

# **kvartalni monitor**

**EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI**

**Broj 12 • januar–mart 2008**

**Beograd, jun 2008**

## IZDAVAČ

Fond za razvoj ekonomske nauke  
Kamenička 6, Beograd  
Tel/Fax: 011 30 21 069  
E-mail: [fren@fren.org.yu](mailto:fren@fren.org.yu)  
<http://www.fren.org.yu>

## BILTEN IZLAZI KVARTALNO

### REDAKCIJSKI SAVET

Jurij Bajec  
Pavle Petrović  
Stojan Stamenković  
Branko Urošević  
Boško Živković

### REDAKCIJA

Olivera Anđelković (izvršni urednik)  
Milojko Arsić  
Sonja Avlijaš  
Danko Brčerević (urednik *Trendova*)  
Jasna Dimitrijević  
Vuk Đoković  
Pavle Petrović (glavni i odgovorni urednik)  
Goran Radosavljević  
Duško Vasiljević  
Boško Živković (urednik *Finansija*)

### SARADNICI U OVOM BROJU

Mirjana Gligorić  
Ivan Kalafatić  
Tatjana Karaulac  
Aleksa Nenadović  
Predrag Petrović  
Ivan Rajić

### LEKTURA

Anka Jakšić

### GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

### SLOG I PRELOM

Maja Tomić

### OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

### ŠTAMPARIJA

Alta Nova

### TIRAŽ

700 primeraka

© 2008 Kori Udovički

Podaci objavljeni u ovoj publikaciji mogu se slobodno koristiti i reprodukovati bez prethodne pismene dozvole, ali je prilikom njihovog korišćenja obavezno navođenje izvora.

Najtoplije se zahvaljujemo Agenciji za međunarodni razvoj SAD (USAID) i Bearing Point-u – njihovom partneru na projektu Podrška ekonomskog razvoja Srbije (SEGA) – koji su omogućili objavljivanje ove publikacije.

# Sadržaj

Uvodnik. . . . . 5

## **TRENDOVI** . . . . . 7

1. Pregled . . . . . 7

Izabrani pokazatelji – tabela . . . . . 10

2. Međunarodno okruženje . . . . . 11

3. Cene i devizni kurs . . . . . 18

4. Zaposlenost i zarade . . . . . 25

5. Privredna aktivnost . . . . . 34

6. Platni bilans i spoljna trgovina . . . . . 41

7. Fiskalni tokovi i politika . . . . . 51

8. Monetarni tokovi i politika . . . . . 59

9. Finansijska tržišta . . . . . 68

## **POD LUPOM** . . . . . 73

*Pod lupom 1:*

### **Makroekonomski i fiskalni aspekti decentralizacije**

*Lazar Šestović*

1. Uvod . . . . . 73

2. Fiskalne performanse lokalnih nivoa vlasti . . . . . 74

3. Subvencije sa lokalnog nivoa . . . . . 77

4. Karakteristike javnih finansija na lokalnom nivou u poslednje dve godine . . . . . 78

5. Koja je prava veličina javne potrošnje na lokalnom nivou? . . . . . 79

6. Uticaj lokalnih finansija na platnobilansnu ravnotežu . . . . . 80

7. Institucionalni okvir za upravljanje makroekonomskim politikama pri decentralizovanom sistemu vlasti . . . . . 80

8. Zaključci . . . . . 82

9. Literatura . . . . . 82

*Pod lupom 2:*

### **Tranzicioni trošak uvođenja obaveznih privatnih penzijskih fondova**

*Katarina Stanić, Nikola Altiparmakov, Jurij Bajec*

1. Uvod . . . . . 83

2. Pojam tranzicionog troška . . . . . 84

3. Visina tranzicionog troška u Srbiji . . . . . 86

4. Finansiranje tranzicionog troška . . . . . 91

5. Zaključak . . . . . 92

6. Reference . . . . . 93

Aneks A. Detaljne projekcije tranzicionog troška po godinama (%BDP) . . . . . 94

Aneks B. Procena tranzicionog troška pri fiksnim uštedama u prvom stubu (I) . . . . . 95

## **ANALITIČKI PRILOG** . . . . . 97

# Analitičke i notacijske konvencije

## Vrednosti

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

## Definicije agregata i indeksa

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

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

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

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

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

## Notacija

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

**H** – primarni novac

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

**IMC** – indeks maloprodajnih cena

**IIP** – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

**ITŽ** – indeks troškova života

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

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

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

**NDA** – neto domaća aktiva

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

## Skraćenice

**BDP** – bruto domaći proizvod

**BDV** – bruto dodata vrednost

**ECB** – Evropska centralna banka

**EPS** – Elektroprivreda Srbije

**EU** – Evropska Unija

**JIE** – jugoistočna Evropa

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

**FZR** – Fond za razvoj Republike Srbije

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

**MMF** – Međunarodni monetarni fond

**MSP** – mala i srednja preduzeća

**NBS** – Narodna banka Srbije

**NZS** – Nacionalna služba za zapošljavanje

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

**PDV** – porez na dodatu vrednost

**QM** – Kvartalni monitor

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

**RZS** – Republički zavod za statistiku Srbije

**SDI** – strane direktne investicije

**SDŠ** – stara devizna štednja

**SMTK** – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

**ZZP** – Zajam za preporod Srbije

## Uvodnik



Visoka i rastuća inflacija je osnovni tekući problem Srbije. Ona jeste, kao i tekuća svetska inflacija, izazvana troškovnim udarima rasta cena nafte i hrane, ali se sada taj talas inflacije širi i na ostale proizvode. Stoga je za obuzdavanje inflacije neophodno usporiti rast potrošnje, i jedini prostor koji je preostao jeste smanjenje javne potrošnje. A upravo je tu neizvesnost najveća – predizborna obećanja su bila veoma izdašna u pogledu rasta javne potrošnje (v. Okvir 1 odeljka 7, "Fiskalni tokovi i politika"). Ako se nova Vlada bude držala populističkih predizbornih obećanja, postoji realna opasnost da se inflacija otrgne kontroli.

*Inflacija u Srbiji je visoka* – već tri meseca zaključno sa majem ona iznosi oko 12% na (među)godišnjem nivou. Takođe, kada se inflacija u prvih pet meseci produži na celu 2008. opet se dobija stopa od preko 12%. A tu još nije uključen i visok rast cena naftnih derivata krajem maja. Poređenje sa zemljama u regionu pokazuje da je Srbija, sa Bugarskom, opet lider po visini inflacije: viša je nego u Rumuniji, Mađarskoj, Hrvatskoj, Sloveniji itd. (v. Tabelu 3-5. odeljka 3 "Cene i devizni kurs").

Glavni uzrok inflacije u Srbiji u prvih pet meseci 2008. i dalje su troškovni udari rasta cena nafte, struje, poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda (v. Tabela T3-2. odeljka 3). Međutim, da bi se rast troškova prelio u inflaciju neophodno je da postoji visok rast tražnje koji će to prihvatiti. U suprotnom, kako se to vidi u razvijenim privredama, inflacija će se tek neznatno uvećati. Veoma visok rast tražnje na kraju 2007. izazvan velikim rastom javne potrošnje i značajnim rastom kredita, prelio se i na početak 2008. i tako "hranio" visoku inflaciju izazvanu opisanim troškovnim udarima.

Rast plata, srećom, sporije prati rast inflacije, te u realnom izrazu one sada manje rastu (v. Tabelu T4-5. odeljka 4 "Zaposlenost i zarade"). Rezultat toga je smanjenje jediničnih troškova rada (v. Grafikon T5-3. odeljka 5 "Privredna aktivnost") i odsustvo pritiska na inflaciju sa te strane. Međutim, ako se inflacija ne bude energično kočila, svi ćemo uskoro tražiti da se naše plate usklađuju sa (očekivanom) visokom inflacijom, te se može stvoriti spirala rasta cena i plata. Tada, kada se formiraju očekivanja o visokoj budućoj inflaciji, biće potrebno žestoko zakočiti privrednu aktivnost i rast

zaposlenosti da bi se oborila inflacija. Ova lekcija o visokim troškovima obaranja inflacije kada ona uzme maha, direktno sledi iz iskustva razvijenih zemalja sa njihovom visokom inflacijom u 1970-im.

Agflacija – rast cena hrane je nova pojava u svetu, a visoke cene hrane će biti sa nama u dužem periodu. Rast cena prehrambenih proizvoda, kako smo to već uočili na kraju 2007. (v. QM10), značajan je pokretač inflacije u Srbiji i tokom pet meseci 2008. Sada se snažno potvrđuje ranije izneti stav (v. QM10) da cene hrane u Srbiji rastu najbrže u odnosu na uporedive zemlje u širem regionu (v. Tabela T3-5. odeljka 3). Taj rast je, zajedno sa Bugarskom, najveći u 2007, dok je u prva četiri meseca 2008. Srbija ubedljivo prva. Ovaj nalaz stoji bilo da se gleda sama inflacija cena hrane, bilo pak relativni rast cena hrane u odnosu na ukupnu inflaciju. Ovo poslednje pokazuje da visoki rast cena hrane nije rezultat ukupne visoke inflacije, već da je pojava *po sebi*, jer značajno prevazilazi ukupnu inflaciju (v. Tabelu T3-5. odeljka 3). Komparativno najveći relativni porast cena hrane u Srbiji sugeriše da iza toga stoji manja konkurentnost u proizvodnji i maloprodaji prehrambenih proizvoda, odnosno postojanje nekog oblika monopola.

Bazna inflacija, tj. rast užeg skupa cena koje nisu kontrolisane, takođe je visoka i ubrzava se. Narodna banka Srbije je preuzela odgovornost za tu inflaciju i odredila u kome će je intervalu držati: 4 do 8% u 2007. i 3 do 6% u 2008. Međutim, u maju je (među)godišnja bazna inflacija od 9,1% značajno iznad intervala na koji se obavezala NBS. Za prvih pet meseci 2008. ta inflacija je već dostigla stopu od 3,7%, te ako se prethodni period ponovi inflacija bi bila 9,2% za celu godinu. Problem je međutim što se bazna inflacija ubrzava u aprilu i maju sa stopama od 14,2% na godišnjem nivou, što sugeriše da ona može biti i dvocifrena u 2008.

Ranije pomenuti rast cena prehrambenih proizvoda odlučujuće je doprineo rastu bazne inflacije (cene naftnih derivata i struje ne ulaze u bazne cene) i tokom ove godine: doprinos je oko 50%. Ono što je novo jeste da sada počinju značajno da rastu i cene neprehrambenih proizvoda, što pokazuje da se inicijalni troškovni udar sada širi na rast svih cena. Naime, cene neprehrambenih proizvoda su rasle od 4 do 6% 2007, a u aprilu su porasle

za čitavih 10% na uporedivom godišnjem nivou. U poređenju sa aprilom 2007. (međugodišnja stopa), inflacija neprehrambenih proizvoda je već dostigla 5,8%, te predstavlja problem čak i kada bi samo ona bila u nadležnosti NBS.

Ova preteća lavina inflacije se mora zaustaviti. NBS to pokušava agresivnim dizanjem svoje kamatne stope: sa 10,75% u januaru na 15,75% krajem maja. Preostaje još samo obuzdavanje potrošnje – pre svega javne, ali *fiskalni rizici u drugoj polovini 2008. su veliki*. U prvih četiri-pet meseci 2008. fiskalno trošenje je bilo razumno uprkos izborima u maju; pred same izbore u aprilu i početkom maja ostvaren je minimalni fiskalni deficit nasuprot ogromnim deficitima od 5 do 7% BDP pred prethodne izbore (2003, 2006. i 2007).

Tehnička vlada je usvojila Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2009. sa projekcijama za 2010. i 2011. koji kao i prethodni predlaže solidnu ekonomsku politiku. Naime, javna potrošnja bi trebalo da se relativno smanji za 3,6 procentnih poena BDP-a i da se tako sa predviđenog deficita od 1,7% u 2008. pređe na fiskalni suficit od 1% BDP-a u 2010. i 2011. (v. odeljak 7). Prethodno bi se postiglo sporijim rastom plata i penzija. Problem je, kao i prošle godine, realizacija te politike – naime, prilikom usvajanja budžeta se po pravilu popusti pred pritiscima za povećanje javne potrošnje. Ovoga puta će pritisci biti još veći, jer su zahtevi najavljeni već u predizbornoj kampanji i verovatno će biti deo dogovora prilikom formiranja nove Vlade.

Predizborna obećanja uključuju to da prosečna penzija bude 70% prosečne zarade i da se potom penzije indeksiraju na rast plata: ovo bi koštalo u drugoj polovini 2008. dodatnih 250–300 miliona evra (0,8% BDP-a), a 2009. novih milijardu evra (2,5% BDP-a). Već to je dovoljno da se napravi značajan budžetski deficit i inflacija dalje ubrza. S druge strane dolaze i ekstremni zahtevi gde se predlaže smanjenje stope poreza na dodatu vrednost za jednu trećinu, kao i smanjenje fiskalnog opterećenja zarada sa sadašnjih 64% na 35–40%, što podrazumeva veliko smanjenje javnih prihoda za 5–6 procentnih poena od BDP-a. Teško da se ovaj predlog može ozbiljno razmatrati.

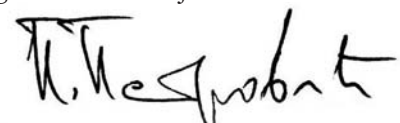
Stoga posmatrano u širokoj perspektivi, ova Vlada stoji pred sledećim izazovima: s jedne strane je visoka inflacija koja, da bi se obuzdala, traži značajno usporavanje potrošnje. S druge strane su predizborna obećanja o rastu

javne potrošnje i smanjenju poreza, koja nepogrešivo vode daljem razbuktavanju inflacije. Kratkoročni ‘dobitak’ Vlade i dela stanovništva usled rasta potrošnje – biće brzo višestruko poništen visokom inflacijom, a potom i velikim troškovima njenog obuzdavanja. Nova Vlada bi trebalo da bude bar toliko odgovorna da gleda na horizont duži od godinu dana.

Time što smo izazvali veći problem – visoku inflaciju, nismo rešili dugo prisutan problem – veliki deficit tekućeg računa sa inostranstvom, već smo ga samo gurnuli u stranu. Problem tekućeg deficita se sada zaoštava jer za razliku od prethodnih godina, kapitalni priliv u prvom kvartalu 2008. jedva da je dovoljan da ga pokrije (vidi odeljak 6 “Platni bilans i spoljna trgovina”). Kolebanja oko pridruživanja EU mogu dalje smanjiti kapitalni priliv i izazvati platno–bilansnu krizu praćenu naglim padom dinara. Kolateralni gubitnik nedovoljnog kapitalnog priliva, pre svega odustva većih privatizacija u 2008. – biće i budžet, jer će morati da se okrene zaduživanju da bi pokrio svoj deficit u drugoj polovini godine.

