskustva, eventualno razmotriti način finansiranja nekih od rashoda Fonda.

REFERENCE:

1. Commission of the European communities: "Joint Report on Social Protection and Social Inclusion", January 2005.
2. Finansijski izveštaji PIO fonda zaposlenih.

- Pod lupom 3**
-
- 3. Gordana Matković: "Reforma penzijsko-invalidiskog sistema", *Četiri godine tranzicije u Srbiji*, izdavač CLDS, Beograd 2005. godina, str. 337-346.
 - 4. Martineau, Jean-Noel: "The National Pension System of Serbia: Preliminary Fiscal Analysis", USAID-Bearing Point, June, 2004.
 - 5. MISSOC: "Social protection in the Member States of the European Union, of the European Economic Area and in Switzerland – situation on 1 May 2004", European Commission.
 - 6. PIO fond zaposlenih: "Pregled ostvarenih prihoda i izvršenih rashoda republičkog fonda PIO zaposlenih u periodu od 1995. do 2000. godine".
 - 7. IMF: "Country Report No. 05/232: Serbia and Montenegro: Selected Issues and Statistical Appendix", July 2005.
 - 8. Republički zavod za statistiku Srbije: *Statistički godišnjak*, 2004. godine.
 - 9. Republički zavod za statistiku Srbije: *Mesečni pregled*, 2005. godine.
 - 10. U.S. Social Security Administration: "Social Security Programs throughout the World: Europe", 2004.
 - 11. World Bank: "Serbia and Montenegro Public Expenditure and Institutional Review", February 2003.

Finansijsko tržište Srbije: 2000-2005

Boško Živković
Branko Urošević
Dragana Cvijanović
Mikica Drenovak

U ovom opisu finansijskog tržišta Srbije daje se pregled njegove strukture i dinamike sa naglaskom na početak i funkcionisanje kontinualne trgovine akcijama i normalizaciju prinosa na tržištu obveznica. Osnovni obrasci ponašanja ključnih veličina odgovaraju očekivanim ishodima mladog tržišta u nastajanju, a naročito se zapaža proces njegove normalizacije.

1. Uvod

Kvartalni monitor (*QM*) započinje praćenje, deskripciju analizu procesa u finansijskom sektoru od njegovog najmlađeg i najdinamičnijeg segmenta – finansijskog tržišta. Osnovni razlog ovakvog izbora jeste upravo ta dinamičnost. Autori nameravaju da u prvih nekoliko brojeva *QM*-a daju opšti pregled svakog pojedinačnog segmenta finansijskog sektora. Na ovaj način bi omogućili čitaocima *QM*-a da, u brojevima koji slede, prate analizu posebnih pojava i procesa u ovom sektoru.

U tekstu koji sledi daje se opis finansijskog tržišta Srbije i grubi pregled njegove dinamike. Imajući u vidu okolnosti nastanka i evolucije ovog tržišta tokom 90-ih godina, autori su primarno pratili procese njegove normalizacije. Posebno su praćena dva najznačajnija toka ove vrste: početak i funkcionisanje kontinualne trgovine akcijama i normalizacije prinosa na tržištu obveznica. Osnovni obrasci ponašanja ključnih veličina odgovaraju očekivanim ishodima mladog tržišta u nastajanju.

Finansijsko tržište Srbije ima tri institucionalno prepoznatljiva segmenta: tržište kapitala - organizovano u formi klasične berze, tržište novca - institucionalno uređeno kao međubankarsko tržište, i devizno tržište - pod patronatom centralne banke (o kome će biti više reči u jednom od narednih brojeva *QM*-a). Najaktivnije je tržište kapitala, sa kojim počinjemo opis i analizu finansijskog sektora Srbije.

2. Tržište kapitala

Beogradska berza je prva ponovno osnovana berza posle Drugog svetskog rata u Istočnoj Evropi (1989. godine). I pored toga, ona sve do početka 2002. god. preživljava kao organizacija bez normalnih pravila igre, da bi tokom te godine tržište počelo da funkcioniše na približno standardan način. Osnovna aktiva (instrumenti) na ovom tržištu jesu akcije emitovane u modelu insajderske privatizacije i obveznice emitovane radi isplate stare devizne štednje.

Ako bi se razvoj tržišta opisivao standardnim indikatorom tržišne kapitalizacije, koja je imala visoku dinamiku rasta u toku poslednje četiri godine, sledio bi nalaz da je srpsko tržište od početka 2002. god. imalo snažnu ekspanziju. Nažalost, tržišna kapitalizacija nije dokaz ekspanzivnog razvoja tržišta kapitala, jer je veliki deo ukupne kapitalizacije nelikvidan. Ovo svojstvo imaju gotovo sva tržišta u tranziciji, s tim što je srpsko tržište, u poređenju sa mnogim drugim tržištima u tranziciji, znatno manje likvidno¹.

Tabela L4-1. Tržišna kapitalizacija i promet na slobodnom berzanskom tržištu akcija

	Tržišna kapitalizacija (u hiljadama din.)	Vrednost prometa akcija (u hiljadama din.)	Odnos vrednosti prometa i kapitalizacije (u%)
Januar 2003. god.	36.645.000	938.000	2,56
Decembar 2003. god.	77.443.000	5.148.000	6,65
Decembar 2004. god.	190.064.000	4.295.000	2,26

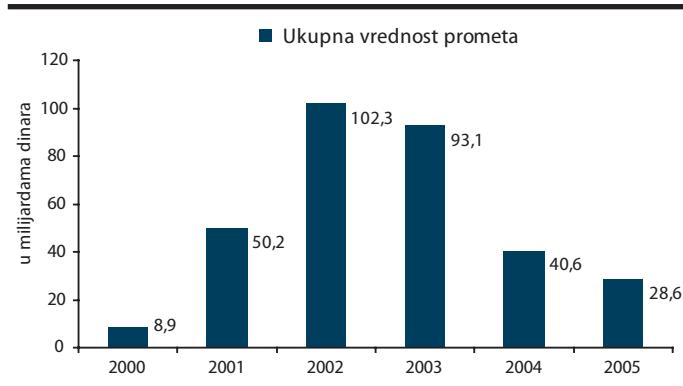
Izvor: www.belex.co.yu

Metodološka konsekvenca niske likvidnosti srpskog finansijskog tržišta jeste da nivo kapitalizacije ne opisuje dovoljno dobro njegove osobine i dinamiku. Zbog toga je, umesto ovog standardnog indikatora, potrebno koristiti obim prometa kao pouzdanim meru aktivnosti na tržištu. *Grafikon L4-1.* pokazuje, očigledno drugačiji obrazac ponašanja srpskog tržišta koje se, tokom prethodne četiri godine, razvijalo neravnomerno.

Osnovni uzročnik cikličnog ponašanja obima prometa na finansijskom tržištu je promena strukture instrumenata kojima se trguje. Tokom 90-ih godina na berzi se nije trgovalo akcijama i obveznicama. Osnovna aktiva su bili komercijalni papiri preduzeća i blagajnički zapisi centralne banke. Ova struktura zadržava se i tokom 2000-2002 (na *Grafikonu L4-2.* komercijalni papiri preduzeća i blagajnički zapisi centralne banke označeni su kao *ostale hartije*). Promene u regulativi tokom 2003. god. potiskuju

¹ 2000. god. odnos ukupne vrednosti trgovanja i tržišne kapitalizacije bio je u Mađarskoj 101%, Češkoj 61%, Poljskoj 49% i Rusiji 54%. Pogledati: Jean Lemier: *Regional development in the securities markets*, (www.exchange-handbook.co.uk).

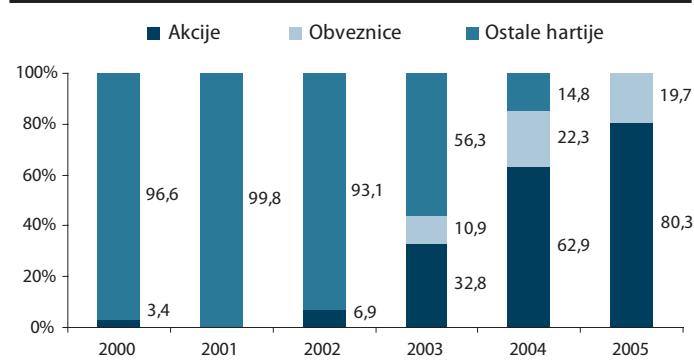
Grafikon L4-1. Obim prometa na Beogradskoj berzi, 2000–2005¹⁾



Izvor: www.belex.co.yu

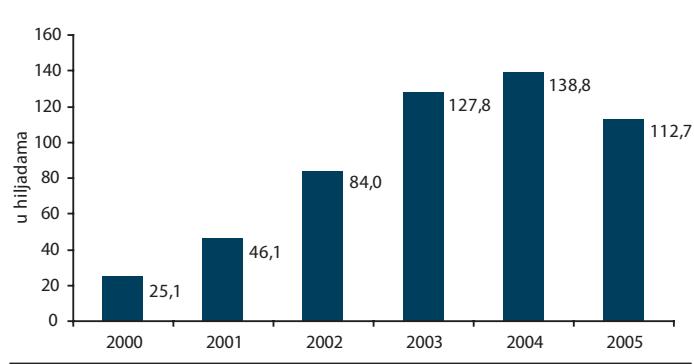
1) Podaci za 2005. god. odnose se na prvih 8 meseci.

Grafikon L4-2. Promena strukture prometa na Beogradskoj berzi po instrumentima (u % od vrednosti trgovanja), 2000-2005



Izvor: www.belex.co.yu

Grafikon L4-3. Broj transakcija na Beogradskoj berzi, 2000–2005¹⁾



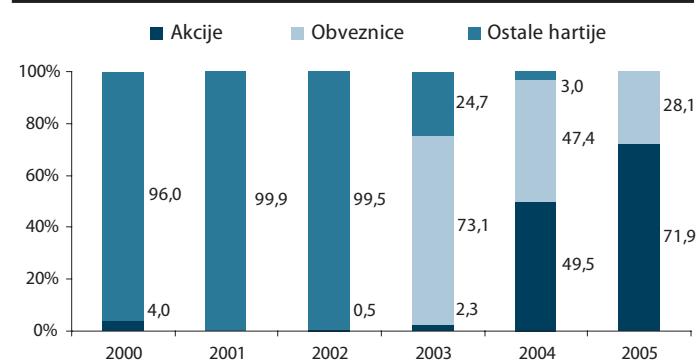
Izvor: www.belex.co.yu

1) Podaci za 2005. god. odnose se na prvih 8 meseci.

transakcije ovim instrumentima sa berze i usmeravaju ih ka tržištu novca. U periodu 2003–2005, trgovanje ovim instrumentima na berzi praktično zamire, a težište se prenosi na akcije i obveznice stare devizne štednje (SDŠ).