Fiskalno prilagođavanje, tj. relativno smanjenje javne potrošnje i ostvarivanje fiskalnog suficita, presudno je za srednjoročnu stabilnost srpske privrede a stoga i za brz privredni rast kao i rast zaposlenosti. Tekstovi u rubrici “Pod lupom” u ovom broju *Kvartalnog monitora* se upravo bave određenim aspektima fiskalnog prilagođavanja. Tako se u Lupi 1 analizira do sada zanemaren aspekt lokalnih finansija u Srbiji, i pokazuje da značajni problemi mogu da dođu sa tog nivoa, usled velikog rasta njihove potrošnje i rezultirajućeg fiskalnog deficita na lokalnom nivou. Osim toga, kada se vrati imovina opštinama i gradovima, povećava se mogućnost njihovog zaduživanja a stoga i potrošnje. Sledi da je ubuduće neophodno znatno bolje praćenje i kontrola javnih finansija na lokalnom nivou, kako on ne bi bio glavni izvor konsolidovanog fiskalnog deficita.

Penzije su bolna tačka javne potrošnje u mnogim zemljama, a videli smo i trenutno “vruće” pitanje za novu Vladu Srbije. U Lupi 2 se analizira jedan aspekt reforme penzionog sistema: uvođenje obaveznih privatnih penzijskih fondova, razmatrajući pre svega trošak uvođenja tog sistema u Srbiju.



# TRENDOVI

## 1. Pregled

Prvi kvartal obeležavaju značajne unutrašnje i spoljne neravnoteže koje se ogledaju u visokoj inflaciji i visokom deficitu tekućih plaćanja. Ni visoka inflacija ni visok deficit tekućih plaćanja nisu nove vesti u ekonomiji Srbije, pa za makroekonomska kretanja koja smo evidentirali u Q1 možemo reći da najvećim delom predstavljaju samo inerciju prethodnog kvartala. Ono što je zabrinjavajuće je da povećanja referentne kamatne stope koja NBS odlučno preduzima u cilju usporavanja rasta inflacije još uvek ne dovode do željenih rezultata. Dilema koja ostaje nakon ovog broja QM-a jeste: da li sprovedene mere ovaj put nisu imale uticaj na obuzdavanje inflacije, ili je njihovo delovanje sprečilo razvoj još nepovoljnije situacije.

Od pozitivnih makroekonomskih kretanja iz Q1 izdvajamo visok privredni rast, ubrzanje izvoza, održiv realni rast zarada – nešto niži od rasta privredne aktivnosti – i umereno restriktivnu fiskalnu politiku. Na drugoj, negativnoj, strani treba uz visoku inflaciju i deficit tekućeg računa ukazati i na smanjenu aktivnost na finansijskom tržištu i značajan pad indeksa Beogradske berze.

Međutim i ovaj put je teško podeliti makroekonomska kretanja na ona koja su potpuno pozitivna ili ona potpuno negativna. Rast privrede u Q1 jeste visok, ali privredna aktivnost blago usporava. Oporavak poljoprivredne proizvodnje nakon suše iz 2007. će do kraja 2008. najverovatnije prikrivati trend usporavanja ostatka privrede. Ubrzanje rasta izvoza do kog je došlo u Q1 nije nastalo usled povećanja konkurentnosti i izvozne tražnje za proizvodima iz Srbije, već usled otklanjanja egzogenih kočnica. Konkretno – u Q4 je završen remont *visoke peći dva* u kompaniji US Steel Serbia i gotovo da je samo oporavak izvoza gvožđa i čelika doveo do ubrzanja ukupnog izvoza u Q1. Realni rast zarada ima relativno niske međugodišnje stope rasta, ali se zarade iz Q1 2008. pored sa visokim zaradama iz Q1 2007. kada je došlo do njihovog ekstremnog povećanja. Fiskalna politika je u Q1 bila umereno restriktivna, ali će se do kraja 2008. godine suočavati s krupnim izazovima.

Ni negativni trendovi nisu potpuno jednoznačni. Visoka inflacija je u Q1 diktirana rastom cena svega dve grupe proizvoda – prehrambenih proizvoda i energenata – dok ostatak cena, bar u Q1, nije rastao ni približno istim tempom. Deficit tekućeg računa je u Q1 još uvek bio pokriven kapitalnim prihodima, te je platni bilans i pored značajnog pogoršanja zadržao blagi suficit. Pad domaće berze, ispraćen je sličnim, mada nešto manjim padom berzi u okruženju, koji je posledica globalne finansijske krize, te i u ovom slučaju moramo zadržati određenu dozu opreza prilikom tumačenja nepovoljnog trenda.

U Q1 smo registrovali i značajnu depresijaciju domaće valute koja je zaustavljena sredinom marta. Postoje indicije da domaća tražnja, nakon iscrpljivanja efekata fiskalne ekspanzije iz Q4 2007. u januaru i februaru, u martu i aprilu značajno usporava. Razlog za usporavanje domaće tražnje nalazimo, uz već spomenuto usporavanje realnog rasta zarada i umerenu fiskalnu restriktivnost, i u usporavanju prirasta kredita, i to onog njihovog “najopasnijeg” dela – gotovinskih i potrošačkih kredita.

Posmatrajući po poglavljima Trendova QM-a pregled počinjemo od međunarodnog okruženja. Ovo poglavlje dobija sve veći značaj budući da globalni tokovi, cene nafte i prehrambenih proizvoda, značajno utiču na ekonomiju Srbije. Srbija je i po većini makroekonomskih pokazatelja postala vrlo slična ostalim zemaljama iz regiona, te nam njihova iskustva i problemi pomažu da bolje sagledamo našu situaciju.

Svetska ekonomija nastavlja trend usporavanja privredne aktivnosti, ali nakon završetka Q1 postoji mnogo više optimizma nego na njegovom početku. Kriza nastala u SAD pogađa svetsku ekonomiju u manjoj meri nego što je bilo očekivano. Razlog za takvu “rezistentnost” svetske

ekonomije je povećano učestće zemalja u razvoju – prvenstveno Kine i Indije – do kog je došlo u poslednjih dvadesetak godina kada ove zemlje ostvaruju izuzetan ekonomski rast. Globalna inflacija je u Q1 dostigla devetogodišnji maksimum. Cena nafte i dalje zadržava trend visokog rasta i po najnovijim podacima prelazi granicu od \$130. U Istočnoj Evropi i okruženju povećan je rizik nastanka finansijske krize pre svega zbog značajnih spoljnih neravnoteža.

Inflacija u Srbiji u Q1 je visoka (11,6% na godišnjem nivou). Visokoj stopi inflacije u Q1 doprinose činioci sa strane ponude i sa strane tražnje. *Sa strane ponude* na rast cena uticali su poskupljenja naftnih derivata, struje i prehrambenih i poljoprivrednih proizvoda. *Sa strane tražnje*, inflaciju je podsticala izuzetno velika fiskalna ekspanzija skraj prethodne godine, kao i nastavak kreditne ekspanzije. Bazna inflacija je u Q1 iznosila 5,8% na godišnjem nivou. Najviši rast u baznoj inflaciji ostvaruju cene pripadajućih prehrambenih proizvoda, ali smo u Q1 uočili i blago ubrzanje rasta cena neprehrambenog dela bazne inflacije. U aprilu snažno ubrzava kako ukupna, tako i bazna inflacija, a trendovi uočeni u Q1 postaju još vidljiviji. Iako je i aprilska inflacija najvećim delom posledica činilaca sa strane ponude – visokog porasta cena poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda, sada i neprehrambeni deo bazne inflacije beleži zabrinjavajuće visok porast. Dinar je u Q1 slabio prema evru. Do sredine marta zabeležena je nominalna depresijacija od oko 5%. Kao posledica mera NBS (podizanje referentne stope i promene sastava obaveznih rezervi), dinar od sredine marta do kraja aprila ponovo ojačava prema evru, da bi u nedelji pred izbore naglo oslabio. Nakon izbora se kurs ponovo oporavlja.

Zaposlenost registrovana kod pravnih lica nastavlja da opada između septembra 2007. i marta 2008, dok podaci o broju preduzetnika u martu 2008. još uvek nisu raspoloživi. Najveći pad zaposlenosti je u prerađivačkoj industriji, a prate ga sektori hotela i restorana i saobraćaja, dok je broj zaposlenih u javnom sektoru uglavnom stabilan. Broj registrovanih nezaposlenih nastavlja da pada. Dok i formalna zaposlenost i nezaposlenost padaju, raste kontingent neaktivnog stanovništva. Realni rast plata značajno usporava – u Q1 on iznosi 5,2% u odnosu na 14,6% za celu 2007. godinu. Plate su u aprilu malo iznad proseka Q1, ali još uvek u skladu s rastom privrede – njihov realni rast iznosi 5,5%. Najveći rast realnih bruto plata u Q1 bio je u sektoru hotela i restorana, a najveći pad u finansijskom posredovanju, ali se u aprilu taj trend obrnuo. U javnom sektoru plate usporavaju s rastom u odnosu na 2007, a jedinični troškovi rada u privredi bez države i poljoprivrede – nastavljaju s međugodišnjim opadajućim trendom

Privredna aktivnost u Q1 zadržava visok rast. Rast BDP u Q1 procenjujemo na oko 7,6%. Domaća tražnja je i u Q1 osnovni pokretač privrednog rasta u kom prednjače usluge, ali s oporavkom izvoza i poljoprivrede u Q1 dolazi do ubrzanja rasta materijalne proizvodnje. U Q1 je došlo do usporavanja realnog rasta zarada i prirasta kredita koje u sadejstvu s umerenom fiskalnom politikom najavljuju usporavanje domaće tražnje u narednim kvartalima. Imajući to u vidu očekujemo usporavanje dela privredne aktivnosti koji se oslanja na domaću tražnju. U suprotnom smeru će najverovatnije delovati visok rast poljoprivrede u 2008. koji se procenjuje na oko 10%, i dela proizvodnje koji se oslanja na izvoz. Analiza jediničnih troškova rada u evrima ukazuje da u Q1 nije došlo do gubitka međunarodne konkurentnosti privrede. Industrijska proizvodnja je u Q1 za 6% viša u odnosu na isti period prethodne godine, ali već martovski podaci ukazuju na usporavanje koje se nastavlja i u aprilu.

Platnobilansna pozicija Srbije u Q1 se pogoršava. Nakon dužeg perioda (poslednjih 14 kvartala, s izuzetkom Q1 2007) u kom smo beležili snažan rast deviznih rezervi, u Q1 rast deviznih rezervi – saldo platnog bilansa – značajno usporava, i iznosi svega 29,3 miliona evra. To ukazuje na promenu trenda, i moguću ugroženost platnobilansne pozicije, pre svega zbog – i dalje značajnog rasta deficita tekućeg računa i neizvesnosti vezane za održivost daljih kapitalnih priliva. Izvoz u Q1 se donekle oporavlja nakon značajnog usporavanja u drugoj polovini 2007. Uvoz usporava rast, ali navedene promene u trendovima izvoza i uvoza još uvek nisu dovoljne da dovedu do smanjenja trgovinskog deficita. Prema podacima NBS, deficit tekućeg računa u Q1 iznosi visokih 15,4% BDP-a. Objavljeni podaci pokazuju manji deficit tekućeg računa od onog iz Q4 2007, ali je to smanjenje isključivo posledica promene metodologije koju Narodna banka Srbije koristi, a ne stvarnog poboljšanja u tekućim transakcijama.



U Q1 2008. godine fiskalna politika je bila umereno restriktivna. Realni nivo konsolidovanih javnih prihoda bio je za 6,5% viši u odnosu na isti period prethodne godine, dok je realni nivo konsolidovanih javnih rashoda bio za 6% viši nego i istom kvartalu 2007. Kao rezultat navedenih kretanja prihoda i rashoda ostvaren je suficit od 3,4 milijarde dinara, što je približno 0,5% kvartalnog BDP. Fiskalna kretanja ukazuju da je u Q1 prekinuta fiskalna ekspanzija iz Q4 2007. godine. Relativno povoljna kretanja u javnim finansijama na početku 2008. delimično su rezultat sezonskih faktora. Naime u Q1 se ostvaruju visoki prihodi po osnovu visoke potrošnje u Q4 prethodne godine (PDV, akcize), dok je nivo rashoda ispod proseka. Podaci o izvršenju budžeta Republike Srbije u aprilu i prvoj polovini maja ukazuju da je fiskalna ekspanzija bila minimalna, za razliku od predizbornih kampanja krajem 2003, 2006 i 2007. godine. Ipak, fiskalna politika će se do kraja 2008. godine suočavati s krupnim izazovima.

Monetarna politika pokušava da povećanom restriktivnošću odgovori na visoku inflaciju. Narodna banka Srbije je u Q1 podizala referentnu kamatnu stopu u više navrata, ukupno za 4,5 procentnih poena. Budući da je u istom periodu kurs depresirao, a inflacija ostala na visokom nivou, nije se postiglo i znatno povećanje stepena restriktivnosti monetarne politike. Trend ubrzanja rasta nominalnog M2 iz 2007, u Q1 se zaustavlja, dok realni 12-m rast M2 nastavlja da usporava. Monetarni rast u Q4 posledica je porasta neto strane aktive i rasta kredita nedržavnom sektoru. U Q1 dolazi do usporavanja rasta kredita nedržavnom sektoru, pri čemu banke plasiraju novih 614 miliona evra u kredite privredi i stanovništvu, što je približno isti iznos kao i u Q4 2007. Četiri petine novih kredita stanovništvu odnosi se na stambene kredite, a potrošačkih i gotovinskih kredita je sve manje. Preduzeća nastavljaju da se zadužuju u inostranstvu za novih 590 miliona evra. Izvore za nove plasmane banke nalaze u oslobađanju sredstava sa depozita banaka kod NBS, novoj deviznoj štednji i dokapitalizaciji. Banke manjim tempom plasiraju u repo operacije, novih 116 miliona evra, iako NBS podiže referentnu kamatnu stopu. Primarni novac se smanjuje u Q1 kao posledica povećanja državnog depozita kod NBS i sterilisanja putem repo tržišta.

U Q1 2008. došlo je do značajnog pada obima prometa na domaćem tržištu akcija i obveznica. U odnosu na prethodni kvartal vrednost prometa akcijama i broj obavljenih transakcija pali su za 50,5 %, odnosno 40,5%, dok su obim i promet obveznicama SDS smanjeni za oko 49% i 45% respektivno. Indeksi Beogradske berze dostigli su svoje godišnje minimume i izgubili između 19% i 25% svoje vrednosti. Pad kako indeksa domaće berze, tako i indeksa berzi u okruženju, posledica je globalne finansijske krize zbog koje svetski investitori imaju povećanu averziju ka riziku. Veći pad indeksa Beogradske berze od indeksa ostalih berzi u regionu ukazuje da je politička nestabilnost dodatno uticala na negativan trend. Svi domaći investicioni fondovi zabeležili su smanjenje vrednosti investicione jedinice, ali procentualno manje nego što je gubitak indeksa Beogradske berze u istom periodu. Mere monetarne politike NBS podigle su nominalne prinose na 2w repo operacije za čitavih 450bp u Q1, dodatnih 125bp tokom Q2, tako da je referentna stopa na nivou od 15,75%. Ovaj rast je krajem Q1 "izvukao" i realne prinose na repo iz negativne zone, merene kako u odnosu na inflaciju tako i u odnosu na kretanje kursa evro/dinar. Još jedna posledica podizanja referentne stope NBS je i paralelno pomeranje krive prosečnih prinosa na obveznice SDS. Sama kriva ostaje kao i u Q4 invertovana – veće prinose imaju obveznice čije je prispeće u skorijem vremenu.

## 1. Pregled

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2008<sup>1)</sup>

	Godišnji podaci				Kvartalni podaci				
	2004	2005	2006	2007	2007				2008 Q1
					Q1	Q2	Q3	Q4	
<b>Cene i kurs</b>	<b>međugodišnji rast<sup>2)</sup></b>								
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	12,7	6,8	5,8	4,7	6,5	9,1	11,3
Maloprodajne cene - bazna inflacija <sup>3)</sup>	7,9	14,8	10,3	3,9	4,7	3,0	2,9	4,6	6,4
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) <sup>4)</sup>	100,5	100,0	92,1	98,4	86,2	86,3	83,2	80,8	82,5
Nominalni kurs dinar/evro <sup>4)</sup>	72,62	82,92	84,19	79,97	79,98	81,07	80,03	78,81	82,65
<b>Privredna aktivnost</b>	<b>međugodišnji realni rast<sup>2)</sup></b>								
BDP (u mlrd. dinara)	1.431	1.747	2.042	2.393	...	...	...	...	...
BDP	8,4	6,2	5,7	7,5	8,1	7,5	7,2	6,9	7,6
Nepoljoprivredna BDV	7,5	6,3	7,9	9,5	8,9	9,5	9,0	10,0	7,9
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	4,7	3,7	4,8	5,2	3,5	0,4	6,0
Prerađivačka industrija	9,7	-0,7	5,3	4,2	8,5	4,9	3,3	-0,1	4,4
Prosečna mesečna neto plata (u din)	14.108	17.478	21.745	27.785	25.103	27.165	28.019	30.855	30.007
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2,047	2,056	2,028	1,998	2,002	1,999	1,997	1,995	1,989
<b>Fiskalni podaci</b>	<b>u % BDP</b>				<b>međugodišnji realni rast</b>				
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	15,2	8,4	7,9	6,2	6,5
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	11,0	7,1	11,3	10,5	5,5
	<b>u mlrd.dinara</b>								
Konsolidovani bilans (def. GFS) <sup>5)</sup>	17,5	11,5	-36,5	-43,0	1,7	18,2	-8,8	-54,2	3,4
<b>Platni bilans</b>	<b>u milionima evra, tokovi<sup>2)</sup></b>								
Uvoz robe	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-2.829	-3.098	-3.236	-3.695	-3.489
Izvoz robe	2.991	4.006	5.111	6.444	1.383	1.594	1.731	1.736	1.666
Bilans tekućeg računa <sup>6)</sup>	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-1.186	-806	-1.346	-1.656	-1.165
u % BDP <sup>6)</sup>	-11,1	-8,6	-12,6	-16,7	-18,4	-11,3	-17,5	-19,3	-15,4
Bilans kapitalnog računa <sup>6)</sup>	2.377	3.863	7.635	7.635	1.161	1.233	1.705	2.027	1.218
Strane direktne investicije	773	1.248	4.348	1.942	614	-5	539	795	729
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje)	229	1.857	4.240	941	-191	407	465	260	29
<b>Monetarni podaci</b>	<b>u milionima dinara, stanja na kraju perioda<sup>2)</sup></b>								
NBS neto sopstvene rezerve <sup>7)</sup>	103.158	175.288	302.783	400.195	327.997	348.471	361.861	400.195	420.508
NBS neto sopstvene rezerve <sup>7)</sup> , u mil.evra	1.291	2.050	3.833	5.051	4.021	4.410	4.589	5.051	5.109
Kreditni nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	666.007	732.402	786.873	842.512	908.598
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	293.195	307.783	336.109	381.687	410.836
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	35,4	30,7	29,7	27,8	26,2
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	24,9	15,2	17,8	19,1	24,9	22,0
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	30,5	32,6	33,0	35,0	36,9
<b>Finansijska tržišta</b>									
BELEXline, vrednost indeksa <sup>8)</sup>	1.161	1.954	2.658	3.831	4.220	4.456	4.431	3.831	3.068
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) <sup>9)10)</sup>	423,7	498,8	1.166,4	2.004,4	529,4	644,8	386,7	443,5	210,8

Izvor: FREN.

1) Detaljni podaci (mesečne serije) dati su na internet stranici, www.fren.org.yu.

2) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

3) Bazna inflacija meri kretanje cena proizvoda i usluga koje nisu pod administrativnom kontrolom već se slobodno formiraju na tržištu.

4) Računica zasnovana na 12-m prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.

5) Ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).

6) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita tekućeg računa, i do višeg sakda kapitalnog računa. U Q1 dolazi do međugodišnjeg rasta deficita tekućeg računa. Detaljnije objašnjenje je dato u odeljku 6, Platni bilans i spoljna trgovina.

7) NBS neto sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbira deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politike.

8) Vrednost indeksa na poslednji dan posmatranog perioda.

9) Ukupna vrednost prometa na Beogradskoj berzi, obuhvata vrednost prometa akcijama i obveznicama SDŠ.

10) Za preračunavanje prometa na tržištu akcija iz dinara u evre korišćen je srednji kurs za posmatrani period.

## 2. Međunarodno okruženje

Svetska ekonomija nastavlja trend usporavanja privredne aktivnosti. Međunarodni monetarni fond je korigovao prognozu rasta svetske privrede u 2008. za 0,4% nadole i on sada iznosi 3,7%. Američka privreda je u Q1 ostvarila nizak privredni rast, ali je on ipak ohrabrujući budući da su prognoze bile još nepovoljnije. Nakon Q1 smanjena je verovatnoća da će ekonomija SAD zapasti u duboku recesiju. Privredni rast je u evrozoni bio natprosečan, pre svega zbog veoma visokog rasta nemačke privrede. Japan je takođe ostvario neočekivano visok rast privrede usled visoke tražnje azijskih zemalja. Natprosečan rast u evrozoni i Japanu se najverovatnije ipak neće nastaviti sličnim tempom. U Istočnoj Evropi i okruženju povećan je rizik nastanka finansijske krize. Globalna inflacija je u Q1 dostigla devetogodišnji maksimum. Cena nafte i dalje zadržava trend visokog rasta i po najnovijim podacima prelazi granicu od \$130.

**Tabela T2-1. Svet: privredni rast i inflacija, 2005–2008<sup>1)</sup>**

	Realni BDP							Troškovi života			
	realni rast			realni rast, desezonirano anualizovano				u odnosu na prethodnu godinu			
	2005	2006	2007	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008
	<b>u %</b>										
Svet ukupno	3,2	3,6	3,4	3,9	4,4	2,7	2,5	2,4	2,3	3,5	4,0
od čega:											
SAD	3,5	3,0	2,2	4,0	4,9	0,6	0,6	2,7	2,5	4,0	4,1
Kanada	2,9	2,8	2,5	3,4	2,9	0,8	0,0	2,2	2,6	2,4	1,8
Japan	2,7	2,2	2,1	0,5	1,3	3,7	3,3	-0,1	-0,1	0,5	1,0
Kina	10,2	11,1	11,4	15,7	8,9	9,1	10,5	3,6	4,2	6,6	8,0
Indija	8,4	9,4	8,7	9,6	8,4	5,3	8,2	6,3	5,8	5,5	5,8
Evro zona	1,5	2,9	2,7	1,4	3,1	1,4	3,0	1,9	1,9	2,9	3,4
Nemačka	1,1	3,1	2,6	1,0	2,7	1,1	6,3	2,0	1,4	3,1	3,1
Francuska	1,2	2,2	1,9	1,3	3,2	1,4	2,6	1,3	1,5	2,5	3,3
Velika Britanija	1,9	2,8	3,1	3,4	2,7	2,4	1,6	2,6	2	2,1	2,4
Italija	0,1	1,9	1,7	0,4	1,7	-0,8	1,6	1,9	1,9	2,6	3,3
Rusija	6,4	6,7	8,1	10,0	7,4	13,0	-3,0	8,1	7,8	11,5	12,9
Bugarska	5,5	6,0	6,1	6,6	4,5	6,9	...	4,7	11,1	11,2	12,4
Rumunija	4,1	6,9	6,0	5,6	5,7	6,6	...	3,8	5,5	6,7	8,0
Mađarska	4,1	3,8	1,3	0,2	0,8	0,4	1,2	8,6	7	7,1	6,9
Hrvatska	3,8	5,0	5,6	6,6	5,1	3,7	...	2,1	2,9	4,9	5,9
Makedonija	3,8	4,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...
BIH	5,0	...	...	...	...	...	...	0,3	0,9	4,5	6,5
Srbija	6,2	5,7	7,5	7,6	7,5	6,9	7,6	4,8	6,6	9,1	11,3

Izvor: Eurostat, JPMorgan, National Bank of Bulgaria, National Bank of Romania, National bank of Republic Macedonia, National bank of Croatia.

1) Za Srbiju, Makedoniju, Bosnu i Hrvatsku, stope rasta BDP nisu desezonirane anualizovane već međugodišnje.

### Svet

#### **MMF opet korigovao svetski rast u 2008. nadole**

Usporavanje američke ekonomije i problemi u finansijskom sektoru negativno su uticali na svetsku ekonomiju. MMF je korigovao procenu globalne stope privrednog rasta u 2008. smanjivši je za 0,4% i ona sada iznosi 3,7 procenta. Očekuje se usporavanje privrede SAD-a, evropskih ekonomija, kao i sporiji ali i dalje zadovoljavajući rast zemalja u razvoju.

#### **Globalna inflacija nastavlja da raste...**

Globalna inflacija je u martu dostigla devetogodišnji vrhunac od 4,1% na godišnjem nivou. Inflacija je u većini zemalja van komfornih zona koje određuju od strane centralne banake. Za razliku od SAD-a, gde su kamate agresivno smanjene – u ostalom delu sveta se uglavnom održavaju na istom nivou ili blago podižu, upravo zbog opasnosti od inflacije.

#### **...sirovine i nafta poskupljuju i doprinose inflaciji**

Cene sirovina su u porastu. Gotovo sve sirovine su zabeležile rast cena u prethodnih godinu dana i taj trend se nastavlja. Nafta je prešla cenu od 130 dolara po barelu, a indeks poljoprivrednih proizvoda je porastao oko 60% na godišnjem nivou. Kako postoji određeni "time lag" između rasta cena ovih proizvoda na berzama, i njihovog prenošenja na proizvode u maloprodaji, inflacija će se

## 2. Međunarodno okruženje

i u narednom kvartalu povećavati. Finansijska kriza u Americi i obaranje stope FED-a uticali su da dolar depresira, što je zajedno sa slabim odgovorom proizvođača sirovina na povećanu tražnju, dovelo do ovako značajnog rasta cena sirovina.

Problemi koji su započeli na tržištu nekretnina, imaju negativan uticaj na realnu ekonomiju, ali još razorniji efekti mogli su se odraziti na finansijska tržišta. Izbegnut je fijasko, Bear Stearns je bio na ivici bankrota, ali ga je uz pomoć FED-a kupio JP Morgan. Da je Bear Stearns bankrotirao, to bi unelo potpunu pometnju u sadašnji finansijski sistem. Dodelo bi se u pitanje da li je evaluacija mnogih drugih firmi ispravna, što bi moglo da raširi paniku i „zamrzne“ kreditna tržišta, a o posledicama samo možemo da nagađamo.

### **Zemlje u razvoju beleže visoke stope rasta**

Ekonomski rast u zemljama u razvoju, iako delimično usporen krizom u SAD, i dalje je na visokom nivou. Zemljama u razvoju ne preti opasnost od značajnog usporavanja privrednog rasta, već, zbog rasta cena sirovina i prehrambenih proizvoda, od inflacije. Visok rast cena hrane posebno ugrožava siromašnije zemlje. Rast cena sirovina je, međutim, zemljama izvoznicama poboljšao „terms of trade“ i ojačao domaće valute. S druge strane diversifikovali su njihovu proizvodnu bazu, sada je veći udeo prerađivačke industrije u ukupnom izvozu. To znači, da su prihodi preduzeća veći nego ranije kada su uglavnom izvozili neprerađene sirovine. Sada je i rizik da dođe do kontrakcija njihovih privreda, ukoliko cene sirovina na svetskim berzama krenu da padaju, manji nego ranije zbog pomenutih strukturnih promena. Takođe, trgovina među samim zemljama u razvoju je povećana, pa smanjenje tražnje razvijenih zemalja nije imalo toliko negativan uticaj kao tokom ranijih kriza. Agresivan rast nastavljaju „velike“ zemlje u razvoju, Kina, Indija, Rusija i Brazil.

### **Sjedinjene Američke Države**

#### **Smanjen rizik od duboke recesije**

Rast BDP-a u SAD je u prvom kvartalu na godišnjem nivou bio identičan kao u Q4 prethodne godine i iznosio je 0,6%<sup>1</sup>. Američka privreda nastavlja nizak rast, iako su pre objavljivanja rezultata postojale pojedine procene da je ekonomija SAD već u recesiji. Privredni rast je ipak značajno smanjen – sa 3% u 2006. na 2,2% u 2007, a u Q1 2008. iznosio je 0,6%.