I dok novčani obim prometa ima ciklični karakter (Grafikon L4-1), obim prometa meren brojem transakcija poslednje 3-4 godine stalno se uvećava (Grafikon L4-3). Pri tom se menja i struktura broja transakcija posmatrano po instrumentima (Grafikon L4-4). Akcije preduzeća postaju dominantna aktiva na berzi posmatrano kako po vrednosti prometa tako i po broju transakcija.

Grafikon L4-4. Promena strukture broja transakcija po instrumentima (u %), 2000-2005



Izvor: www.belex.co.yu

3. Tržište akcija

Iz prethodno izloženog, vidi se da je trgovanje akcijama preduzeća dominantni segment tržišta kapitala u Srbiji u poslednje dve godine. Stoga je posebno važno dobro razumeti osnovne obrazce ponašanja na tom tržištu. Pre svega, ono se može po načinu trgovanja podeliti na diskontinualno i kontinualno tržište. Ova dva tržišta veoma se razlikuju jedno od drugog.

Diskontinualno tržište je jednosmerno. Glavni prodavci akcija na diskontinualnom tržištu su individualni vlasnici koji su akcije dobili, često besplatno, u postupku masovne privatizacije. Glavni kupci akcija na ovom tržištu su iz sektora preduzeća. Osnovna težnja kupaca jeste preuzimanje ili formiranje značajnih paketa akcija preduzeća, što dovodi do koncentracije vlasništva kao i do toga da se ovo tržište na izvestan način prazni. Mehanizam pražnjenja diskontinualnog tržišta akcija deluje tako što se promet datom akcijom tokom perioda koncentracije ubrzava i broj transakcija raste sve do formiranja značajnog ili većinskog paketa akcija, nakon čega se promet tom akcijom smanjuje. Pošto se tražnja smanjuje, cena akcije pada. Osnovni uzrok ove pojave jeste činjenica da ovo tržište u osnovi ne funkcioniše kao tržište akcija nego kao tržište firmi, odnosno kao tržište korporativne kontrole. Očekivani ishod je da, nakon što se ostvari dovoljna koncentracija vlasništva nad akcijama preduzeća (u rukama jednog lica

**Tabela L4-2. Tržišna kapitalizacija i promet akcija
20 najvećih emitenta na diskontinualnom tržištu¹**

Preduzeće	Tržišna kapitalizacija	Promet akcija	Odnos (u %)
	1	2	2/1
stanje krajem decembra 2004. (u hiljadama dinara)			
1. DIN, Niš	43.552.261	6.842	0,0157
2. Apatinska pivara	23.010.000	-	0,0000
3. Hemofarm	11.594.000	81.283	0,7011
4. Cem.N.Popovac	9.671.500	-	0,0000
5. Coca cola HBC	8.700.592	6.581	0,0756
6. DIV, Vranje	6.872.984	228	0,0033
7. DDOR	4.863.175	71	0,0015
8. Imlek	4.056.287	11.855	0,2923
9. Energoprojekt	3.498.932	104.507	2,9868
10. Tehnogas	3.280.564	601.714	18,3418
11. Cementara Kosjerić	2.981.199	128.131	4,2980
12. Putnik	2.590.066	34	0,0013
13. Zorka farma	2.462.338	4.708	0,1912
14. Potisje Kanjiža	2.024.280	-	0,0000
15. Velefarm	1.906.969	3.622	0,1899
16. Alfa	1.872.620	271.225	14,4837
17. Henkel Merima	1.814.144	13	0,0007
18. Metalac, GM	1.785.000	18.816	1,0541
19. Bambi	1.674.800	615.643	36,7592
20. Čačanska banka	1.553.398	18.855	1,2138
Ukupno prvih 20	139.765.109	1.874.129	1,3409
Učešće prvih 20 (u %)	73,54	48,37	

Izvor: Survey Serbia and Montenegro "Changes in the Financial Sector of Serbia", Vol. XLVI 2005.

1) Kompanije rangirane prema visini ukupne tržišne kapitalizacije.

ili grupe povezanih lica), tražnja, promet i konsekventno cena, padaju, jer novi vlasnik ne prodaje svoj stok akcija. Takve akcije se faktički povlače sa berze. Ovaj mehanizam objašnjava i veliku razliku između nivoa kapitalizacije i vrednosti prometa u Srbiji.

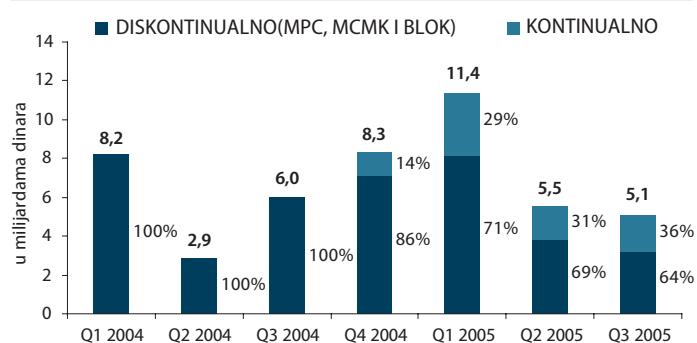
Iz ovog nalaza sledi da tržište diskontinualnog trgovanja (koje je još uvek dominantno u Srbiji, mada se njegov udeo sve više smanjuje kako zbog njegovog pražnjenja tako i zbog razvoja kontinualnog tržišta) služi za namene koje su sasvim različite od standardnih: umesto otvaranja (*going public*) radi pribavljanja dodatnog kapitala ono služi za zatvaranje (*going private*) i preuzimanje kompanija. Ovaj proces se odvija u uslovima niske informacione i cenovne efikasnosti. Pretpostavlja se da u tim okolnostima tržište potcenjuje akcije, što dodatno ubrzava proces njegovog pražnjenja. Diskontinualno tržište se ubrzano prazni i zato što su dominantni prodavci iz sektora stanovništva, koji su ove akcije dobili besplatno u postupku masovne privatizacije. Ovi manjinski vlasnici su nisko zaštićeni i izloženi masivnoj eksproprijaciji većinskih vlasnika ili menadžera, koja uključuje i ukiданje prava na raspolažanje sopstvenom imovinom. Nizak kvalitet korporativnog upravljanja dodatno ubrzava konverziju ovog tržišta u tržište korporativne kontrole.

Ukoliko bi se ovaj proces neometano nastavio tržište akcija bi se postupno degenerisalo na pomoći mehanizam tržišta firmi odnosno tržišta preuzimanja (*takeover market*).

Značajna promena, koja usporava proces pražnjenja tržišta akcija, registruje se oktobra 2004. godine. Na tržištu akcija aktivirano kontinualno tržište koje postaje njegov sve važniji segment, a drugačije se ponaša u odnosu na diskontinualno tržište. Ključna razlika u odnosu na diskontinualno tržište jeste u načinu formiranja ponude i tražnje. Dominantni izvor ponude su i dalje individualni vlasnici akcija iz procesa privatizacije. Međutim, pored njih postupno se aktivira i drugi izvor ponude iz skupa portfolio investitora koji su akcije kupili ranije, a sada ih prodaju radi ostvarivanja kapitalne dobiti ili restrukturiranja svojih investicionih portfolia. U ovom skupu se pojavljuju kako institucionalni tako i individualni investitori. Likvidnost kontinualnog tržišta je zbog toga znatno veća nego likvidnost diskontinualnog tržišta.

Pojava kontinualnog tržišta (koje još uvek nije i zvanični listing berze) usporava proces pražnjenja tržišta, delujući i na povećanje broja transakcija i posebno na povećanje vrednosti prometa.

Grafikon L4-5. Promene obima i strukture trgovanja akcijama, 2004-2005



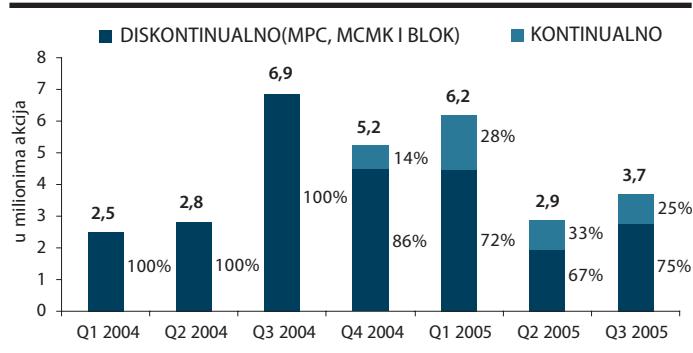
Izvor: www.belex.co.yu

Legenda: MPC metod prevlađujuće cene, MCMK - minimalna cena minimalna količina, BLOK - cena blok transakcija.

Od početka trgovanja akcijama na kontinualnom tržištu stalno se povećavao udeo ovog segmenta u ukupnom novčanom obimu prometa akcija - sa početnih 14% u poslednjem kvartalu prošle godine do 36% u trećem kvartalu ove godine (*Grafikon L4-5*). S druge strane, udeo kontinualnog tržišta u ukupnom broju prodatih akcija prati osciatornu putanju (*Grafikon L4-6*).

U prvom kvartalu 2005. godine, vrednost prometa akcija na berzi dostigla je rekordnih 11,4 milijardi dinara. Ovaj period se može smatrati prvim konjunktturnim bumom

Grafikon L4-6. Obim prometa meren brojem prodatih akcija, 2004-2005



Izvor: www.belex.co.yu

Legenda: MPC metod preovlađujuće cene, MCMK - minimalna cena minimalna količina, BLOK - cena blok transakcija.

na srpskom tržištu akcija. Registrovan je i rekordni porast indexa Beogradske berze (BELEXfm), čija se vrednost sa početnih 1.135,67 indeksnih poena (19. oktobra 2004. godine) povećala na istorijski maksimum od 1.595,54 poena 29. marta 2005. godine, čime je ostvaren rast od oko 40%.