Smanjena aktivnost u građevinarstvu zajedno s nižim investicijama i ličnom potrošnjom usporava realni rast. Građevinska aktivnost je smanjena pre svega zbog uslova na kreditnom tržištu, koji smanjuju masu odobrenih stambenih kredita. Takođe, izgradnja poslovnih objekata koja je beležila veoma visoke stope rasta pri kraju godine, opala je za 6,2% u Q1. Pored građevinarstva, i lična potrošnja je odgovorna za ovakav rezultat u Q1. Kupovina automobila i potrošne robe opala je za 6% u Q1. Finansijska situacija pogoršala je uslove kreditiranja i smanjila likvidnost, a mere FED-a, praćene agresivnim smanjenjem referentne stope (sada je 2%) nisu u potpunosti normalizovali situaciju.

#### **Bazna inflacija van FED-ove komforne zone**

Rast cena nafte dao je podsticaj inflaciji, iako je delovao i na smanjenje tražnje. Ukupna inflacija je na godišnjem nivou 3,9% u aprilu. U Q1 ukupna međugodišnja inflacija je iznosila 4,1%. Bazna inflacija je u Q1 iznosila 2,4%, što je iznad granice FED-ove komforne zone između 1% i 2%. Referentna stopa ostaće najverovatnije na nivou od 2% još neko vreme, jer bi u ovom trenutku s obzirom na neizvesnost povodom cene nafte, njeno dalje spuštanje više uticalo na inflaciju nego pomoglo privredni rast.

#### **Trgovinski deficit se normalizuje**

Jedina oblast gde već duže vreme ima pozitivnih promena, usled slabog dolara, jeste trgovinski deficit. Često pominjani problem neravnoteže američke potrošnje i uvoza, polako se koriguje putem manje potrošnje i slabog dolara. Ukupni deficit bio je u Q1 178,9 milijardi dolara, s tim što su krajem kvartala izvoz i uvoz oslabili zajedno, ali je ipak deficit u martu u odnosu na februar smanjen za 3,5 milijardi dolara.

Nezaposlenost je opala sa 5,1% na 5%. Situacija na tržištu rada koja se pomno prati u poslednje vreme, jer ona može jasno da pokaže početak recesije, takođe je bolja nego što je očekivano. Platni spiskovi bez poljoprivrede su opali samo za 20 hiljada, iako su postojale procene da je

<sup>1</sup> JP Morgan, Desezonirana anualizovana stopa, (seasonally adjusted annual rate- saar) dalje u tekstu sve stope rasta BDP su definisane na ovaj način.

moćuć pad od preko 100 hiljada. Procenat nezaposlenosti i platni spiskovi, potvrđuju dijagnozu ekonomije SAD koja je slaba, ali recesija još uvek nije počela. Rizici od duboke recesije su nakon Q1 značajno smanjeni.

**Bear Stearns bio na ivici bankrota, izbegnut finansijski fiasco**

Međutim, verovatno najbitniji događaj u poslednjem kvartalu u ekonomiji SAD je činjenica da je poznata investiciona banka Bear Stearns bila na ivici bankrota, što je istorijski presedan. Da je Bear Stearns bankrotirao, desila bi se neka vrsta „cunamija na finansijskim tržištima“. Warren Buffet trenutno najbogatiji čovek sveta i najugledniji fond menadžer, prokomentarisao je da bi efekti tog bankrotstva bili „nešto što Amerika do sada nije videla“. Epizoda sa Bear Stearnsom je vešto rešena, ali je strah da su banke nesolventne i dalje prisutan. Kako je deo gubitka na vanbilansnim pozicijama, još se ne znaju ukupni gubici banaka od ulaganja u strukturne finansijske derivate povezane s tržištem nekretnina. „Spasavanje“ Bear Stearnsa takođe može dati pogrešan signal finansijskim tržištima i dovesti do ponovnog povećanja rizičnih akcija učesnika.

Kad je reć o prognozama osnovna pitanja su još uvek vezana za moguću recesiju. Neizvesno je koliko dugo će sadašnje usporavanje američke privrede trajati i kog će biti intenziteta. U skorijoj istoriji recesije su u Americi kratko trajale i bile su blage. Pretpostavka većine ekonomista jeste da ako do recesije i dođe, ona neće biti jaćeg intenziteta i dugotrajna. Međutim, kao i uvek postoje određene razlike u odnosu na prethodne recesije što otežava prognoze.

**Kontraktacija tržišta nekretnina prethodila recesijama u SAD**

Pad na tržištu nekretnina prethodio je u osam od deset recesija nakon Drugog svetskog rata. Obično je rast kamatne stope bio praćen padom stambenih kredita, cena kuća i potrošnje. U poslednjem slučaju situacija je bila drugaćija, jer su stambeni krediti finansirani putem strukturnih derivata, uslovi dobijanja kredita su olakšani, a regulacija snižena. To je dovelo ne samo da daljeg davanja kredita i rasta cena kuća, iako je kamata povećana, već je taj proces pratila lićna potrošnja koja je imala „iluziju“ bogatstva usled rasta cena nekretnina. MMF ipak očekuje pad cena nekretnina od 14 do 22% u periodu 2007–2009, jer su zalihe neprodatih kuća velike, a cene i dalje iznad dugoroćnog trenda.

**Rezultati fiskalnih instrumenata na testu**

Takođe, pitanje je koliko će u sadašnjim uslovima fiskalna politika pomoći lićnu potrošnju i stimulisati rast, jer je državni aparat u SAD relativno mali, tako da nema previše prostora za fiskalne mere. Odbici od poreza, preko čekova koje američka vlada šalje građanima, podići će potrošnju ali pitanje je koliko. S obzirom na visoke cene benzina efekti fiskalnih olakšica će biti delimićno anulirani, jer će odbici od poreza dobrim delom biti potrošeni na kupovinu goriva. Time tražnja najverovatnije neće biti pospešena u očekivanom nivou, kao u prethodnim slučajevima kada su korišćene slične fiskalne mere.

## Evrozona

**Neoćekivan skok rasta u evrozoni...**

Rast BDP-a u Q1 u evrozoni bio je 3,0%, što predstavlja neoćekivano ubrzanje nakon niskog privrednog rasta od 1,4% u Q4 2007. Neoćekivan skok je pre svega uzrokovan visokim privrednim rastom u Nemaćkoj. Nemaćki rast je iznosio 6,3% na kvartalnom nivou zbog snažne industrijske proizvodnje i rasta investicija – građevinskoj aktivnosti je pogodovala blaga zima. Takođe, potrošnja nije imala neoćekivani pad, već rast. Zalihe su, međutim, znaćajno povećane, pa u sledećim kvartalima ne neoćekujemo nastavak rasta privrede ovim tempom.

**...ali je ubrzanje po svemu sudeći privremeno**

Ubrzanje privrednog rasta u evrozoni u Q1 je najverovatnije samo privremeno. Efekti finansijske krize iz SAD-a su se preneli na veliki broj zemalja evrozone. Španija i Italija su u Q1 ostvarile nizak privredni rast, a ubrzanje rasta u Nemaćkoj je verovatno kratkog daha. Na godišnjem nivou neoćekuje se da privredni rast u evrozoni rast bude oko 1,7%, što je znaćajno usporavanje u odnosu na ostvareni rast od 2,7% u 2007. godini.

**Privrede EU neće imati nizak rast kao SAD**

Usporavanja privrede u evrozoni u 2008. ipak neće biti toliko oštro kao u SAD. Kriza SAD-a se prelila na zapadnu Evropu preko jakih trgovinskih kanala, ali je trend jaćanja trgovine sa istoćnom Evropom, Azijom i Srednjim Istokom diversifikovao direktan uticaj SAD na evropsku ekonomiju. Glavni deo negativnog uticaja krize u SAD na zemlje evrozone oćgleda se kroz probleme finansijskog sektora. Kapitalna baza banaka je oslabljena usled ulaganja na amerićeo tržište nekretnina preko derivata. Kao posledica, poošćtreni su uslovi kreditiranja i povećane su

## 2. Međunarodno okruženje

kreditne marže, što smanjuje domaću tražnju. U Evropi se preduzeća manje finansiraju putem izdavanja akcija i obveznica u odnosu na zaduživanja kod banaka, pa su efekti finansijske krize u SAD na privredu dublji i dalekosežniji od iznosa gubitka koje su evropske banke podnele. Zajedno s manjom ponudom stambenih kredita, moguće su korekcija cena nekretnina u evropskim državama gde su one značajno iznad istorijskog trenda. Potrošači i menadžeri su pod uticajem nevolja u finansijskom sektoru i rasta cena energenata, smanjili poverenje i sklonost ka trošenju i investiranju.

**Inflacija značajno van zone ciljanja ECB**

Ukupna inflacija je visoka, iako je pala sa 3,6% u martu na 3,3% u aprilu. To je i dalje značajno iznad komforne zone od 2% koju je odredila ECB. Po prvi put nakon leta inflacija je opala, ali su značajni rizici i dalje prisutni. Stvarni trendovi inflacije u martu i aprilu su teško vidljivi, budući da je bazna inflacija ubrzala u martu, delimično i zbog toga što je i Uskrs ove godine bio u martu. Porast cena zbog Uskrsa (hoteli, restorani, odmarališta), nakon praznika se vratio na stari nivo, pa je bazna inflacija pala s martovskih 2% na 1,6% u aprilu, delimično i kao posledica suprotnog efekta "ranog" Uskrsa.

Evropska centralna banka (ECB) zadržala je referentnu kamatnu stopu na 4%. U svom saopštenju ECB je iznela – da poverenje potrošača i privrednika slabi, ali da zbog visoke inflacije nema nameru da obara kamatnu stopu, jer su rizici povećanja inflacije viši nego rizici od recesije. Prisutan je rizik lančane reakcije na visoku inflaciju, jer je nezaposlnost na najnižem nivou od početka devedesetih, a tražnja za povećanjem nadnica koju podržavaju sindikati sve je jača, posebno u Nemačkoj. Očekuje se da krajem godine inflacija padne ispod 3% zbog uticaja poređenja s višom bazom iz druge polovine 2007. i usled očekivanog usporavanja privredne aktivnosti.

Trgovinski bilans je i dalje relativno uravnotežen. Trgovinski deficit je u prva dva meseca iznosio 10 milijardi evra, što je zanemarljivo uzimajući u obzir obim spoljnotrgovinskog prometa zemalja evrozone. Podaci za mart još uvek nisu dostupni, ali se predviđa usporavanje i uvoza i izvoza uz rast blagog deficita – za koji se očekuje da će u martu iznositi sedam milijardi evra.

**ECB insistira na transparentnosti gubitaka usled vanbilansnih pozicija**

Prema prognozama, očekuje se da će privredni rast u evrozoni nastaviti da se usporava zbog uticaja ekonomije SAD-a s određenim „short lag-om“. Rast će se dodatno usporiti ukoliko evro nastavi da apresira, nastavi se rast cena nafte i dođe do dublje recesije u Americi. S druge strane, ukoliko dođe do stabilizacije cena nafte i hrane, a u isto vreme se domaća tražnja kao i tržište rada pokaže žilavijim nego što je prognozirano, rast će se brzo vratiti na potencijalni dugoročni nivo. Dobro je što Evropska centralna banka stimuliše podizanja nivoa transparentnosti gubitaka banaka, uzrokovanih ulaganjima na američko tržište nekretnina. Čim se svi gubici prebace na bilanse uspeha, time će opet biti uspostavljen efikasan sistem merenja rizika, pa će gubici usled preterane averzije ka riziku biti smanjeni.

Fiskalna politika može biti u Evropskoj uniji mnogo značajniji anticiklični instrument u odnosu na SAD, jer je državni sektor mnogo veći, a socijalna politika značajnija (safety net). U 2007. većina zemalja Zapadne Evrope je smanjila svoje fiskalne deficite. U evrozoni, ukupni deficit je opao za skoro ceo procenat i iznosio je 0,6% BDP-a. Ovome su najviše doprinele strukturne fiskalne promene u Nemačkoj i Italiji, dok je deficit u Francuskoj ostao na visokom nivou od 2,4%. Gornja granica deficita je 3% prema poslednjoj konvenciji (Stability and Growth Pact). Tako da prostora za anticikličnu politiku ima, pa se očekuje ponovno povećanje fiskalnog deficita u smislu ublažavanja sporijeg rasta privrede. Francuska, Italija i Grčka neće moći u punoj meri koristiti ove anticiklične mere, jer su im deficiti blizu granice od 3%.

### Istočna Evropa i okruženje

**Istočna Evropa se suočava s rizicima finansijske krize slične onoj u Aziji 1997.**

Međunarodni monetarni fond je izrazio mišljenje da je rizik od finansijske krize veći u Istočnoj Evropi nego u ostalim zemljama u razvoju. Domaća tražnja je u 2007. rasla značajno brže nego produktivnost, što je uticalo na rast tekućeg deficita. Obilje kredita, pojačalo je inflaciju koja ne samo da je uzrokovana rastom cena goriva i hrane, već i rastom tražnje. U nekoliko zemalja fiskalna politika je dodatno pogoršala situaciju kroz uvećanje penzija i plata u javnom sektoru.

Visok privredni rast regiona, podstaknut je pre svega plasmanom kredita iz inostranih banaka, tako da bi on lako mogao biti ugrožen smanjivanjem te vrste kredita. Da je rast podstaknut putem SDI, kao u istočnoj Aziji, rizik od finansijske krize bio bi osetno niži, jer SDI ne mogu brzo napustiti zemlju, za razliku od *bankarskih* kredita iz inostranstva. Ocenjuje se da je oko jedan trilion dolara uložen preko zapadnih banaka u Istočnu Evropu.

U Istočnoj Evropi povećani su tekući deficiti, banke su visoko zadužene u inostranstvu, konkurentnost je opala a cene akcija i nekretnina agresivno rastu. Ti faktori podsećaju na azijsku krizu 1997. Tada je kratkoročni kapital agresivno napuštao zemlje koje su imale probleme sa kursom i došlo je do finansijske krize. Ukoliko zbog finansijske krize u SAD-u, banke počnu da povlače *inostrane bankarske* kredite, posledice mogu biti ozbiljne po zemlje u Istočnoj Evropi. Pitanje je koliko brzo i u kojim veličinama krediti inostranih banaka mogu napustiti ove zemlje? Postoji nekoliko rizika koji mogu dovesti do povlačenja ili smanjenja obima tih kredita:

- (1) Rizik da se gubici banaka zbog ulaganja u SAD povećaju u budućnosti. Brzo povlačenje kredita je malo verovatno, jer osim nemačkih banaka, banke koje su značajno izložene ulaganju u problematične derivate u SAD, uglavnom ne ulažu u Istočnu Evropu. Srbija po ovom osnovu nema velik rizik jer su krediti uglavnom iz austrijskih i italijanskih banaka. Pooštavanje uslova je verovatnije jer su i ovako ti uslovi pooštreni u evrozoni od početka krize.
- (2) Konkurentnost u regionu je smanjena padom produktivnosti i politikom fiksnih deviznih kurseva, i pored visokih deficita. To dovodi u pitanje osnovni motiv investitora i povećava rizik od smanjenja kredita stranih banaka.
- (3) Za razliku od ranijih naftnih šokova, danas se oko polovina petrodolara ulaže u zemlje Istočne Evrope. Pad cene nafte bi takođe smanjio ove tokove.
- (4) Fiskalna politika bi trebalo da je najjači instrument u ovoj situaciji, a ona u većini zemalja Istočne Evrope svojim instrumentima povećava rizik. Penzije i plate u javnom sektoru se ne bi smele povećavati da bi se smanjila domaća tražnja. Takođe, kontrola u bankarskom sektoru mora biti na visokom nivou, kapitalne baze banaka moraju biti dovoljne da izdrže eventualne gubitke usled spomenutih rizika. U Srbiji, fiskalna politika, kao i do sada, zbog političke situacije može lako biti u suprotnosti sa preporukama MMF-a.

## AZIJA – Japan

**Zbog jake eksterne tražnje azijskih zemalja, Japan ostvario iznenađujuće visok rast....**

Japan se za sada pokazao dosta otpornim na efekte tekuće finansijske krize, i ispoljava drugačiju putanju ekonomskog rasta u odnosu na ostale razvijene zemlje. U Q1 privredni rast je bio natprosečno visok (3,3%), pre svega zbog rasta izvoza i investicija, ali se u sledećem kvartalu očekuje usporavanje. Glavni kanal preko kojeg će se preneti negativni uticaji finansijske krize započete u SAD na privredu Japana – jeste izvoz. Očekuje se usporavanje rasta japanskog izvoza u SAD i Evropu. Tražnja azijskih zemalja će ipak održati japanski izvoz na visokom nivou, jer na njih otpada skoro polovina japanskog izvoza, dok na SAD i EU tek oko trećina. Dokle god grupa azijskih zemalja u razvoju ne uspori privredni rast, Japan će se držati dobro.

**...ali se kao i u evrozoni očekuje usporavanje**

Drugi faktor rizika, koji će najverovatnije usporiti privredni rast u Q2 u Japanu, jeste domaća tražnja. Rast cena smanjuje ličnu potrošnju, akcije na berzi su u padu, što potom smanjuje kreditnu aktivnost banaka i povećava marže.

Situacija je u Japanu delimično olakšana malim procentom ulaganja domaćih banaka u rizične finansijske derivate u Americi, kao i time da je izdavanje građevinskih mera normalizovano, pa se očekuje rast stambenih investicija.

## Kina

Najznačajnija zemlja u razvoju, Kina, u Q1 je ostvarila robustan rast od 10,5%. I pored smanjenja eksterne tražnje i pada izvoza rast je nadoknađen povećanjem domaće tražnje. U Kini, kao i u većini zemalja u razvoju u Aziji, snažna domaća tražnja, međutim, u kombinaciji s rastućim cenama sirovina i hrane dovodi do rasta inflacije. Bolest svinja dovela je do dodatnog smanjenja

### Kina i dalje šampion globalne ekonomije

ponude hrane i rasta cena. U februaru je inflacija porasla na godišnjem nivou 8,7%, ali se u martu smanjila na 8,3%. Sada postoji realna opasnost da se inflacija prelije na zarade.

Strane direktne investicije su u Kini bile na rekordnom nivou u 2007, ali se zbog kreditne kontrakcije u razvijenim zemljama očekuje pad SDI u ovoj godini. Glavni činiac potencijalnog usporavanja privrede u Kini je izvoz u SAD i Evropu, ali je i taj uticaj osetno smanjen, budući da se trgovina među azijskim zemljama značajno povećava.

### Valute i robe

Cena nafte je opet prekoračila rekord i u maju je prešla cenu od \$130. Slabost američkog dolara, geopolitičke tenzije, posebno u Nigeriji, i pad nivoa zaliha uticali su na porast iako se tražnja smanjuje. Ako tražnja bude dalje slabila zbog visokih cena i usporavanja privrede, očekuje se da prosečna cena nafte bude ispod \$100<sup>2</sup> u sledeće dve godine.

Dolar može kratkoročno nastaviti pad i pored niskog nivoa u odnosu na evro (1,55), ali s obzirom na to da FED najverovatnije više neće obarati referentnu stopu, trend će verovatno biti uzlazan u dolazećem periodu. Nekoliko činioca može doprineti rastu dolara. Ukoliko dođe do usporavanja privrede u evrozoni, ECB može odlučiti da krajem godine spusti referentnu stopu. Američki tekući deficit se smanjuje, a s globalnim usporavanjem američki investitori će vraćati kapital u SAD. Pariska nacionalna banka (BNP) Paribas prognozira da će prosečan kurs evra prema dolaru u 2008 biti 1,37.

### Nafta strmoglavo raste, ali se očekuje pad cene na ispod \$100

#### Okvir 1. Kriza finansijskih tržišta

Sredinom 2007. godine tržište hipotekarnih zajmova u SAD upalo je u ozbiljnu krizu, koja se brzo proširila na celo finansijsko tržište, a zatim prelila i na realni sektor. Kako je do toga došlo, koje su posledice trenutne kreditne krize, i kakve su prognoze?

Realne cene kuća u SAD nisu se promenile između 1953. i 1995. Međutim, između 1995. i 2006, one su porasle za skoro 70%. To je samo jedan od indikatora koji su ukazivali da se radilo o "mehuru" cena. Tri su razloga iz kojih se "mehur" formirao. Prvi je taj što se on razvijao paralelno s "mehurom" na tržištu akcija (koji je počeo da nastaje tokom 1990-ih a pukao je 2001) Zahvaljujući tom drugom "mehuru", tražnja za kućama značajno je porasla. Naime, mnogi ljudi želeli su da potroše bogatstvo koje su stekli na berzi. Drugi razlog, koji je takođe pogurao tražnju, jeste taj što je dosta novca prebačeno sa finansijskih tržišta na tržište nekretnina, kada je "mehur" na tržištu akcija pukao 2001.

Treći razlog je složeniji. Naime, još tokom druge polovine 1990-ih, došlo je do značajnih deregulacija finansijskog tržišta u SAD. Između ostalog, država je u značajnoj meri umanjila regulaciju sektora hipotekarnih kredita. To je omogućilo hipotekarnim kompanijama (npr. Countrywide Financial) da preduzmu znatno veće rizike pri izdavanju zajmova,<sup>1</sup> što su one iskoristile da bi povećale broj zajmova dat nepouzdanim zajmoprimcima – takozvani *subprime zajmovi*.<sup>2</sup> Hipotekarni zajmovi dati ovoj kategoriji stanovništva porasli su od 5% ukupnih hipotekarnih zajmova 2002. godine, na 25% 2005. Kombinovani sa još jednom kategorijom rizičnih hipotekarnih zajmova – takozvana "Alt-A" kategorija<sup>3</sup> – ovi zajmovi činili su oko 40% ukupnih hipotekarnih zajmova.<sup>4</sup> Zajedno, oni su drastično povećali tražnju za kućama i pogurali im cene nagore.

Hipotekarne kompanije ulazile su u ovako rizične poslove takođe zahvaljujući deregulaciji finansijskih tržišta. Naime, one nisu ni planirale da zarade na davanju zajmova, već su ih odmah prodavale bankama na sekundarnom tržištu. Banke su, takođe zahvaljujući deregulaciji, u međuvremenu smislile brojne nove finansijske instrumente – izvedene hartije od vrednosti, čija je vrednost zavisila od drugih HoV. U konkrentom slučaju, banke su se zaduživale izdajući obveznice, a garancija za otplatu duga bili su prihodi koje je trebalo da dobiju od kupljenih hipotekarnih zajmova. Ove obveznice osigurane hipotekarnim zajmovima zovu se *mortgage-backed securities* (MBS).

1 Bilo da se radi o kreditima za kupovinu kuća ili o kreditima kod kojih je kuća zalag.

2 Zajmoprimci kod kojih je odnos dug/prihod veći od 55% ili odnos dug/vrednost kuće veći od 85%.

3 Zajmovi kod kojih zajmoprimac nije dao sve relevantne informacije o svojoj sposobnosti da vrati dug.

4 Poseban problem ovih zajmova je to što su mnogi od njih imali klauzulu po kojoj se kamatna stopa povećava najčešće 2 godine posle izdavanja, što je dodatno otežalo ljudima da ih otplate.



No, priča se ni tu ne završava, jer su od tako dobijenih sredstava, banke često ulazile u veoma rizične operacije na finansijskim tržištima.<sup>5</sup> Naime, ukidanjem 1999. Glass-Steagall Acta, jednog od osnovnih zakona koji su regulisali američko finansijsko tržište još od 1930-ih, komercijalnim bankama omogućena je mnogo veća povezanost (npr. udeo u vlasništvu ili čak i spajanje) sa drugim finansijskim institucijama – investicionim bankama, raznim špekulativnim fondovima, hipotekarnim kompanijama itd. Na taj način, stvoreni su brojni sukobi interesa, budući da su banke imale interesa da ulaze u rizične poslove, jer su na drugoj strani, upravo zahvaljujući njima, ostvarivale prihode.<sup>6</sup>

Međutim, čitav sistem nije mogao da se spasi činjenice da je njegova osnova – hipotekarni zajmovi – bila izrazito klimava. Kada su nepouzdana zajmoprimci počeli da ne izvršavaju svoje novčane obaveze (u drugoj polovini 2006. i prvoj polovini 2007) mogućnost banaka da servisiraju svoje dugove morala je nestati. Vrednost MBS opala je značajno. Takođe, tokom prvih nekoliko godina 2000-ih, u opticaj na finansijskim tržištima ušao je i veliki broj drugih izvedenih HoV, od kojih je veliki deo zavisio delimično ili u potpunosti od MBS. I njihova vrednost je opala. Ovakvi lanci sekjuritizacija – izdavanje HoV koje zavise od drugih HoV, koje pak zavise od trećih HoV itd. – pruneli su rizike kroz čitav finansijski sistem.<sup>7</sup> Pucanje u jednom njegovom delu, moralo se odraziti na ceo sistem.

Prognoze daljeg razvoja nisu preterano dobre. Koliko se ova kriza odrazila na finansijski sistem, govori činjenica da su finansijske institucije već otpisale oko 200 milijardi USD u svojim portfolijima, a procenjuje se da će otpisati još 400 do 800 milijardi USD. Desetine finansijskih institucija su bankrotirale, uključujući i veoma poznate kao što je Bear Stearns, koga je, uz podršku FED-a, otkupio JP Morgan. Countrywide Financial, najveća hipotekarna kompanija u SAD, izbegla je bankrotstvo jer joj je grupa banaka 16. avgusta 2007. dala hitan zajam od 11 milijardi USD. Ta kriza je u znatno većoj meri pogodila SAD nego ostatak sveta, ali ni Evropa nije bila pošteđena. Nedavno je švajcarska banka UBS otpisala oko 30 milijardi evra, a britanska vlada je nacionalizovala Northern Rock, jednu od najvećih banaka u Velikoj Britaniji, da bi sprečila njen kolaps.

Što se tiče tržišta nekretnina u SAD, računa se da će ono, do kraja 2008, izgubiti oko 7 biliona USD (malo ispod 50% američkog GDP-a). Prodaja novih kuća trenutno je na najnižem nivou u poslednjih 17 godina. Inače, aprila 2008. prodaja je bila niža za 42% nego aprila 2007. Ovo uprkos tome što je prosečna cena (merena Case-Shillerovim indeksom) opala za 14,1% u istom periodu, što je najveći jednogodišnji pad od kada se ovaj indeks sastavlja (od 1988). Vrlo je verovatno da se cene još uvek nisu vratile na svoj normalan nivo. Računa se da će preko 2,5 miliona ljudi izgubiti kuću. Oni nemaju ni mogućnost da prodaju kuću da bi otplatili dugove, jer su cene kuća sada već veoma često niže od vrednosti duga. S obzirom na značaj građevinskog sektora za celu privredu, ovo će još neko vreme imati ozbiljne posledice. Osim toga, druga nesigurnost na tržištu, i ograničena sposobnost i volja banaka da daju nove zajmove privredi, gurnule su SAD na ivicu recesije. Brz oporavak nije siguran, jer se još uvek ne zna koliki će deo aktive finansijskog sektora biti otpisan.

S obzirom na značaj američke privrede, ova kriza ukazuje na potencijalno ogroman problem. Naime, iako je devalvacija dolara, koja se trenutno dešava, s jedne strane dobra, budući da će možda, bar delimično, korigovati američki deficit platnog bilansa, ona bi mogla da dovede i do gubitka poverenja u dolar kao svetsku rezervnu valutu. Ako bi se to dogodilo naglo (nasuprot postepenom nastavku diversifikacije deviznih rezervi u korist evra), takva kriza – istovremeni pokušaj mnogih aktera da se otarase stotina milijardi dolara – mogao bi da izazove veoma ozbiljnu krizu, pogotovo uzevši u obzir nestabilnu političku situaciju u svetu.

Da bi se takve situacije izbegle u budućnosti, smatra se da je potrebno ponovo pooštriti regulaciju finansijskih tržišta i smanjiti konflikte interesa, što zahteva mere da se eliminiše, ili barem smanji, srastanje između finansijskih regulatora i finansijskih kompanija. Moraju se promeniti i podsticajne šeme za menadžere. U trenutnoj situaciji, oni se nagrađuju prema kratkoročnim performansama, npr. kvartalnim profitima. Angelo Mozila, izvršni direktor Countrywide Financijala, uprkos tome što je firmu doveo do ivice bankrota, dobio je kompenzacije u vrednosti od nekoliko stotina miliona dolara tokom poslednje decenije. Isto važi i za James Caynea, direktora Bear Stearnsa, s tom razlikom što je on svoju kompaniju i gurnuo u bankrot. Na kraju, potrebno je ponovo proceniti domete matematičkih modela za procenu rizika. Ti veoma korišćeni *risk-metrics* modeli očigledno da su podbacili u proceni rizika, jer nisu predvideli čak ni mogućnost trenutne finansijske krize.

<sup>5</sup> Na primer, davani su krediti hedge fondovima, koji su još uvek u potpunosti neregulisani i veoma rizični.

<sup>6</sup> Glass-Steagall Act uveden je, između ostalog, upravo da bi se sprečili ovakvi sukobi interesa.

<sup>7</sup> BIS banka procenjuje da je vrednost aktive koju je pokrivaio jedan od tih instrumenata – *collateralized debt swaps* (CDS) – koji je izmišljen tek krajem 1990-ih, juna 2007. dostigla 45 biliona USD.