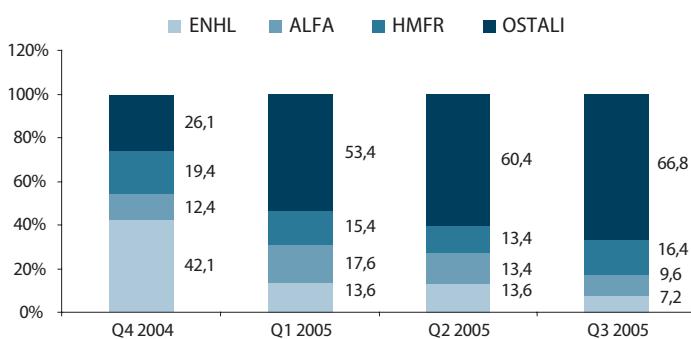
Nekoliko događaja je doprinelo rastu tražnje za akcijama. U jesen 2004. god. Srbija je dobila B+ kreditni rejting od agencije *Standard and Poor*, što je bilo praćeno budžetskim suficitom u prvom kvartalu 2005. godine. Odlučujući uticaj na rast konjunkture imale su akcije na kontinualnom tržištu. Početak trgovanja na ovom tržištu uveo je u svakodnevni promet jedan broj novih, kvalitetnih akcija. Broj akcija na ovom segmentu tržišta brzo se povećao sa početnih 7 akcija u oktobru 2004. god., na 21 akciju u martu 2005. godine. Sve ovo je doprinelo zagrevanju investicione klime, posebno kod inostranih institucionalnih investitora. Njihov ulazak na naše tržište uticao je da i domaći individualni investitori počnu sa kupovinom najatraktivnijih akcija na kontinualnom tržištu.

Povećana aktivnost inostranih investicionih fondova dovela je do brzog rasta tražnje. Ovoj grupaciji su se pridružili i domaći institucionalni i individualni investitori. I jedni i drugi pretežno su kupovali, ali su i prodavali prethodno kupljene akcije. Priliv tražnje je rezultirao porastom cena. U ovom periodu su dostignuti istorijski rekordi cena akcija nekih od naših vodećih kompanija (Energoprojekt holding, Alfa Plam, Hemofarm). Važan događaj u evoluciji tržišta jeste pojava malih individualnih investitora, koji se prvi put javljaju kao relevantni kupci akcija na kontinualnom tržištu. Ove promene su, očigledno, suprotne osnovnom toku događaja na diskontinualnom tržištu, na kome mali individualni investitori ne kupuju akcije u značajnim razmerama.

U drugom kvartalu 2005. god. učešće inostranih investitora u trgovaju akcijama je oscilovalo. U aprilu je iznosilo 56%, zatim je raslo tokom dve sedmice maja i dostiglo 67%, da bi se potom postepeno smanjivalo i u julu mesecu stabilizovalo na 59% od ukupne tražnje za akcijama. Ovakvo ponašanje inostranih investitora pratili su oscilacije, kako cena najvećih akcija kojima se kontinualno trguje, tako i berzanskog indeksa.

U trećem kvartalu 2005. god. promet je ponovo oživeo, posebno u avgustu 2005. godine. Naime, u tom mesecu ostvarena je ukupna vrednost prometa od oko 3,2 milijarde dinara, što predstavlja povećanje od 25% u odnosu na juli mesec. Vrednost kompozitnog indeksa BELEXfm, u avgustu uvećala se za 3,7 % u odnosu na poslednju julsku vrednost. Posebno je dramatično povećan broj prodatih akcija u odnosu na juli mesec, za celih 36%. Mada je u isto

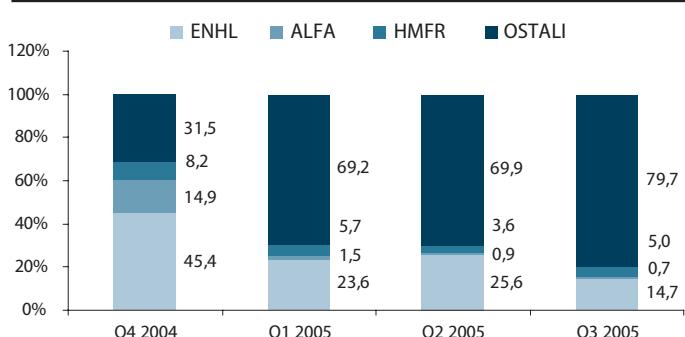
Grafikon L4-7.1. Struktura kontinualnog trgovanja najaktivnijim akcijama na Beogradskoj berzi u poslednjih 12 meseci: učešće po vrednosti



Izvor: www.belex.co.yu

Legenda: ENHL - Energoprojekt holding, ALFA - Alfa Plam, HMFR - Hemofarm, OSTALI - ostale kompanije na kontinualnom tržištu.

Grafikon L4-7.2. Struktura kontinualnog trgovanja najaktivnim akcijama na Beogradskoj berzi u poslednjih 12 meseci: učešće po broju akcija



Izvor: www.belex.co.yu

Legenda: ENHL - Energoprojekt holding, ALFA - Alfa Plam, HMFR - Hemofarm, OSTALI - ostale kompanije na kontinualnom tržištu.

vreme učešće inostranih investitora u ukupnom prometu smanjeno do nivoa od oko 54%, to je rezultat pre svega rasta tražnje domaćih investitora, a ne dezinvestiranja inostranih investitora. Detaljnija analiza uticaja inostranih investitora na formiranje i volatilnost cena biće predmet diskusije u jednom od narednih brojeva *QM-a*.

4. Tržište instrumenta sa fiksnim prinosom

Obveznice stare devizne štednje (obveznice SDŠ) su najlikvidnije i najmanje rizične hartije sa fiksnim prinosom na finansijskom tržištu Srbije, s obzirom da ih izdaje država i da su denominovane u evrima. Danas su u opticaju obveznice SDŠ iz serija A2006-A2016, odnosno one sa rokom dospeća od jedne do jedanaest godina. To su diskontne obveznice to jest obveznice bez kupona. Svaka pojedinačna serija dospeva na naplatu 31. maja u godini dospeća, ali se njome trguje na berzi samo do 21. maja zbog saldiranja zaključenih i povlačenja nerealizovanih naloga za trgovanje. Njihova rizičnost se smanjuje, jer raste kreditni rejting države. Čak i formalno deklarisanje nivoa kreditnog rizika je u ovom slučaju imalo uticaj na ponašanje ponude i tražnje za ovim instrumentom. Ove obveznice, iako nisu direktno konvertibilne, mogu se koristiti za kupovinu akcija preduzeća u procesu privatizacije, što povećava potencijalni interes investitora za ovim hartijama. Njihovo uvođenje u berzanski promet (septembra 2002. godine) značajno je uticalo na nivo kapitalizacije tržišta, obim prometa i likvidnost. Nažalost, ovo tržište nije previše duboko. Dnevni obim prometa kreće se u proseku oko 500 hiljada evra, a mesečni oko 10 miliona evra. Bez obzira na ove okolnosti, ova hartija će, u relativno dugom periodu (sve do 2016. godine) biti značajan deo ukupnog prometa, jer je vrednost emisije relativno visoka (4,2 milijarde evra), a likvidnost zadovoljavajuća. Ovom hartijom se trguje kontinualno.

Tržište obveznica SDŠ je segmentirano. Postoje tri osnovna tržišta.

Prvo tržište je unutar banaka. Banke konvertuju depozite u obveznice, a vlasnici imaju pravo da biraju između ove konverzije i isplate u gotovini. Diskont na ovom tržištu, pri isplati stare štednje u gotovini, je verovatno realno dubok. Slobodno procenjen on iznosi između 2 i 3 procenntna poena, što kod obveznica s kasnjijim rokom dospeća značajno utiče na nivo realnog prinosa. Dominantni prodavac na ovom tržištu je Nacionalna štedionica, jer ona konverte devizne depozite u obveznice za sve velike državne banke koje su u postupku stečaja. Ovaj segment tržišta je opterećen dubokom informacionom asimetrijom. S jedne strane vlasnici deviznih depozita imaju visoku preferenciju prema gotovini, a sa druge strane nemaju dovoljno informacija o alternativi prodaje na berzi. Na taj način oni prihvataju relativno nepovoljne uslove isplate

ukupnog uloga u gotovini. Sa ovog tržišta i njegovog "prirodnog kornera"² dolazi najveći deo ponude obveznica na međubankarsko tržište i berzu.

Druge tržište je formirano između banaka. Cene na ovom, kao i na prvom tržištu, nisu javno dostupne. Realno je prepostaviti da se na ovom tržištu obavlja najveći deo prometa ovim hartijama od vrednosti.

Treće tržište obveznica SDŠ i verovatno najmanje po obimu prometa, jeste Beogradska berza³. Na njoj su se ove obveznice prvi put pojavile 9. septembra 2002. godine. Od 24. marta 2003. god. obveznicama SDŠ se na Beogradskoj berzi trguje po principu kontinualnog trgovanja.

Prinosi obveznica SDŠ su na početku funkcionalisanja tržišta bili relativno visoki, ali se tokom vremena postupno normalizuju. Normalizacija se registruje kako u nivou prinosa (kroz njihovo smanjivanje) tako i u vremenskoj strukturi stope prinosa. Naime, kriva prinosa je, posle početnih deformacija, dobila standardnu formu normalne krive prinosa, na kojoj ulaganje u dugoročne obveznice donosi veći prinos od ulaganja u kratkoročne obveznice. Ova vrste normalizacije još nije vidljiva na tržištu kredita. Zbog toga analitičari *QM-a* ovu pojavu smatraju važnom za dalju evoluciju finansijskog sektora Srbije.