### 3. Cene i devizni kurs

Inflacija u Q1 ostaje visoka (11,6% na godišnjem nivou), mada nešto niža nego u prethodnom kvartalu. Visokoj stopi inflacije u Q1 doprinose činioci sa strane ponude i sa strane tražnje. Sa strane ponude na rast cena uticali su poskupljenja naftnih derivata (kao rezultat visokih cena sirove nafte), struje i prehrambenih i poljoprivrednih proizvoda (koja su u Q1 ipak niža nego u prethodnom kvartalu). Sa strane tražnje, inflaciju je podsticala izuzetno velika fiskalna ekspanzija skraja prethodne godine, kao i nastavak rasta kredita. Bazna inflacija u Q1 je takođe usporila (5,8% na godišnjem nivou), pre svega zbog usporavanja stope rasta cena prehrambenih proizvoda koji ulaze u baznu inflaciju. Ali, u Q1 dolazi i do blagog porasta neprehrambenog dela bazne inflacije. U aprilu beležimo snažno ubrzanje kako ukupne, tako i bazne inflacije. Rast cena u aprilu je najvećim delom posledica činilaca sa strane ponude: najveći deo poskupljenja rezultat je visokog porasta cena poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda. Ipak, i neprehrambeni deo bazne inflacije u aprilu takođe beleži znatan porast. Dinar u Q1 slabi prema evru. Do sredine marta zabeležena je nominalna depresijacija od oko 5%. Kao posledica mera NBS (promene sastava obaveznih rezervi i podizanje referentne stope), dinar od sredine marta do kraja aprila ponovo ojačava prema evru, da bi u nedelji pred izbore naglo oslabio. Nakon izbora se kurs ponovo oporavlja.

*Inflacija u Q1 visoka, mada nešto niža nego u prethodnom kvartalu*

Inflacija je u prva tri meseca ove godine ukupno dostigla 2,8% ili 11,6% na godišnjem nivou. Ta stopa je slična onoj u poslednjem kvartalu prethodne godine (Tabela T3-1), ali i značajno viša od stope u Q1 2007. godine (kada je inflacija na godišnjem nivou bila svega 5,1%, Grafikon T3-3). Nakon blagog usporavanja inflacije koje je zabeleženo u januaru i februaru, ona je u martu ponovo ubrzala. Mesečna stopa inflacije u prva dva meseca iznosila je 0,9%, odnosno 0,7%, dok je u martu rast cena bio visokih 1,2%. Prosečna međugodišnja stopa inflacije u Q1 2008. iznosi 11,3%, dok je u prethodnom kvartalu bila 9,2%.

**Tabela T3-1. Srbija: indeks maloprodajnih cena i bazna inflacija, 2005–2008**

	Indeks maloprodajnih cena				Bazna inflacija			
	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	Međugodišnji rast	Mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	Međugodišnji rast	Mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2005</b>								
dec	107,6	17,6	2,2	22,5	106,3	14,6	0,9	18,6
<b>2006</b>								
mar	110,0	14,4	0,3	9,1	108,1	11,7	0,8	7,0
dec	114,7	6,6	0,1	2,1	112,5	5,8	0,0	1,2
<b>2007</b>								
mar	116,1	5,6	0,8	5,1	112,4	4,0	0,1	-0,4
jun	119,5	5,1	0,6	12,0	113,4	2,7	0,5	3,7
sep	122,6	7,4	0,8	10,9	115,9	3,4	1,0	9,4
okt	123,3	8,5	0,6	10,9	116,7	4,0	0,7	11,4
nov	124,7	8,8	1,1	10,4	117,5	4,5	0,7	9,7
dec	126,3	10,1	1,3	12,6	118,6	5,4	0,9	9,5
<b>2008</b>								
jan	127,5	10,7	0,9	14,2	118,9	5,7	0,3	7,7
feb	128,3	11,3	0,7	12,2	119,6	6,5	0,6	7,1
mar	129,8	11,8	1,2	11,6	120,3	7,0	0,6	5,8
apr	131,2	12,0	1,1	12,3	121,7	8,1	1,2	9,7

Izvor: RZS.

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

*Inflaciji u Q1 doprinose činioci i sa strane ponude i sa strane tražnje*

Relativno visoka stopa inflacije u Q1 ove godine može se objasniti i činiocima sa strane ponude i sa strane tražnje. Što se tiče faktora sa strane ponude, u prva tri meseca su na rast cena najviše uticala poskupljenja naftnih derivata, poskupljenje struje i nastavak visokog rasta cena poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda (Tabela T3-2). Ove četiri grupe proizvoda čine oko

40% indeksa maloprodajnih cena, a njihov doprinos rastu inflacije u Q1 je skoro 75%. Kada se ovi proizvodi isključe, ostatak indeksa maloprodajnih cena u Q1 beleži relativno skroman rast od 1,2%, tj. 5,1% na godišnjem nivou. Činjenica da je daleko najveći deo rasta cena skoncentrisan na samo četiri grupe proizvoda ukazuje – da je inflacija u Q1 i dalje pre svega posledica faktora sa strane ponude.

**Sa strane ponude najveći doprinos daje rast cena nafte...**

Poskupljenja naftnih derivata su direktna posledica visokih cena sirove nafte na svetskim tržištima. Uprkos moguće recesije u Americi i usporavanja rasta svetske ekonomije, cene nafte na svetskim berzama i dalje su veoma visoke i nastavljaju da rastu. Npr. cena nafte tipa Brent početkom marta prelazi granicu od 100 dolara po barelu, a u maju prelazi i granicu od 130 dolara. Nafta tipa Ural, koja je najrelevantnija za cene naftnih derivata u Srbiji, u martu takođe prelazi granicu od 100 dolara po barelu, da bi zatim nakratko njena cena pala, a potom nastavila da raste. Čak i kad uzmemo u obzir kretanje kursa dolara prema dinaru, evidentan je znatan porast cena nafte, koji u Q1 iznosi oko 10% (Grafikon T3-4).

**...zatim poskupljenje struje...**

U martu je došlo i do poskupljenja cena struje, koja takođe doprinosi rastu inflacije sa troškovne strane, tj. strane ponude. Cena električne energije je u martu porasla za 3,5% i doprinela ukupnom rastu cena u prvom kvartalu za nešto manje od 10%.

**...kao i relativno visok rast cena poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda**

Na kraju, u Q1 2008. nastavljen je visok rast cena poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda (mada niži nego u prethodnom kvartalu) koji je posledica globalnog trenda rasta cena tih proizvoda, loših rezultata domaće poljoprivrede u 2007. godini, i niskog stepena konkurencije u domaćoj industriji hrane i maloprodaji.

**Tabela T3-2. Srbija: izabrane komponente indeksa maloprodajnih cena i doprinos rastu inflacije, 2008**

	Učešće u Indeksu maloprodajnih cena	Doprinos porastu maloprodajnih cena u Q1 2008	Doprinos porastu maloprodajnih cena u aprilu 2008
	u %		
Ukupno	100,00	100,0	100,0
Roba	72,46	90,6	83,8
Poljoprivredni proizvodi	3,35	16,5	14,7
Industrijski proizvodi - ukupno	69,11	71,3	66,7
Industrijski prehrambeni proizvodi	19,93	17,5	62,2
Hleb i peciva	2,11	3,9	26,1
Sveže meso	2,10	2,0	2,9
Mleko sveže i prerađeno	3,39	4,3	3,4
Masnoća-biljna	1,03	0,4	12,1
Pića	4,42	5,2	4,2
Industrijski neprehrambeni proizvodi	41,22	49,0	-1,8
Električna energija	7,20	9,6	0,0
Tečna goriva i maziva	9,39	29,7	-7,2
Usluge	27,54	9,4	16,2

Izvor: RZS.

**Sa strane tražnje: fiskalna ekspanzija iz Q4 2007. i nastavak rasta kredita**

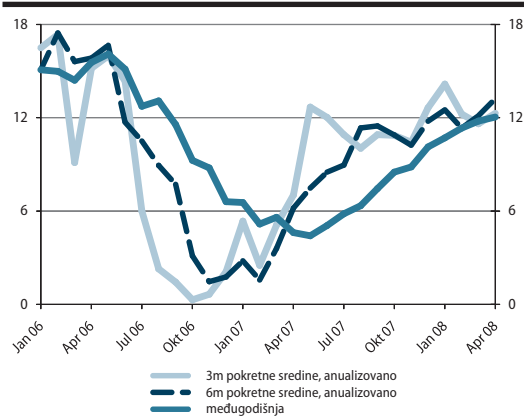
Što se tiče faktora sa strane tražnje, treba istaći snažnu fiskalnu ekspanziju skraja prethodne godine, kao i nastavak rasta kredita. Konsolidovani fiskalni deficit u Q4 2007. iznosio je čak 7% kvartalnog BDP-a. Ovako velika potrošnja države akomodirala je troškovni udar i doprinela rastu inflacije kroz rast domaće tražnje (koji se ogleda kroz pogoršanje trgovinskog deficita i/ili rast inflacije). Rastu domaće tražnje doprineo je i rast kredita, koji u Q1 iznosi oko 35% međugodišnje. Rast kredita stanovništvu u istom periodu iznosi oko 40% međugodišnje<sup>1</sup>.

**Rastu cena doprinosi i slabljenje dinara**

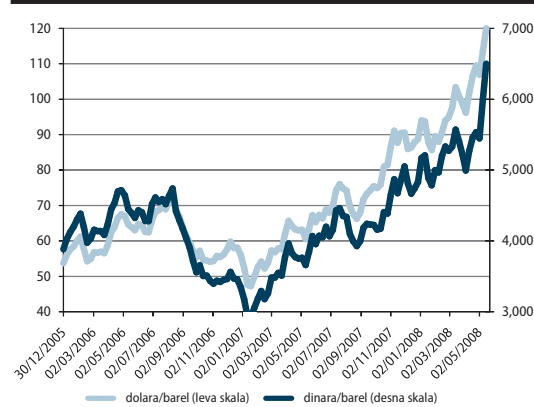
Pored navedenih faktora, treba istaći i slabljenje dinara prema evru koje dodatno doprinosi pritisku na rast cena. Dinar je od početka godine do sredine marta oslabio za oko 5,5% (Grafikon T3-12).

<sup>1</sup> Za više detalja videti odeljak 8. "Monetarni tokovi i politika".

## 3. Cene i devizni kurs

**Grafikon T3-3. Srbija: kretanje inflacije (u %), 2006–2008**

Izvor: Republički zavod za statistiku

**Grafikon T3-4. Svet: nedeljne cene nafte tipa Ural, u dolarima i dinarima, 2005–2008**

Izvor: Energy Information Administration, U.S. Department of Energy.

**U aprilu ponovo visoka stopa inflacije...**

Inflacija u aprilu beleži snažan rast od 1,1%, pa je, čini se, trend blagog usporavanja inflacije koji je zabeležen u prva dva meseca 2008. godine u martu zaustavljen i u aprilu preokrenut. Međugodišnja inflacija (u odnosu na april 2007. godine) iznosi 12,0%.

**...zbog znatnih poskupljenja prehrambenih proizvoda...**

Visoka inflacija u aprilu je i dalje uglavnom posledica faktora sa strane ponude. Najveći doprinos aprilskoj inflaciji dali su prehrambeni i poljoprivredni proizvodi, a ove dve grupe su zaslužne za čak tri četvrtine aprilske inflacije (Tabela T3-2). Poljoprivredni proizvodi su u aprilu poskupeli za 4,3% u odnosu na mart, a industrijski prehrambeni za 3,4%. Inflaciji u aprilu je doprineo i porast cena usluga, pre svega saobraćajnih usluga i usluga za obrazovanje i kulturu. Za razliku od Q1, u aprilu su naftni derivati pojeftinili (kao odraz privremenog pada cena sirove nafte, Grafikon T3-4) i time doprineli ublažavanju aprilske inflacije.

**...koja su sada u Srbiji daleko najveća među uporedivim zemljama...**

Veoma visok rast cena hrane u aprilu je još jednom skrenuo pažnju na činjenicu da cene hrane u Srbiji nastavljaju da rastu brže nego u zemljama regiona i Evrope. Rast cena hrane u Srbiji tokom prošle godine, bio je u samom vrhu evropskih zemalja. Jedino je Bugarska imala nešto viši rast cena prehrambenih proizvoda. U 2008, međutim, rast cena hrane u Srbiji se dodatno povećava i odskae od svih uporedivih zemalja. Tako je hrana samo za prva četiri meseca ove godine poskupela za čak 9,2% (Tabela T3-5). Kada posmatramo relativni porast cena hrane u odnosu na ostale proizvode, Srbija takođe znatno odstupa od ostalih zemalja (poslednje dve kolone u Tabeli T3-5). Relativni porast cena hrane u odnosu na ostale proizvode iz indeksa potrošačkih cena u Srbiji u prva četiri meseca iznosi čak 7,0%. U svim ostalim zemljama relativni porast cena hrane je ispod 3%. Iako na visok rast cena hrane u Srbiji utiču i činioci koji deluju i u ostalim zemljama regiona (globalni trend visokog rasta cena poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda i loši rezultati poljoprivrede u 2007<sup>2</sup>), ipak je ovaj rast neubičajeno visok. Najverovatniji razlog za ovo odstupanje je nizak stepen konkurencije u Srbiji, tj. nedovoljno razvijene domaće tržišne strukture u industriji proizvodnje hrane i maloprodaji.

**...najverovatnije kao posledica niske konkurentnosti u industriji hrane i maloprodaji****Bazna inflacija u Q1 usporava u odnosu na prethodni kvartal...**

Bazna inflacija u prva tri meseca 2008. godine iznosi 1,4%, ili 5,8% na godišnjem nivou (Tabela T3-1). Iako relativno visoka, ta stopa ipak predstavlja bitno usporavanje u odnosu na poslednji kvartal 2007. godine, u kom je bazna inflacija iznosila 2,3% ili čak 9,5% na godišnjem nivou (Grafikon T3-7). Ta nešto niža kvartalna stopa je rezultat privremenog usporenja bazne inflacije u januaru (0,3% na mesečnom nivou), ali je u februaru i martu ponovo nešto viša (0,6%). Međugodišnja stopa bazne inflacije u Q1 iznosi 6,4%, dok je u prethodnom kvartalu iznosila 4,6%. Viša međugodišnja stopa je posledica poređenja s niskom bazom iz Q1 prošle godine.

<sup>2</sup> Videti QM10, Okvir 1 u odeljku 3. "Cene i devizni kurs".

**Tabela T3-5. Evropa, izabrane zemlje: porast cena hrane i potrošačkih cena, u %, 2007–2008**

	Porast cena hrane i bezalkoholnih pića		Porast potrošačkih cena		Porast potrošačkih cena bez cena hrane i bezalkoholnih pića		Relativan porast cena hrane i bezalkoholnih pića u odnosu na ostale cene	
	dec.07/dec.06	apr.08/dec.07	dec.07/dec.06	apr.08/dec.07	dec.07/dec.06	apr.08/dec.07	dec.07/dec.06	apr.08/dec.07
<b>Srbija</b>	<b>18,4</b>	<b>9,2</b>	11,0	4,6	<b>7,1</b>	<b>2,1</b>	<b>10,5</b>	<b>7,0</b>
Bugarska	21,1	6,6	11,6	4,3	8,7	3,6	11,4	2,9
Mađarska	13,0	4,7	7,4	3,1	6,0	2,7	6,5	1,9
Slovačka	7,2	4,2	2,5	2,1	1,5	1,6	5,6	2,5
Grčka	4,3	3,8	3,9	1,8	3,8	1,4	0,5	2,4
Rumunija	9,4	2,9	6,7	2,8	5,1	2,7	4,1	0,1
Slovenija	12,0	2,8	5,7	2,0	4,4	1,9	7,2	0,9
Francuska	3,2	2,8	2,8	1,4	2,7	1,1	0,5	1,7
<b>EU</b>	<b>5,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,9</b>	<b>1,2</b>
Nemačka	5,7	2,4	3,1	0,4	2,8	0,1	2,8	2,3
Hrvatska	10,7	2,4	5,8	1,8	3,7	1,5	6,8	0,9
Poljska	7,9	2,4	4,2	1,7	3,3	1,5	4,4	0,9
Evro zona	4,8	2,3	3,1	1,3	2,8	1,1	2,0	1,3
Češka	11,2	1,8	5,5	3,5	4,3	3,9	6,7	-2,1
Španija	6,6	1,0	4,3	1,5	3,6	1,6	2,9	-0,7

Izvor: Indeks potrošačkih cena, Hrana i bezalkoholna pića; Eurostat, Državni zavod za statistiku Hrvatske, RZS.

**...prvenstveno zbog nešto niže stope rasta cena prehrambenih proizvoda**

Usporevanje bazne inflacije u Q1 je posledica usporavanja rasta cena prehrambenih proizvoda koji ulaze u baznu inflaciju. Iako prehrambeni proizvodi i u Q1 daju najveći doprinos baznoj inflaciji (Tabela T3-6), njihov rast je ipak dosta niži nego u prethodnom kvartalu. Prehrambeni deo bazne inflacije je u prethodnom kvartalu zabeležio stopu rasta od čak 20% na godišnjem nivou u prethodnom kvartalu, dok u Q1 njihov rast pada ispod 10% na godišnjem nivou (Grafikon T3-8). S druge strane, u Q1 dolazi do blagog rasta neprehrambenog dela bazne inflacije, kao posledica rasta cena pića, građevinskih materijala i saobraćajnih usluga.

**Tabela T3-6. Srbija: izabrane komponente bazne inflacije i doprinos rastu bazne inflacije, 2008**

	Učešće u baznoj inflaciji	Doprinos porastu bazne inflacije u Q1	Doprinos porastu bazne inflacije u aprilu
	u %		
Bazna inflacija	100,0	100,0	100,0
Roba	76,6	74,7	76,4
Industrijski prehrambeni proizvodi	30,9	40,4	55,6
Mleveno i ljušteno žito	1,3	11,6	6,1
Sveže meso	3,9	6,7	5,2
Mleko prerađeno	2,9	13,3	6,2
Masnoća	2,1	1,9	22,7
Pića	8,3	17,0	7,1
Industrijski neprehrambeni proizvodi	38,0	17,3	13,8
Usluge	23,4	25,3	23,6

Izvor: Republički zavod za statistiku.

**U aprilu snažno ubrzanje bazne inflacije, zbog novog poskupljenja prehrambenih proizvoda...**

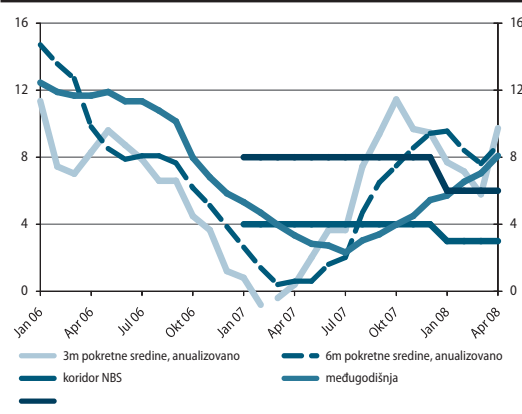
Bazna inflacija u aprilu snažno ubrzava, kao rezultat novih poskupljenja prehrambenih proizvoda, ali i znatnog porasta neprehrambenog dela bazne inflacije. Doprinos ubrzanju bazne inflacije svakako daje i depresijacija dinara u prva tri meseca ove godine (Grafikon T3-12). Vrlo je verovatno i da se visoke cene naftnih derivata „prelivaju“ na baznu inflaciju. Bazna inflacija u aprilu beleži stopu rasta od 1,2%, što je najveća stopa rasta bazne inflacije još od novembra 2005. Međugodišnja stopa bazne inflacije u aprilu iznosi čak 8,1% i nalazi se visoko iznad gornje granice koridora koji cilja NBS (od 3% do 6%). Treba napomenuti da je preokrenut trend usporavanja bazne inflacije od kraja 2007. godine, na koji ukazuje kretanje tromesečnih proseka bazne inflacije (Grafikon T3-7).

## 3. Cene i devizni kurs

**...ali i većeg rasta cena neprehranbenih komponenti bazne inflacije**

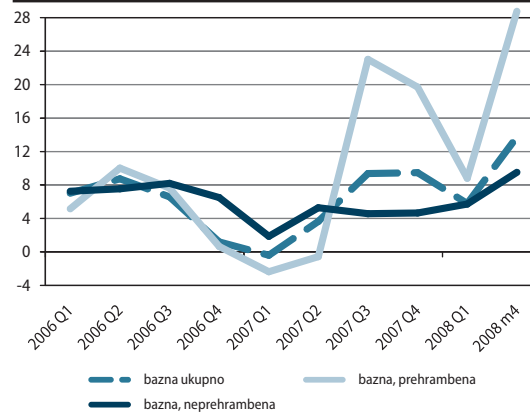
Neprehranbeni deo bazne inflacije u aprilu beleži veoma visoku stopu rasta. Taj deo bazne inflacije je u prethodnih četiri kvartala beležio rast od oko 4% do 6% na godišnjem nivou, dok se u aprilu stopa rasta te komponente približava 10% (Grafikon T3-8). Od neprehranbenih komponenti bazne inflacije, najveći rast u aprilu beleže cene tekstilnih proizvoda, građevinskih materijala, kao i saobraćajnih usluga (čiji je rast verovatno povezan s rastom cena nafte) i usluga za obrazovanje i kulturu. Ubrzanje rasta neprehranbenog dela inflacije je najverovatnije posledica slabljenja dinara u Q1, te visoke tražnje podstaknute fiskalnom ekspanzijom skraja prošle godine.

**Grafikon T3-7. Srbija: kretanje bazne inflacije (u %), 2006–2008**



Izvor: RZS.

**Grafikon T3-8. Srbija: bazna inflacija i komponente (anualizovane stope, u %), 2006–2008**



Izvor: QM.

Napomena: Pošto ne raspoložemo dovoljno detaljnim podacima, moguće je da vrednosti na ovom Grafikonu sadrže manje greške.

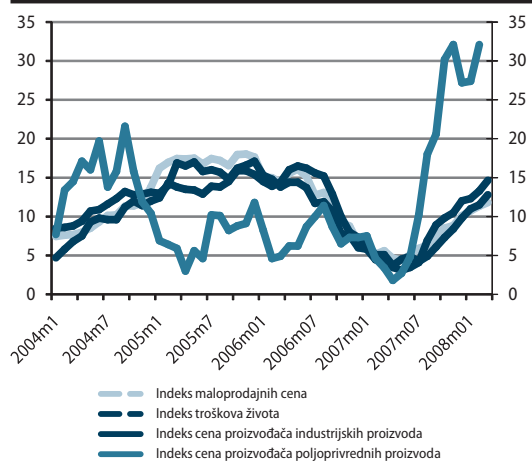
**NBS nastavlja da preduzima mere kako bi ublažila inflaciju**

Narodna banka Srbije sa svoje strane nastavlja da preduzima mere koje su usmerene na smanjenje inflacije i njeno dovođenje u predviđeni okvir. Na sednici Monetarnog odbora od 24. aprila, NBS je ponovo podigla svoju referentnu kamatnu stopu, na 15,25%. Podsetimo, NBS je polovinom marta već značajno podigla referentnu stopu sa 11,5% na 14,5%<sup>3</sup>.

NBS je u više navrata pokazala da je posvećena održavanju niske inflacije i verujemo da će nastaviti da preduzima korake u tom smeru. Međutim, da bi do obuzdavanja inflacije došlo, neophodna je i pomoć fiskalne politike, odnosno umerenost u državnom trošenju. Država je u prva tri meseca ove godine ostvarila mali suficit, što je, sa gledišta obuzdavanja inflacije pozitivan korak, ali ostaje da se vidi za kakvu politiku trošenja će se odlučiti nova Vlada.

**Indeks cena industrijskih proizvođača u Q1 beleži visoku stopu rasta...**

**Grafikon T3-10. Srbija: izabrani indeksi cena, međugodišnji rast, 2004–2007**



Izvor: RZS.

**...dok ostali indeksi cena ostaju na visokom nivou iz prethodnog kvartala**

Što se tiče ostalih indeksa cena, u Q1 je primetno ubrzanje rasta cena proizvođača industrijskih proizvoda, te stabilizacija indeksa troškova života i indeksa cena poljoprivrednih proizvođača. Cene industrijskih proizvođača u Q1 prosečno rastu 1,7% mesečno (Tabela T3-9) ili čak 21,9% na godišnjem nivou. Ta stopa je u prethodnom kvartalu iznosila 12,7%. Međugodišnja stopa rasta cena industrijskih proizvođača u Q1 iznosi 11,8%, dok je u prethodnom kvartalu iznosila 8,5%. S druge strane, indeks troškova života u Q1 blago usporava u odnosu na prethodni kvartal. Taj indeks je u proseku u Q1 rastao 1,0% mesečno, tj. 12,6% na godišnjem nivou, što je nešto niže od stope iz prethodnog kvartala (15,0%). Slično kretanje beležimo i kod cena poljoprivrednih proizvođača, koje su u prva dva

3 Videti Okvir 1 u odeljku 8. "Monetarni tokovi i politika".

meseca 2008. rasle po prosečnoj stopi od 2,2% mesečno, što je jednako vrednosti iz prethodnog kvartala. Ipak, međugodišnje stope rasta poljoprivrednih proizvoda su i dalje izuzetno visoke i kreću se oko 30% (Grafikon T3-10).

**Tabela T3-9. Srbija: kretanje izabranih indeksa cena, 2005–2008**

	Indeks maloprodajnih cena			Indeks troškova života		Indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda		Indeks cena proizvođača poljopr. proizvoda	
	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	mesečni rast	međugodišnji rast	mesečni rast	međugodišnji rast	mesečni rast	međugodišnji rast	mesečni rast
<b>2005</b>									
dec	107,6	17,6	2,2	17,1	1,6	15,4	0,4	11,8	1,0
<b>2006</b>									
mar	110,0	14,4	0,3	13,8	0,6	14,4	0,6	4,9	1,1
dec	114,7	6,6	0,1	6,0	0,1	7,3	-0,2	7,3	1,1
<b>2007</b>									
mar	116,1	5,6	0,7	4,2	0,4	5,1	0,6	3,4	-0,5
jun	119,5	5,1	0,6	3,5	0,4	4,9	0,7	4,8	2,8
sep	122,6	7,4	0,8	8,9	1,8	6,1	0,8	20,6	3,1
okt	123,3	8,5	0,6	9,8	0,5	7,3	0,8	30,2	4,7
nov	124,7	8,8	1,1	10,5	1,6	8,4	1,2	32,1	2,6
dec	126,3	10,1	1,3	12,0	1,5	9,8	1,0	27,2	-0,6
<b>2008</b>									
jan	127,4	10,7	0,9	12,3	0,8	11,0	2,6	27,4	2,4
feb	128,3	11,3	0,7	13,3	0,6	11,5	0,7	32,1	1,9
mar	129,8	11,8	1,2	14,6	1,6	12,8	1,7	...	...

Izvor: RZS.

## Devizni kurs

**Dinar do polovine marta nominalno oslabio prema evru za oko 5,5%...**

Dinar je od početka godine do sredine marta nominalno depresirao prema evru za oko 5,5% (Grafikon T3-12). Trend slabljenja dinara je od sredine marta zaustavljen i preokrenut, ali je po svemu sudeći slabljenje dinara u prva tri meseca 2008.godine uticalo na rast ukupnih cena. Posmatrajući realni kurs, u Q1 beležimo depresijaciju dinara za 2,6% (Tabela T3-11 i Grafikon T3-13).

Iako je u januaru ostvaren rekordan promet na MDT (3.664 miliona evra), od sredine februara smanjuje se dnevni promet u trgovini deviza između banaka na svega desetinu prosečnog dnevnog prometa do tada (ukupni promet na MDT u februaru oko 1.300 miliona evra, u martu tek 400 miliona evra).

**...a nakon serije mera NBS, od sredine marta do kraja aprila ponovo jača**

Nakon nekoliko uzastopnih dizanja referentne stope NBS, u kombinaciji s promenom odluke o sastavu deviznih rezervi (kada je propisana obaveza da se od 17. maja 10% obavezne rezerve drži u dinarima<sup>4</sup>), potezi NBS dovode do povećanja ponude deviza na tržištu, zaustavljanja trenda slabljenja dinara i ponovne apresijacije prema evru. Jačanje dinara prema evru od sredine marta do kraja aprila iznosi nešto manje od 5% (Grafikon T3-12).

**Pred izbore u maju ponovo slabljenje dinara, a nakon izbora oporavak**

Međutim, kako su se bližili izbori i jačala politička neizvesnost, dinar je ponovo krenuo da slabi. Tako je dnevni kurs u nedelji pred izbore ponovo prešao 83 dinara za jedan evro. Nakon izbora beležimo smirivanje kursa i ponovo blago jačanje dinara (Grafikon T3-12). Moguće je i da je slabljenje dinara u aprilu posledica toga što se donekle „potrošio“ efekat odluke o promeni sastava obaveznih rezervi.