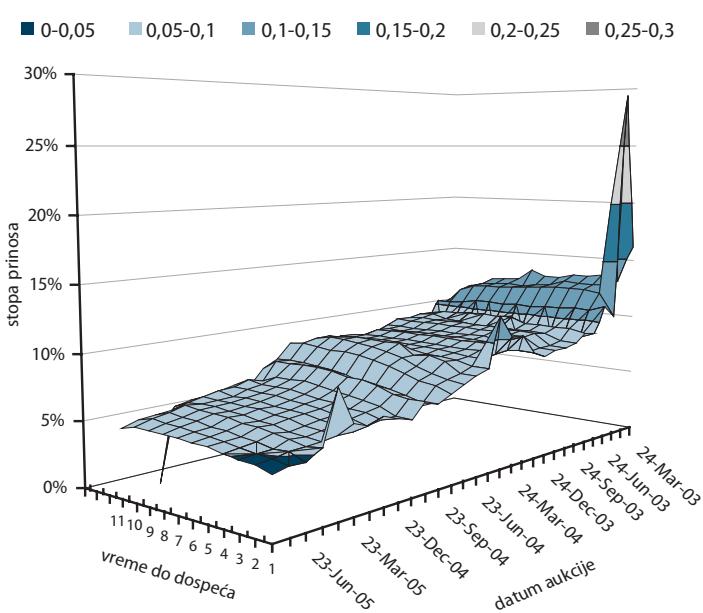
U poslednje dve i po godine, koliko se obveznicama SDŠ kontinualno trguje, stope prinosa beleže trend konstantnog opadanja. Cene obveznica kraćih rokova dospeća (serije A2003, A2004 i A2005) pretežno su determinisane tražnjom. Koeficijenti korelacije između obima trgovanja i stopa prinosa, dva meseca pred dospećem kod ovih serija, kreću se u intervalu od -0,21 do -0,36. To znači da povećan obim prometa utiče na rast cene obveznice odnosno pad stope prinosa i obrnuto. Ovo indirektno potvrđuje prepostavku da na tržištu postoji "prirodni korner" koji kontroliše Nacionalna štedionica, jer je obim ponude relativno stabilan na nivou od oko 10 miliona evra mesečno.

Na *Grafikonu L4-8.* predstavljen je prvi zaključak: kriva prinosa ima očekivani nagib tzv. normalne krive prinosa. Na početku trgovanja kriva prinosa je imala različite nagibe za različite rokove dospeća. Normalizacija se prvo registruje u 2003, a potpuna stabilizacija ročne strukture vidljiva je već u 2004. godini. Drugi osnovni zaključak je da su se sve stope prinosa spustile sa nivoa 9,5% - 16,2% godišnje (u 2003. godini) na 4,5% - 5,5% (u 2005. godini). I jedna i druga promena dopuštaju zaključak da se tržište instrumenata sa fiksnim prinosom normalizuje.

2 Vrsta monopolskog stanja na tržištu hartija od vrednosti u kome jedan ili više tržišnih igrača kontroliše veći deo ponude hartija.

3 Oko 25% vrednosti ukupnog trgovanja obveznicama SDŠ odvija se preko Beogradske berze, a ostalo na vanberzanskom tržištu. Izvor: www.mvi.co.yu

Grafikon L4-8. Površ krivih prinosa za obveznice devizne štednje različitih rokova dospeća za period 24.03.2003. - 23.08.2005. god.¹⁾



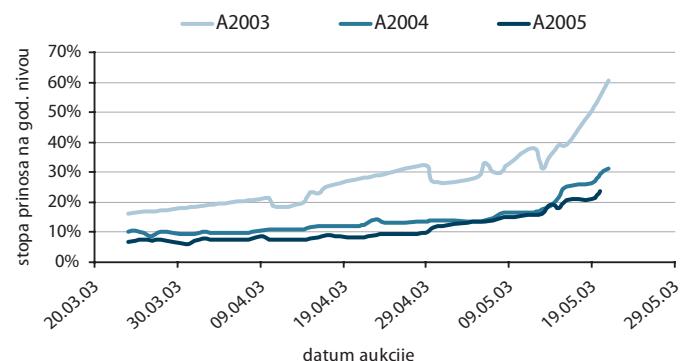
Izvor: www.belex.co.yu

1) Promene krivih stope prinosa na obveznice SDŠ za period 24.03.2003-23.08.2005. god. Vreme do dospeća dato je u godinama. Stope prinosa računate su metodom neprekidnog kapitalisanja, godinom od 365 dana i date su na godišnjem nivou.

Na tržištu je, osim "grbe" na sredini vremenskog rasporeda (za koju pretpostavljamo da će se normalizovati), primećena još jedna interesantna anomalija (predstavljena na *Grafikonu L4-9*). Ova anomalija bila je naročito izražena u 2003. godini. Naime, cena obveznice koja je dospevala na naplatu te godine (Serije A2003) u toku poslednjih deset dana u kojima se njome trgovalo, kretala se u intervalu od 98,05%-98,47%, a u poslednja tri dana trgovanja neočekivano je ušla u stagnaciju na nivou od 98,35%, umesto da se potpuno približi stopostotnoj nominalnoj vrednosti kako bi se očekivalo da tržište funkcioniše perfektno. Ako se ovo interpretira kroz stope prinosa na godišnjem nivou, dobija se skoro neverovatan rezultat, po kome prinos u tih deset dana raste sa 30% na 61%. Osnovni uzročnik ovog poremećaja jesu ekstremno visoki transakcionalni troškovi. Brokerske provizije varirale su u intervalu 0,6-1% od vrednosti transakcije. U 2004., a posebno u 2005. godini, taj efekat, još uvek je prisutan, mada sve manji, a razlika u odnosu na teorijsku vrednost postaje sve bliža transakcionim troškovima.

Tržište novca u Srbiji je još uvek plitko i nerazvijeno. Osnovna karakteristika njegovog funkcionisanja su relativno visoke nominalne kamatne stope. Na ovom tržištu operiše se sa državnim hartijama od vrednosti koje su denominirane u dinarima. Usvajanjem zakona o izmirivanju obaveza Republike Srbije prema Narodnoj banci Srbije (NBS), centralna banka je dobila instrument repo transakcije.⁴⁾

Grafikon L4-9. Promene prinosa u periodu neposredno pred dospeće obveznica stare devizne štednje¹⁾



Izvor: www.belex.co.yu

1) Stope prinosa na obveznice SDŠ sa oznakom A2003, A2004 i A2005 dva i po meseca pred njihovo dospeće. Datum aukcije podrazumeva godinu dospeća analizirane hartije. Primer: Ako se posmatraju stope prinosa A2003, godina je 2003.

Trezorske zapise (TZ) emituje Republika Srbija radi finansiranja budžetskog deficitia i deficitia tekuće likvidnosti. Prvi tromesečni TZ u obliku u kome se i danas emituju, ponuđeni su na aukciji 15. aprila 2003. godine, a prvi šestomesečni TZ 4. novembra 2003. godine. Nominalna vrednost TZ ponuđenih po aukciji kreće se od 250.000.000 do 700.000.000 dinara, dok je nominalna vrednost pojedinačnog zapisa 10.000 dinara. Kao i repo aukcije i TZ se prodaju po metodi višestruke kamatne stope.

NBS je izvela prve repo aukcije tokom janura 2005. godine. Inicijalno su postojale dve osnovne namene aktiviranja ovih operacija u NBS: kontrola likvidnosti bankarskog sektora i generisanje signala o poželjnoj kamatnoj stopi.

Na prvoj repo aukciji NBS je prodavala dugoročne obveznice Republike Srbije po metodi višestruke kamatne stope, sa ročnošću transakcija od 14 dana. Prosečno ponderisana repo stopa, po kojoj su obveznice prodavane, iznosila je 17,61%. Najviša prihvaćena repo stopa iznosila je 18%. Očekivalo se da će NBS u potpunosti supstituisati emisiju svojih blagajničkih zapisa repo operacijama. To se nije dogodilo, jer je višak likvidnosti u sistemu prevazišao vrednost hartija koje su bile osnova repo operacija.

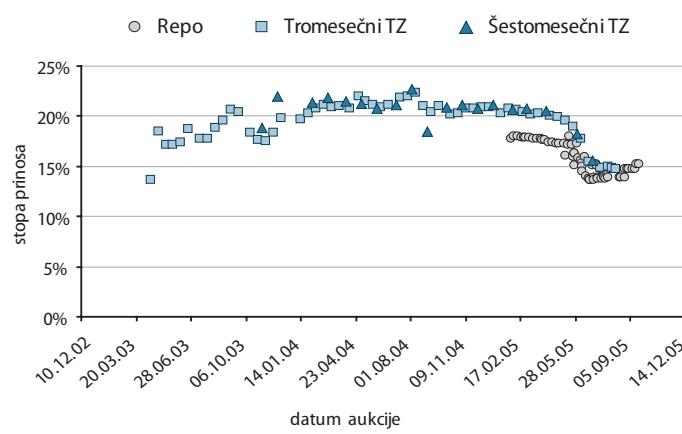
Drugi očekivani rezultat aktiviranja repo operacija jeste normalizovanja kamatnih stope. Do tada, pokušaj otkrivanja najniže, nerizične kamatne stope aukcijama TZ Republike Srbije nije bio naročito uspešan. Kamatna stopa po kojoj su prodavani državni zapisi bila je iznad

4) Repo je skraćenica nastala od eng. *Repurchasing Agreement* odnosno *Sporazum o reotkupu*. Ovo je specijalna vrsta sporazuma na kratak rok koji se neutralizuje danom dospeća. Inicijalno se formira tako što zajmoprimec ustupa na određeno vreme (do roka dospeća) hartije od vrednosti zajmodavcu.

kamatne stope na blagajničke zapise NBS, i to u rasponu od 3 do 6 procentnih poena. Stope prinosa na ovom tržištu su varirale mimo osnovnih fundamentalnih faktora. U nekim situacijama ove stope su bile više od komercijalnih stopa na kredite. Trgovalo se na atipičan način, preko trgovačke platforme Centralnog registra.

Grafikon L4-10.

Stope prinosa na tržištu novca¹⁾, 2002-2005



Izvor: Narodna banka Srbije i Ministarstvo finansija Republike Srbije.

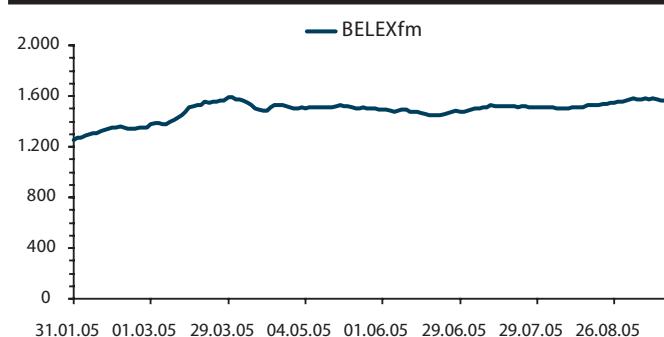
1) Stope prinosa državnih hartija sa fiksnim prinosom koje su denominirane u dinarima od početka njihovog izdavanja do 20.09.2005. god.

Na *Grafikonu L4-10.* prikazane su stope prinosa na tromesečne i šestomesečne TZ Republike Srbije kao i na repo transakcije NBS. Trezorski zapisi su tokom 2004. god. davali prinose od preko 20% godišnje sa izuzetkom od 31. avgusta 2004. god. kada je stopa prinosa šestomesečnog TZ iznosila 18,5% na godišnjem nivou. Sredinom drugog kvartala 2005. god. registruje se nagli pad prinosa TZ, koji od sredine jula 2005. god. beleže vrednosti ispod 15%. Čak i u takvoj situaciji izveštaji sa aukcija ne pokazuju trend opadajuće tražnje za ovim instrumentima, mada je koeficijent realizacije (prodato/emitovano) i dalje 100%. Slična je situacija i sa repo transakcijama NBS koje beleže pad stope prinosa sa 17,41% (14. februar 2005. godine) na nivo od 13,55% (2. septembar 2005. godine). I kod njih je procenat realizacije gotovo uvek 100%. Sve stope na tržištu novca padaju od sredine drugog kvartala 2005. godine, a prinosi TZ se približavaju prinosima sa repo transakcija. To znači da se tržište i ovih hartija sve više normalizuje. Važno je napomenuti da se investitori u ove hartije, uprkos padu nominalnih stopa i rastu očekivane i ostvarene stope inflacije u 2005. godini, ponašaju racionalno. Naime, alternativni portfolio - kupovina evra, ima manju stopu prinosa, jer su očekivane i ostvarene stope nominalne apresijacije evra niže od prinosa na tržištu novca.

Prilog L4: KAKO ČITATI INDEKS BEGRADSKE BERZE (BELEXfm)

Tokom decembra 2004. god. konstruisan je indeks Beogradske berze i objavljuje se pod službenim nazivom **BELEXfm**. Osnovna svojstava ovog indeksa determinisana su osobinama samog tržišta. Pošto na Beogradskoj berzi ne postoji zvanični listing, a kontinualna trgovina je svojstvena relativno malom broju akcija, izabran je koncept kompozitnog indeksa, koji meri promene cena svih akcija na tzv. slobodnom berzanskom tržištu odnosno uključuje kako one akcije kojima se kontinualno trguje tako i one akcije sa diskontinualnog tržišta od kojih se nekim uopšte ne trguje. Indeks je deskriptivni, u statističkom smislu, a ne investibilni. Ponderisanje indeksa se oslanja na tržišnu kapitalizaciju, pri čemu je ponder svake komponente indeksa ograničen na maksimalnih 10%.

Grafikon L4-11. Kretanje BELEXfm indeksa

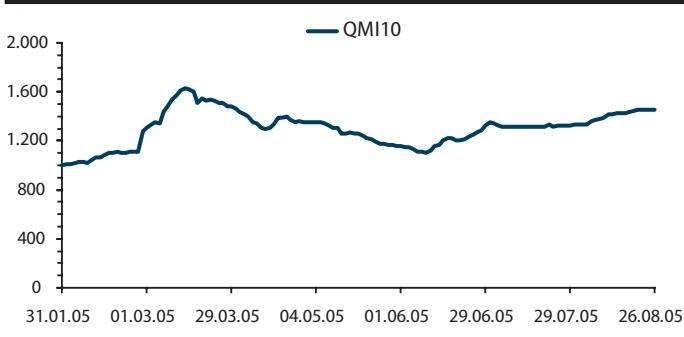


Izvor: www.belex.co.yu

Problemom konstrukcije i analize karakteristika tržišnog indeksa, *QM* će se više pozabaviti u jednom od narednih brojeva. Za sada, konstruisana je eksperimentalna alternativa BELEXfm indeksu - IQM10 indeks (*Grafikon L4-12*). Ovakav indeks ima dve važne prednosti u odnosu na BELEXfm. Investibilan je i u njegov sastav ulaze samo akcije kojima se aktivno trguje na berzi.

Grafikon L4-12.

Kretanje eksperimentalnog IQM10 indeksa



Izvor: www.belex.co.yu

Okvir L4-1. Eksperimentalni IQM10 indeks (prva radna verzija)

Eksperimentalni IQM10 indeks je indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom 10 domaćih kompanija sa najvećim prosečnim godišnjim prinosom koje se nalaze na kontinualnom tržištu Beogradske berze. Pored toga što predstavlja veoma značajan ekonomski indikator, IQM10 isto tako može da zadovolji i potrebe investitora.

Izračunavanje

Eksperimentalni IQM10 indeks se izračunava po uzoru na *NASDAQ Composite Index* i kao takav je indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom. Vrednost indeksa se dobija tako što se najpre izračuna agregirana vrednost proizvoda ukupnog broja svih izdatih akcija (*Total Shares Outstanding – TOS*) svake od kompanija uključenih u indeksnu korpu (10 akcija sa najvećim prosečnim godišnjim prinosom) i respektivne cene svake akcije na zatvaranju. Ova suma zapravo predstavlja ukupnu tržišnu kapitalizaciju svih akcija uključenih u indeksnu korpu, gde je ponder svake akcije određen količnikom njene tržišne kapitalizacije i ukupne tržišne kapitalizacije indeksne korpe. Indeks se zatim dobija tako što se trenutna ukupna tržišna vrednost svih akcija iz indeksne korpe podeli sa prilagođenom ukupnom tržišnom kapitalizacijom u baznom periodu (PTVUBP) i rezultat se zatim pomnoži sa baznom vrednošću. Izračunavanje indeksa je započeto 31.01.2005. godine, pri čemu je za baznu vrednost uzeta vrednost 1000 (radi lakšeg poređenja sa BELEXfm indeksom). Formula za izračunavanje indeksa je sledeća:

(Agregirana tržišna kapitalizacija svih akcija iz indeksne korpe / PTVUBP) x Bazna vrednost

Održavanje

Generalno posmatrano, kada dođe do promene u broju izdatih akcija od strane neke kompanije (promene u vrednosti TSO), zatim usled dodavanja, izbacivanja ili modifikovanja komponente u indeksnoj korpi, IQM10 indeks prilagođava PTVUBP kako ne bi došlo do diskontinualnosti u vrednosti indeksa. Stoga se PTVUBP može definisati kao:

(Tržišna vrednost posle prilagođavanja/ Tržišna vrednost pre prilagođavanja) x PTVUBP pre prilagođavanja

ANALITIČKI PRILOG

Tabela P-1. Srbija: Cene na malo, 2003-2005

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo			
	dec. 2002=100	12-m	kumulativ ¹⁾	ROBA	Poljoprivredni proizvodi	Industrijski prehrambeni proizvodi	Industrijski neprehrambeni proizvodi
							USLUGE
2003							
Januar	100,8	15,0	0,8	0,2	2,7	-0,5	0,3
Februar	101,5	14,6	1,5	0,2	2,9	-0,8	0,4
Mart	101,8	14,1	1,8	0,4	4,6	-0,9	0,5
April	102,5	13,9	2,5	1,1	9,9	-1,3	1,4
Maj	103,0	14,0	3,0	1,3	12,1	-1,5	1,5
Jun	103,7	14,2	3,7	1,9	18,0	-1,0	1,2
Jul	104,4	10,4	4,4	3,2	0,3	-0,9	5,0
Avgust	105,0	10,5	5,0	3,6	-11,3	0,2	6,1
Septembar	105,6	10,2	5,6	4,4	-9,9	1,1	6,9
Oktobar	106,1	9,1	6,1	5,0	-6,8	3,2	6,6
Novembar	107,0	7,9	7,0	5,8	-4,2	3,9	7,3
Decembar	107,8	7,8	7,8	6,6	-6,4	6,0	7,8
2004							
Januar	108,3	7,4	0,4	0,3	3,9	0,3	0,1
Februar	109,3	7,7	1,4	0,6	4,0	0,9	0,3
Mart	109,7	7,8	1,8	1,0	5,1	1,6	0,4
April	110,6	7,9	2,6	2,0	6,7	2,6	1,0
Maj	111,7	8,4	3,7	3,3	20,4	3,4	1,9
Jun	113,3	9,3	5,1	5,1	25,6	4,6	3,8
Jul	114,9	10,1	6,6	7,0	4,8	6,1	8,0
Avgust	115,7	10,2	7,3	6,9	2,1	7,6	7,0
Septembar	117,6	11,4	9,2	9,4	5,7	10,7	9,3
Oktobar	118,2	11,4	9,7	10,0	5,0	12,1	9,6
Novembar	119,6	11,8	11,0	11,7	7,6	13,2	11,8
Decembar	122,6	13,7	13,7	12,8	8,1	13,9	13,2
2005							
Januar	125,9	16,3	2,7	0,9	3,1	2,1	0,2
Februar	127,8	16,9	4,2	2,7	8,1	3,1	2,1
Mart	128,8	17,4	5,1	3,8	15,0	4,7	9,6
April	129,8	17,4	5,9	4,7	25,6	5,5	3,1
Maj	131,3	17,5	7,1	6,2	43,5	6,2	4,0
Jun	132,4	16,8	8,0	7,0	47,8	7,1	4,6
Jul	135,0	17,5	10,1	9,3	33,0	7,6	9,2
Avgust	135,6	17,2	10,6	9,3	26,0	8,3	9,2
Septembar	137,1	16,5	11,8	10,7	19,2	10,1	11,2

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

1) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

Tabela P-2. Srbija: Izabrani indeksi cena, 2003-2005

	Indeks cena na malo		Indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda		Troškovi života	
	dec. 2002=100	12-m	dec. 2002=100	12-m	dec. 2002=100	12-m
2003						
Januar	100,8	15,0	100,20	7,5	100,3	12,8
Februar	101,5	14,6	100,20	7,5	101,0	12,1
Mart	101,8	14,1	100,40	7,9	101,2	11,3
April	102,5	13,9	101,00	8,4	102,1	11,5
Maj	103,0	14,0	100,70	7,8	102,5	11,7
Jun	103,7	14,2	101,00	8,1	104,0	13,0
Jul	104,4	10,4	102,82	4,0	104,1	8,4
Avgust	105,0	10,5	103,03	3,7	103,9	8,0
Septembar	105,6	10,2	103,23	3,5	104,8	7,6
Oktobar	106,1	9,1	103,54	3,7	106,3	7,7
Novembar	107,0	7,9	104,37	4,5	107,2	7,2
Decembar	107,8	7,8	104,68	4,7	108,1	8,1
2004						
Januar	108,3	7,4	105,42	5,2	108,8	8,4
Februar	109,3	7,7	106,79	6,6	109,5	8,5
Mart	109,7	7,8	107,96	7,5	110,1	8,7
April	110,6	7,9	109,26	8,2	111,6	9,3
Maj	111,7	8,4	110,68	9,9	113,3	10,6
Jun	113,3	9,3	111,56	10,5	115,3	10,8
Jul	114,9	10,1	112,79	9,7	116,1	11,5
Avgust	115,7	10,2	113,13	9,8	116,5	12,1
Septembar	117,6	11,4	114,94	11,3	118,6	13,1
Oktobar	118,2	11,4	115,97	12,0	119,8	12,7
Novembar	119,6	11,8	116,32	11,4	120,9	12,8
Decembar	122,6	13,7	117,37	12,1	122,4	13,1
2005						
Januar	125,9	16,3	118,19	12,1	125,1	15,0
Februar	127,8	16,9	120,43	12,8	127,0	15,9
Mart	128,8	17,4	120,92	12,0	128,7	16,9
April	129,8	17,4	122,00	11,7	130,0	16,4
Maj	131,3	17,5	123,10	11,2	132,6	17,0
Jun	132,4	16,8	124,93	12,0	133,5	15,8
Jul	135,0	17,5	128,07	13,5	134,7	16,0
Avgust	135,6	17,2	128,85	13,9	134,8	15,7
Septembar	137,1	16,5	-	-	136,1	14,7

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

Tabela P-3. Kretanje kursa evra, 2003-2005

	Nominalni				Realni				Indeks troškova života u evro zoni ⁴⁾ (dec. 2002=100)
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	Kurs ³⁾ (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	EUR/USD	
2003									
Januar	62,4138	101,5	103,7	101,5	100,5	92,0	100,5	1,0799	99,8
Februar	63,2918	102,9	105,4	102,9	101,7	94,1	101,7	1,0790	100,3
Mart	64,3829	104,7	106,8	104,7	103,6	95,7	103,6	1,0698	100,8
April	63,9864	104,0	105,9	104,0	102,5	94,8	102,5	1,0971	101,0
Maj	65,6918	106,8	108,5	106,8	104,6	96,9	104,6	1,1885	100,9
Jun	64,2679	104,5	106,0	104,5	101,6	94,4	101,6	1,1444	100,9
Jul	65,0318	105,7	106,9	105,7	102,1	98,7	102,1	1,1439	100,8
Avgust	65,2911	106,1	107,1	106,1	102,2	98,9	102,2	1,0902	101,1
Septembar	65,9556	107,2	108,2	107,2	103,0	100,2	103,0	1,1459	101,4
Oktobar	66,7753	108,6	109,3	108,6	103,8	102,0	103,8	1,1675	101,5
Novembar	67,6892	110,0	109,9	110,0	104,4	103,9	104,4	1,1930	101,5
Decembar	68,3129	111,1	111,1	111,1	104,9	104,9	104,9	1,2503	101,8
2004									
Januar	68,8832	112,0	110,4	100,8	105,1	104,6	100,2	1,2393	101,6
Februar	69,5171	113,0	109,8	101,8	105,3	103,5	100,4	1,2388	101,8
Mart	69,8000	113,5	108,4	102,2	105,9	102,2	101,0	1,2199	102,4
April	70,3046	114,3	109,9	102,9	106,2	103,6	101,2	1,1833	102,8
Maj	71,1423	115,6	108,3	104,1	106,8	102,2	101,9	1,2260	103,2
Jun	72,1759	117,3	112,3	105,7	106,9	105,2	101,9	1,2166	103,2
Jul	72,9793	118,6	112,2	106,8	106,4	104,2	101,4	1,2052	103,0
Avgust	73,7439	119,9	112,9	108,0	107,0	104,7	102,0	1,2043	103,2
Septembar	75,0001	121,9	113,7	109,8	107,2	104,1	102,2	1,2330	103,4
Oktobar	76,2549	124,0	114,2	111,6	108,8	104,8	103,7	1,2758	103,8
Novembar	77,3467	125,7	114,3	113,2	109,0	104,4	103,9	1,3267	103,7
Decembar	78,8850	128,2	115,5	115,5	108,9	103,8	103,8	1,3616	104,1
2005									
Januar	80,2868	130,5	116,6	101,8	107,4	102,2	98,6	1,3051	103,6
Februar	80,5195	130,9	115,8	102,1	106,5	101,1	97,8	1,3192	103,9
Mart	81,0520	131,8	116,1	102,7	107,0	101,0	98,2	1,2970	104,6
April	81,4979	132,5	115,9	103,3	107,1	100,9	98,4	1,2925	105,0
Maj	82,0400	133,4	115,3	104,0	106,9	100,1	98,2	1,2518	105,3
Jun	82,5172	134,1	114,3	104,6	106,8	99,9	98,0	1,2180	105,4
Jul	82,9982	134,9	113,7	105,2	105,2	98,9	96,6	1,2040	105,3
Avgust	84,2574	137,0	114,3	106,8	106,6	99,7	97,9	1,2357	105,5
Septembar	84,4958	137,4	112,7	107,1	106,2	99,1	97,5	1,2295	105,9

Izvor: NBS i Eurostat (www.epp.eurostat.cec.eu.int).

1) Prosek meseca dobiten je na osnovu proseka zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS.

2) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

3) Kod obračuna realnog kursa uzeta je u obzir i inflacija u evro zoni.

4) eng. *harmonized indices of consumer prices*.

Tabela P-4. Srbija: Platni bilans, 2003-2005¹⁾

	2003			2004			2005	
	Mart	Jul	Dec.	Mart	Jul	Dec.	Mart	Jul
kumulativi, u milionima evra								
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-496	-1005	-1535	-596	-1119	-2343	-268	-628
ROBA I USLUGE	-882	-2141	-3789	-1192	-2727	-5328	-695	-2079
Roba	-963	-2305	-4045	-1303	-2854	-5651	-672	-2120
Izvoz robe, f.o.b.	578	1395	2502	587	1478	3104	808	2091
Uvoz robe, c.i.f.	-1541	-3699	-6547	-1891	-4332	-8755	-1480	-4211
Izvoz/Uvoz (%)	35	35	35	25	28	29	42	38
Usluge	81	164	256	111	127	323	-61	45
Prihodi	213	501	883	281	651	1191	213	727
Rashodi	-132	-336	-627	-170	-523	-868	-274	-681
Bilans robe i usluga	-882	-2141	-3789	-1192	-2727	-5328	-733	-2074
Izvoz robe i usluga	791	1895	3385	869	2129	4294	1020	2818
Uvoz robe i usluga	-1673	-4036	-7174	-2061	-4856	-9623	-1754	-4892
Kamate, neto	-33	-62	-178	-34	-68	-170	-55	-128
Naplaćene	14	26	60	17	33	63	12	38
Plaćene	-47	-89	-238	-51	-101	-233	-68	-166
Tekući transferi	296	978	2011	552	1463	2737	450	1485
Doznaće, neto	93	216	331	107	309	359	41	159
Priliv	149	388	682	188	451	829	185	505
Odliv	-56	-173	-352	-81	-141	-471	-144	-346
Devizni depoziti nerezidenata	19	140	304	153	282	640	38	181
Otkup deviza, neto	132	465	1091	244	750	1496	322	1016
Ostalo ²⁾	52	157	285	49	122	243	49	129
Zvanične donacije	123	219	421	79	213	418	33	94
GREŠKE I PROPUSTI	102	488	370	75	2	372	-121	-344
KAPITALNE TRANSAKCIJE	174	621	2032	287	952	2489	468	1642
Finansijske transakcije	174	621	2032	287	952	2489	468	1642
Strane direktnе investicije (SDI)	7	162	1177	172	318	766	260	641
Ostale investicije	167	459	856	115	634	1722	207	1000
Neplaćen uvoz nafte i gasa	87	1	43	2	-38	141	43	6
Srednjeročni i dugoročni krediti	-30	246	625	60	503	1203	-26	672
Korišćenje	-10	296	800	86	595	1496	25	851
od čega: država isključujući MMF	0	0	0	29	56	249	20	-3
Otplata glavnice	-20	-50	-175	-25	-92	-293	-51	-179
od čega: država isključujući MMF	0	0	0	4	13	22	22	37
Kratkoročni krediti	9	11	14	32	39	163	38	87
Ostala aktiva i pasiva	10	169	254	-10	50	227	73	97
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: (+))	91	33	-81	31	80	-12	79	138
DEVIZNE REZERVE NBS, neto, (korišćenje (+))	220	-104	-868	234	165	-517	-79	-670
od čega: korišćenje kredita MMF-a	64	122	243	87	87	199	138	138
od čega: otpalata kredita MMF-u ³⁾	0	0	0	-33	-81	-187	-47	-102
PRO MEMORIA								
u % BDP								
Izvoz robe i usluga	4,7	11,3	20,2	5,0	12,3	24,8	5,4	15,0
Uvoz robe i usluga	10,0	24,0	42,7	11,9	28,1	55,6	9,3	26,0
Bilans robne razmene	5,3	12,8	22,6	6,9	15,8	30,8	3,9	11,0
Bilans tekućih transakcija	3,0	6,0	9,1	3,4	6,5	13,5	1,4	3,3
BDP u evrima ⁴⁾	16.786	16.786	16.786	17.306	17.306	17.306	18.795	18.795

Izvor: NBS i Republički zavod za statistiku Srbije.

1) Originalni podaci u US dolarima konvertovani su u evre na mesečnom nivou po mesečnom proseku zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS.

2) Priliv po Zakonu o platnom prometu, priliv po osnovu Odluke 74/100 i ostalo.

3) Otplata glavnice.

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

Tabela P-5. Srbija: Monetarni pregled, 2002-2005

	2002		2003			2004			2005	
	Dec.	Mart	Jul	Dec.	Mart	Jul	Dec.	Mart	Jul	
STANJE										
									u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾	
Neto strana aktiva (NSA)	113.527	100.942	112.135	152.011	135.376	122.110	151.093	160.396	173.709	
Neto strana aktiva (NSA) (u evrima)	1.846	1.568	1.724	2.225	1.939	1.673	1.915	1.979	2.093	
Rezerve	181.027	171.534	186.340	243.044	233.980	242.168	298.778	319.616	377.606	
Rezerve (u evrima)	2.943	2.664	2.865	3.558	3.352	3.318	3.788	3.943	4.550	
NBS	137.589	130.038	144.097	193.700	187.951	197.102	244.837	272.654	329.752	
NBS (u evrima)	2.237	2.020	2.216	2.835	2.693	2.701	3.104	3.364	3.973	
Poslovne banke	43.438	41.496	42.243	49.344	46.029	45.066	53.941	46.962	47.854	
Poslovne banke (u evrima)	706	645	650	722	659	618	684	579	577	
Obaveze (-)	-67.500	-70.592	-74.205	-91.033	-98.604	-120.058	-147.685	-159.220	-203.897	
Obaveze (-) (u evrima)	-1.097	-1.096	-1.141	-1.333	-1.413	-1.645	-1.872	-1.964	-2.457	
NBS	-52.429	-53.574	-58.675	-68.479	-69.036	-76.187	-74.433	-76.969	-88.667	
NBS (u evrima)	-852	-832	-902	-1.002	-989	-1.044	-944	-950	-1.068	
Poslovne banke	-15.071	-17.018	-15.530	-22.554	-29.568	-43.871	-73.252	-82.251	-115.230	
Poslovne banke (u evrima)	-245	-264	-239	-330	-424	-601	-929	-1.015	-1.388	
Neto domaća aktiva (NDA)	77.964	88.958	93.782	92.855	115.933	153.112	171.989	170.916	215.475	
Domaći krediti	123.655	140.287	158.489	160.635	180.151	224.329	262.868	277.119	318.318	
Krediti državi, neto	-6.172	-1.706	118	-13.052	-7.544	3.373	-424	-13.394	-14.795	
Krediti	25.169	30.508	27.822	26.742	27.926	28.194	37.376	40.230	35.219	
Dinarski krediti	22.904	27.524	24.766	21.726	22.021	22.452	28.991	29.304	23.466	
NBS	20.720	23.253	20.743	19.051	18.904	18.650	21.427	21.235	16.563	
Poslovne banke	2.184	4.271	4.023	2.675	3.117	3.802	7.564	8.069	6.903	
Devizni krediti	2.265	2.984	3.056	5.016	5.905	5.742	8.385	10.926	11.753	
Devizni (u evrima)	37	46	47	73	85	79	106	135	142	
NBS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
NBS (u evrima)	-									
Poslovne banke	2.265	2.984	3.056	5.016	5.905	5.742	8.385	10.926	11.753	
Poslovne banke (u evrima)	37	46	47	73	85	79	106	135	142	
Depoziti (-)	-31.341	-32.214	-27.704	-39.794	-35.470	-24.821	-37.800	-53.624	-50.014	
Dinarski depoziti	-15.508	-17.136	-14.318	-17.830	-16.073	-14.769	-24.434	-32.008	-30.616	
NBS	-5.009	-1.134	-4.798	-12.992	-13.769	-12.960	-22.966	-30.234	-28.942	
Poslovne banke	-10.499	-16.002	-9.520	-4.838	-2.304	-1.809	-1.468	-1.774	-1.674	
Devizni depoziti	-15.833	-15.078	-13.386	-21.964	-19.397	-10.052	-13.366	-21.616	-19.398	
Devizni (u evrima)	-257	-234	-206	-322	-278	-138	-169	-267	-234	
NBS	-6.159	-4.287	-3.763	-18.108	-15.402	-6.837	-9.989	-18.088	-12.891	
NBS (u evrima)	-100	-67	-58	-265	-221	-94	-127	-223	-155	
Poslovne banke	-9.674	-10.791	-9.623	-3.856	-3.995	-3.215	-3.377	-3.528	-6.507	
Poslovne banke (u evrima)	-157	-168	-148	-56	-57	-44	-43	-44	-78	
Krediti nedržavnom sektoru	129.827	141.993	158.371	173.687	187.695	220.956	263.292	290.513	333.113	
Domaćinstva	16.020	17.745	23.137	28.643	32.383	44.061	64.441	69.844	89.722	
Privreda	113.807	124.248	135.234	145.044	155.312	176.895	198.851	220.669	243.391	
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Ostala aktiva, neto ²⁾	-45.691	-51.329	-64.707	-67.780	-64.218	-71.217	-90.879	-106.203	-104.438	
od čega: kapital i rezerve (-)	-138.577	-130.809	-127.936	-95.373	-93.974	-102.841	-118.891	-127.754	-141.106	
NBS	-2.173	-1.326	-9.292	-2.770	-2.767	-2.983	-15.738	-15.735	-22.542	
Poslovne banke	-136.404	-129.483	-118.644	-92.603	-91.207	-99.858	-103.153	-112.019	-118.564	
Novčana masa: M2 ³⁾	191.491	189.900	205.917	244.866	251.309	275.222	323.082	331.312	389.184	
Novčana masa: dinarski M2 ⁴⁾	110.900	101.457	109.160	124.886	119.341	128.696	146.584	144.128	166.796	
Novčana masa: M1	93.815	82.302	84.968	99.544	92.382	100.156	111.235	110.049	127.089	
Gotov novac u opticaju	43.719	36.917	37.955	42.979	38.004	42.049	45.165	39.368	45.114	
Depoziti po viđenju (privreda i domaćinstva)	50.096	45.385	47.013	56.565	54.378	58.107	66.070	70.681	81.975	
Oročeni dinarski depoziti (privreda i domaćinstva)	17.085	19.155	24.192	25.342	26.959	28.540	35.349	34.079	39.707	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	80.591	88.443	96.757	119.980	131.968	146.526	176.498	187.184	222.388	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) (u evrima)	1.310	1.374	1.488	1.756	1.891	2.008	2.237	2.309	2.679	
od čega: domaćinstva ⁵⁾	45.941	51.557	56.280	69.738	76.985	87.916	110.714	124.107	149.717	
od čega: domaćinstva (u evrima) ⁵⁾	747	801	865	1.021	1.103	1.205	1.403	1.531	1.804	

Izvor: FREN i NBS: *Statistički bilten*.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - kapital i rezerve, ostalu pasivu i saldo međubankarskih odnosa.

3) Novčana masa: M2 - odnosi se na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava, oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava i devizne depozite privrede i domaćinstava.

4) Novčana masa: dinarski M2 - odnosi se na M2 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava i oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava.

5) Devizna štednja stanovništva.

Tabela P-6. Srbija: Bilans poslovnih banaka, 2002-2005

	2002	2003			2004			2005	
	Dec.	Mart	Jul	Dec.	Mart	Jul	Dec.	Mart	Jul
STANJE		u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾							
Neto devizne rezerve	28.367	24.478	26.713	26.790	16.461	1.195	-19.311	-35.289	-67.376
Neto devizne rezerve (u evrima)	461	380	411	392	236	16	-245	-435	-812
Bruto devizne rezerve	43.438	41.496	42.243	49.344	46.029	45.066	53.941	46.962	47.854
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>706</i>	<i>645</i>	<i>650</i>	<i>722</i>	<i>659</i>	<i>618</i>	<i>684</i>	<i>579</i>	<i>577</i>
Bruto devizne obaveze (-)	-245	-264	-239	-330	-424	-601	-929	-1.015	-1.388
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima) (-)</i>	<i>-245</i>	<i>-264</i>	<i>-239</i>	<i>-330</i>	<i>-424</i>	<i>-601</i>	<i>-929</i>	<i>-1.015</i>	<i>-1.388</i>
Neto domaća aktiva (NDA)	-28.367	-24.478	-26.713	-26.790	-16.461	-1.195	19.311	35.289	67.377
Domaći krediti	22.180	30.911	35.747	43.129	48.139	67.626	100.117	122.974	153.761
Krediti državi, neto	-15.724	-19.538	-12.064	-1.003	2.723	4.520	11.104	13.693	10.475
Krediti	4.449	7.255	7.079	7.691	9.022	9.544	15.949	18.995	18.656
Dinarski krediti	2.184	4.271	4.023	2.675	3.117	3.802	7.564	8.069	6.903
Devizni krediti	2.265	2.984	3.056	5.016	5.905	5.742	8.385	10.926	11.753
<i>Devizni krediti (u evrima)</i>	<i>37</i>	<i>46</i>	<i>47</i>	<i>73</i>	<i>85</i>	<i>79</i>	<i>106</i>	<i>135</i>	<i>142</i>
Depoziti (-)	-20.173	-26.793	-19.143	-8.694	-6.299	-5.024	-4.845	-5.302	-8.181
Dinarski depoziti	-10.499	-16.002	-9.520	-4.838	-2.304	-1.809	-1.468	-1.774	-1.674
Devizni depoziti	-9.674	-10.791	-9.623	-3.856	-3.995	-3.215	-3.377	-3.528	-6.507
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-157</i>	<i>-168</i>	<i>-148</i>	<i>-56</i>	<i>-57</i>	<i>-44</i>	<i>-43</i>	<i>-44</i>	<i>-78</i>
Neto potraživanja od NBS	57.347	62.525	59.010	70.556	66.835	71.661	97.771	99.644	145.669
Potraživanja	62.668	67.962	62.945	74.406	70.546	75.884	99.526	101.397	146.212
Gotovina	1.742	3.653	3.202	4.097	3.451	3.626	4.281	3.812	4.876
Obavezne rezerve	11.525	19.639	14.934	16.241	13.321	15.248	20.953	20.676	23.058
Slobodne rezerve	11.879	2.988	2.100	6.720	2.732	1.472	6.569	1.766	3.859
Depoziti (-)	36.056	40.469	41.318	45.118	48.814	52.086	66.214	71.937	95.993
od čega: dinarski depoziti	1.161	833	2.119	375	264	263	357	338	211
<i>NBS blagajnički zapisi/repo operacije ²⁾</i>	<i>1.466</i>	<i>1.213</i>	<i>1.391</i>	<i>2.230</i>	<i>2.228</i>	<i>3.452</i>	<i>1.509</i>	<i>3.206</i>	<i>18.426</i>
Obaveze	-5.321	-5.437	-3.935	-3.850	-3.711	-4.223	-1.755	-1.753	-543
Krediti ostalom delu privrede, neto	-19.443	-12.076	-11.199	-26.424	-21.419	-8.555	-8.758	9.637	-2.383
Krediti	128.228	140.845	156.729	173.443	187.452	220.664	263.094	290.265	332.744
Domaćinstva	16.020	17.745	23.137	28.439	32.182	43.857	64.283	69.616	89.439
Privreda	112.208	123.100	133.592	145.004	155.270	176.807	198.811	220.649	243.305
Depoziti (-)	-147.671	-152.921	-167.928	-199.867	-208.871	-229.219	-271.852	-280.628	-335.127
Dinarski depoziti	-67.080	-64.478	-71.171	-80.532	-77.471	-83.363	-96.251	-94.335	-113.717
Domaćinstva	-11.436	-11.487	-11.978	-13.411	-14.200	-13.212	-12.737	-12.634	-15.845
Privreda	-55.644	-52.991	-59.193	-67.121	-63.271	-70.151	-83.514	-81.701	-97.872
<i>Devizni depoziti</i>	<i>-80.591</i>	<i>-88.443</i>	<i>-96.757</i>	<i>-119.335</i>	<i>-131.400</i>	<i>-145.856</i>	<i>-175.601</i>	<i>-186.293</i>	<i>-221.410</i>
<i>Domaćinstva ³⁾</i>	<i>-45.941</i>	<i>-51.557</i>	<i>-56.280</i>	<i>-69.738</i>	<i>-76.985</i>	<i>-87.916</i>	<i>-110.714</i>	<i>-124.107</i>	<i>-149.717</i>
<i>Domaćinstva (u evrima)</i>	<i>-747</i>	<i>-801</i>	<i>-865</i>	<i>-1.021</i>	<i>-1.103</i>	<i>-1.205</i>	<i>-1.403</i>	<i>-1.531</i>	<i>-1.804</i>
<i>Privreda</i>	<i>-34.650</i>	<i>-36.886</i>	<i>-40.477</i>	<i>-49.597</i>	<i>-54.415</i>	<i>-57.940</i>	<i>-64.887</i>	<i>-62.186</i>	<i>-71.693</i>
<i>Privreda (u evrima)</i>	<i>-563</i>	<i>-573</i>	<i>-622</i>	<i>-726</i>	<i>-780</i>	<i>-794</i>	<i>-823</i>	<i>-767</i>	<i>-864</i>
Ostala aktiva, neto ⁴⁾	-50.547	-55.389	-62.460	-69.919	-64.600	-68.821	-80.806	-87.685	-86.384
od čega: kapital i rezerve	-136.404	-129.483	-118.644	-92.603	-91.207	-99.858	-103.153	-112.019	-116.495

Izvor: FREN i NBS: *Statistički bilten*.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Počev od januara 2005.god. NBS je blagajničke zapise (BZ) zamenila repo operacijama, tako da se podaci zaključno sa dec. 2004. god. odnose na BZ, a mart i jul 2005. god. na repo operacije.

3) Devizna štednja stanovništva.

4) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - depozite pravnih lica u likvidaciji, kapital i rezerve, ostalu pasivu i neto međubankarske odnose.

Tabela P-7. Srbija: Bilans Narodne banke Srbije, 2002-2005

	2002	2003		2004			2005		
	Dec.	Mart	Jul	Dec.	Mart	Jul	Dec.	Mart	Jul
STANJE									
		u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾							
Neto devizne rezerve	52.795	41.229	49.064	81.859	71.146	70.017	104.530	124.514	145.960
Neto devizne rezerve (u evrima)	858	640	754	1.198	1.019	959	1.325	1.536	1.759
Bruto devizne rezerve	137.589	130.038	144.097	193.700	187.951	197.102	244.837	272.654	329.752
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>2.237</i>	<i>2.020</i>	<i>2.216</i>	<i>2.835</i>	<i>2.693</i>	<i>2.701</i>	<i>3.104</i>	<i>3.364</i>	<i>3.973</i>
Bruto devizne obaveze	-84.794	-88.809	-95.033	-111.841	-116.805	-127.085	-140.307	-148.140	-183.792
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima)</i>	<i>-1.378</i>	<i>-1.379</i>	<i>-1.461</i>	<i>-1.637</i>	<i>-1.673</i>	<i>-1.741</i>	<i>-1.779</i>	<i>-1.828</i>	<i>-2.214</i>
od čega: devizne obaveze poslovnih banaka	-32.365	-35.235	-36.358	-43.362	-47.769	-50.898	-65.874	-71.171	-95.125
<i>od čega: devizne obaveze poslovnih banaka (u evrima)</i>	<i>-526</i>	<i>-547</i>	<i>-559</i>	<i>-635</i>	<i>-684</i>	<i>-697</i>	<i>-835</i>	<i>-878</i>	<i>-1.146</i>
Neto domaća aktiva	18.298	21.891	11.882	-11.863	-13.643	-7.671	-27.561	-57.058	-69.011
Domaći krediti	16.520	25.304	18.317	-10.843	-10.991	-1.748	-13.944	-39.936	-49.106
Krediti državi, neto	9.552	17.832	12.182	-12.049	-10.267	-1.147	-11.528	-27.087	-25.270
Krediti	20.720	23.253	20.743	19.051	18.904	18.650	21.427	21.235	16.563
od čega: dinarski krediti	20.720	23.253	20.743	19.051	18.904	18.650	21.427	21.235	16.563
Devizni krediti	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depoziti (-)	-11.168	-5.421	-8.561	-31.100	-29.171	-19.797	-32.955	-48.322	-41.833
Dinarski depoziti	-5.009	-1.134	-4.798	-12.992	-13.769	-12.960	-22.966	-30.234	-28.942
Devizni depoziti	-6.159	-4.287	-3.763	-18.108	-15.402	-6.837	-9.989	-18.088	-12.891
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-100</i>	<i>-67</i>	<i>-58</i>	<i>-265</i>	<i>-221</i>	<i>-94</i>	<i>-127</i>	<i>-223</i>	<i>-155</i>
Neto potraživanja od banaka	5.470	6.386	4.527	2.337	2.899	2.391	2.554	-2.672	-16.240
Potraživanja	7.147	7.772	6.030	5.490	5.329	5.970	4.594	3.644	2.678
Obavezne rezerve	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ostali dinarski krediti	4.978	5.550	4.041	3.774	3.507	4.040	3.007	1.576	360
Devizni krediti	2.169	2.222	1.989	1.716	1.822	1.930	1.587	2.068	2.318
<i>Devizni krediti (u evrima)</i>	<i>35</i>	<i>35</i>	<i>31</i>	<i>25</i>	<i>26</i>	<i>26</i>	<i>20</i>	<i>26</i>	<i>28</i>
Obaveze	-1.677	-1.386	-1.503	-3.153	-2.430	-3.579	-2.040	-6.316	-18.918
od čega: blagajnički zapisi NBS	-1.549	-1.288	-1.450	-2.223	-2.378	-3.530	-1.752	-	-
od čega: repo transakcije	-	-	-	-	-	-	-	-3.206	-18.386
Krediti ostalom delu privrede, neto	1.498	1.086	1.608	-1.131	-3.623	-2.992	-4.970	-10.177	-7.596
Potraživanja	1.599	1.148	1.642	244	243	292	198	248	369
Dinarski i devizni krediti	1.599	1.148	1.642	244	243	292	198	248	369
Obaveze (-)	-101	-62	-34	-1.375	-3.866	-3.284	-5.168	-10.425	-7.965
Dinarski depoziti	-101	-62	-34	-1.375	-3.866	-3.284	-5.168	-10.425	-7.965
Ostala aktiva, neto ²⁾	1.778	-3.413	-6.435	-1.020	-2.652	-5.923	-13.617	-17.122	-19.905
Primarni novac (H)	69.323	62.951	60.035	69.996	57.501	62.344	76.969	65.700	76.949
Gotovina u opticaju	43.719	36.917	37.955	42.979	38.004	42.049	45.165	39.368	45.114
Reserve poslovnih banaka	25.604	26.034	22.080	27.017	19.497	20.295	31.804	26.332	31.835
Obavezne rezerve	11.466	19.500	14.999	16.212	13.321	15.248	20.953	20.676	23.058
Slobodne rezerve	14.138	6.534	7.081	10.805	6.176	5.047	10.851	5.656	8.777
Depoziti po viđenju	2.850	1.295	2.987	5.695	2.280	1.570	5.076	2.825	3.480
Žiro računi i gotovina	11.288	5.239	4.094	5.110	3.896	3.477	5.775	2.831	5.297

Izvor: FREN i NBS: *Statistički bilten*.

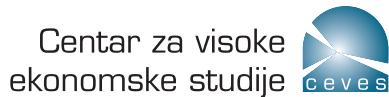
1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - devizne depozite ostalih finansijskih institucija, depozite banaka u likvidaciji, kapital i rezerve i ostalu pasivu.

KVARTALNI MONITOR ekonomskih trendova i politika u Srbiji izdaje
Fond za razvoj ekonomske nauke (FREN).



Osnivači FREN-a su Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, www.ekof.bg.ac.yu
i Centar za visoke ekonomske studije (CEVES), www.ceves.org.yu.



Ciljevi FREN-a su:

*Unapređenje nastave i istraživanja iz ekonomske nauke, naročito radi tumačenja
procesa kroz koji prolaze Srbija i druge zemlje u tranziciji*

*Pružanje stručne i druge podrške istraživačima u realizaciji projekata
kojima se unapređuju ekonomska znanja*

*Povezivanje ekonomske discipline Srbije
sa vrhunskim međunarodnim istraživačkim institucijama*

Širenje stečenih znanja kod zainteresovane javnosti Srbije

Najtoplje se zahvaljujemo:

USAID-u
Fondu za otvoreno društvo
Vladi Kraljevine Holandije

koji su omogućili, kako potrebna istraživanja, tako i objavljivanje ove publikacije.