Jačanje dinara od sredine marta do kraja aprila trebalo bi da doprinese ublažavanju rasta cena. Ali, budući da je dinar nakon toga ponovo oslabio, a da je neprehrambeni deo bazne inflacije u aprilu ubrzao rast, još uvek ne možemo da procenimo da li je jačanje dinara imalo željene efekte.

4 Videti Okvir 1 u odeljku 8. "Monetarni tokovi i politika".

## 3. Cene i devizni kurs

Tabela T3-11. Srbija: Kretanje kursa evra, 2005–2008

	Nominalni				Realni			USD/EUR <sup>6)</sup>
	Kurs <sup>1)</sup>	Bazni indeks <sup>2)</sup> (2005=100)	12-m indeks <sup>3)</sup>	Kumulativ indeks <sup>4)</sup>	Realni kurs <sup>5)</sup> (2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks <sup>4)</sup>	
<b>mesečni kurs</b>								
<b>2005</b>								
Decembar	85,9073	103,6	109,3	109,3	97,4	94,9	94,9	1,1861
<b>2006</b>								
Mart	87,1033	105,0	107,9	101,4	97,0	96,4	99,6	1,2013
Jun	86,7609	104,6	105,1	101,0	94,4	93,6	96,9	1,2677
Septembar	83,0621	100,2	98,3	96,7	90,0	89,7	92,5	1,2748
Decembar	78,7812	95,0	91,7	91,7	85,4	87,7	87,7	1,3210
<b>2007</b>								
Mart	80,8968	97,6	92,9	102,7	87,0	89,7	101,9	1,3246
Jun	81,1665	97,9	93,6	103,0	85,6	90,7	100,3	1,3420
Septembar	79,3999	95,8	95,6	100,8	81,8	90,9	95,8	1,3884
Oktober	77,6627	93,7	96,0	98,6	79,9	90,8	93,6	1,4227
Novembar	79,1979	95,5	100,3	100,5	81,1	95,1	95,0	1,4689
Decembar	79,5669	96,0	101,0	101,0	80,7	94,6	94,6	1,4563
<b>2008</b>								
Januar	81,8460	98,7	102,7	102,9	82,0	95,8	101,5	1,4719
Februar	82,9685	100,1	104,5	104,3	82,8	96,9	102,6	1,4755
Mart	83,1319	100,3	102,8	104,5	82,8	95,2	102,6	1,5516
April	81,0287	97,7	100,6	101,8	80,1	92,7	99,2	1,5770

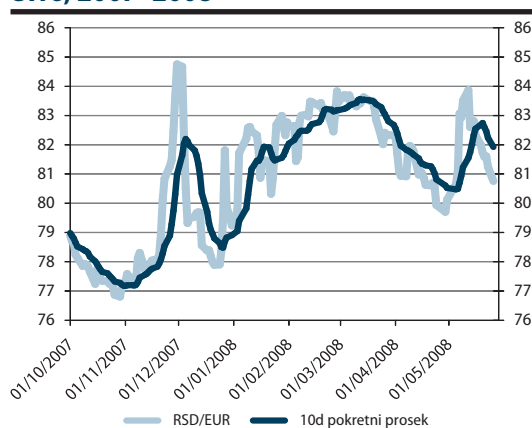
Izvor: NBS, Eurostat

1) Prosek meseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS. 2) Odnos kursa u prvoj koloni i proseka u decembru 2002. godine. 3) Odnos kursa u prvoj koloni prema istom periodu godinu dana ranije. 4) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prošle godine. 5) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evrozoni. 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 evrozoni. 6) Prosek perioda

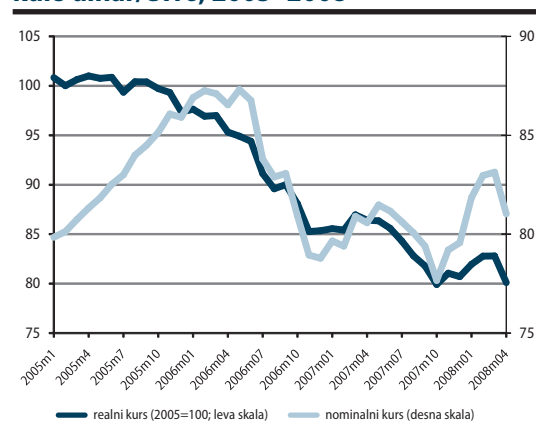
Napomena: Dvanaestomesečni prosci za godišnje podatke, odnosno tromesečni prosci za kvartalne podatke.

Grafikon T3-12. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2007–2008



Izvor: NBS.

Grafikon T3-13. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, 2005–2008



Izvor: NBS, Eurostat.



## 4. Zaposlenost i zarade

Registrovana zaposlenost kod pravnih lica nastavlja da opada između septembra 2007. i marta 2008, u čemu i dalje prednjači prerađivačka industrija. Broj zaposlenih u javnom sektoru je uglavnom stabilan, dok podaci o broju preduzetnika još uvek nisu raspoloživi. Broj registrovanih nezaposlenih nastavlja da pada, pa kako i formalna zaposlenost i nezaposlenost padaju, raste formalno neaktivno stanovništvo. Anketa o radnoj snazi koja prati i formalnu i neformalnu ekonomiju pokazuje, međutim, rast ukupne zaposlenosti. Naša je pretpostavka da do divergentnog trenda između različitih anketa (RAD i ARS) dolazi upravo zbog toga što ARS obuhvata i neformalnu zaposlenost. Naime, deo radne snage otpuštene iz društvenih preduzeća koju formalni sektor nije uspeo da apsorbuje, prelazi u neformalni sektor. Realni rast plata značajno usporava – u Q1 on iznosi 5,2% u odnosu na 14,6% za celu 2007. godinu, dok su plate u aprilu blago iznad proseka Q1, zbog predizbornog usklađivanja plata u javnom sektoru. Ipak, u javnom sektoru plate drastično usporavaju s rastom u odnosu na 2007, dok je ovo usporavanje u privredi nešto sporije. Ukupno gledano, čini nam se da još uvek ne dolazi do indeksacije plata u odnosu na cene.

### Registrovana zaposlenost

*Zaposlenost kod pravnih lica nastavlja da opada*

Registrovana zaposlenost kod pravnih lica nastavlja da opada, što zaključujemo na osnovu preliminarnih podataka za period između septembra 2007. i marta 2008. (kolona 2, Tabela T4-1). Podsećamo da podaci o zaposlenosti kod preduzetnika izlaze dva puta godišnje<sup>1</sup>, a da se podaci o broju zaposlenih kod pravnih lica koriguju jednom u šest meseci. Stoga, u ovom broju QM-a zbog nedostatka podataka – pratimo samo nekorigovanu zaposlenost kod pravnih lica.

**Tabela T4-1. Srbija: registrovani zaposleni, 2003–2008**

	Ukupno zaposleni 1 (=2+3)	Zaposleni kod pravnih lica 2	Zaposleni kod fizičkih lica		Ukupan broj zaposlenih radnika 6 (=2+5)	
			Ukupno 3 (=4+5)	Privatni preduzetnici 4		Zaposleni kod njih 5
<b>u hiljadama</b>						
<b>2003</b>						
Mart	2.046	1.628	418	198	220	1.848
Septembar	2.036	1.595	441	202	239	1.834
<b>2004</b>						
Mart	2.065	1.601	464	208	255	1.856
Septembar	2.037	1.560	477	210	267	1.827
<b>2005</b>						
Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842
Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836
<b>2006</b>						
Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777
<b>2007</b>						
Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765
Septembar	2.001	1.428	573	245	328	1.756
<b>2008</b>						
Mart	1.989	1.416	573	245	328	1.744

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

Napomene:

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

2) Podaci o pravnim licima za mart 2008. su nekorigovani podaci za januar 2008. Podaci o preduzetnicima i njihovim zaposlenim su iz septembra 2007. To su ujedno i poslednji podaci koji postoje o zaposlenosti.

Napomene po kolonama:

1) Ukupan broj zaposlenih (radnika) i preduzetnika (kolona 2 + kolona 3) uključuje zaposlene kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije), preduzetnike (uključujući vlasnike radnji, slobodne profesije, itd.) i zaposlene kod preduzetnika (fizičkih lica). Zaposleni u Ministarstvu odbrane Srbije kao i zaposleni u MUP-u Srbije nisu uključeni.

2) Zaposleni kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije, ustanove).

3) Preduzetnici (vlasnici radnje) i lica koja samostalno obavljaju delatnost (tzv. fizička lica) i njihovi radnici (kolona 4+5).

4) Preduzetnici (vlasnici radnji).

5) Zaposleni radnici kod preduzetnika tj. vlasnika radnje (kod tzv. fizičkih lica).

1 U martu i septembru

## 4. Zaposlenost i zarade

**Najveći pad zaposlenosti kod pravnih lica u prerađivačkoj industriji, praćeno sektorom hotela i restorana kao i saobraćaja**

**Najveći porast zaposlenosti u obrazovanju**

Najveći pad zaposlenosti kod pravnih lica i dalje se odvija u prerađivačkoj industriji, u okviru koje je broj zaposlenih između septembra 2007. i januara 2008. smanjen za 13.000 radnih mesta, odnosno 3% (Tabela P-5 u Prilogu). Zaposlenost je primetno opala i u poljoprivredi i građevinarstvu u istom periodu, što možemo pripisati sezonskim oscilacijama. Dolazi do pada zaposlenosti i u sektoru hotela i restorana za 2.000 radnih mesta, tj. 9% u okviru sektora, kao i u saobraćaju za 3.000, odnosno oko 3% (Tabela P-5 u Prilogu).

Najveći porast zaposlenosti od oko 4.000 radnih mesta, odnosno 3% uočavamo u obrazovanju (Tabela P-5 u Prilogu). Rast zaposlenosti u tom sektoru potvrđujemo i podacima o broju zaposlenih koji se finansiraju iz republičkog budžeta (Tabela T4-2). Nejasno je šta dovodi do registrovanja tako značajnog porasta broja zaposlenih u obrazovanju u poslednje dve godine, budući da bismo zbog demografskog starenja i planirane racionalizacije broja radnih mesta očekivali pad zaposlenosti u tom sektoru.

**Tabela T4-2. Srbija: zaposleni u javnom sektoru 2003–2008**

	Zaposleni kod pravnih lica						
	Javni sektor					Javni sektor ukupno	Ostalo (privreda) <sup>1)</sup>
	Iz budžeta			Javna preduzeća			
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
1	2	3	4	5	6	7	
<b>u hiljadama</b>							
<b>2003</b>							
Mart	60	116	147	129	54	506	1.122
Septembar	62	114	147	127	55	505	1.090
<b>2004</b>							
Mart	63	117	147	125	57	509	1.092
Septembar	63	116	148	124	57	508	1.052
<b>2005</b>							
Mart	63	119	148	122	61	513	1.044
Septembar	61	117	147	112	61	498	1.038
<b>2006</b>							
Mart	60	118	141	105	61	485	1.011
Septembar	58	117	138	102	60	475	972
<b>2007</b>							
Mart	58	121	138	100	59	476	962
Septembar	59	120	139	100	58	476	952
<b>2008</b>							
Mart	60	124	140	99	58	481	935 <sup>2)</sup>

Izvor: RZS.

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

Fusnote:

1) Privatna, društvena i mešovita preduzeća (bez preduzetnika). Broj dobijamo kada od ukupnog broja zaposlenih kod pravnih lica iz Tabele T4-1 oduzmemo broj zaposlenih u javnim preduzećima i onih koji se finansiraju iz budžeta.

2) Podatak o zaposlenosti u koloni Ostalo za mart 2008. je dobijen tako što se od januarskih podataka za zaposlenost oduzeo broj zaposlenih u javnom sektoru u martu. Iz tog razloga, ovaj podatak treba koristiti više kao indikaciju kretanja zaposlenosti u ostatku privrede nego konačan broj zaposlenih u martu 2008.

**Broj zaposlenih u javnom sektoru uglavnom stabilan, osim rasta u obrazovanju i kontinuiranog pada u javnim državnim preduzećima**

Osim gorepomenutog rasta zaposlenosti u obrazovanju, broj zaposlenih u javnom sektoru se uglavnom održava na istom nivou. Jedino u javnim državnim preduzećima beležimo kontinuiran pad zaposlenosti od 2003. godine od kada pratimo seriju. Između septembra 2007. i marta 2008. zaposlenost u javnim državnim preduzećima je pala za oko 1.000 zaposlenih, odnosno za oko 3%, dok je u poslednjih pet godina zaposlenost u ovom sektoru ukupno pala za 30.000 radnih mesta, odnosno za oko 30%, što pripisujemo restrukturiranju i privatizovanju pratećih (*non-core*) delatnosti u nekim javnim preduzećima.

**Tabela T4-3. Srbija: administrativna i ekonomska nezaposlenost, 2004–2008**

	Administrativni broj nezaposlenih 15-64 god. (NSZ)	Administrativna stopa nezaposlenosti 15-64 god. <sup>1)</sup> (NSZ i RAD, RZS)	Broj nezaposlenih 15-64 god. (ARS, RZS)	Stopa nezaposlenosti 15-64 god. <sup>2)</sup> (ARS, RZS)
	1	2	3	4
<b>2004</b>				
Mart	...	26,0	...	...
Septembar	842.775	23,9	664.002	19,5
<b>2005</b>				
Mart	884.111	25,0	...	...
Septembar	897.724	25,3	718.773	21,8
<b>2006</b>				
Mart	920.031	26,6	...	...
Septembar	914.564	26,6	691.877	21,6
<b>2007</b>				
Mart	913.299	26,7	...	...
Septembar	808.200	24,5	585.472	18,8
<b>2008</b>				
Mart	795.081	24,2 <sup>3)</sup>	...	...

Izvor: Nacionalna služba za zapošljavanje (NSZ); Anketa RAD, RZS i Anketa o radnoj snazi (ARS), RZS.

Napomene:

1) Lica između 15-64 godina se smatraju licima radnog uzrasta.

2) Anketa RAD i ARS su podjednako zvanični izvori podataka i oba potiču od RZS, ali ARS je jedini izvor međunarodno uporedivih podataka o kontingentima i indikatorima tržišta rada.

Fusnote:

1) RZS stopa nezaposlenosti se računa kao razlika broja nezaposlenih i aktivnog stanovništva, gde se aktivno stanovništvo sastoji od ukupno zaposlenih iz evidencije RZS (kolona 1 u Tabeli T4-1), broja nezaposlenih iz evidencije NSZ (kolona 1 u ovoj tabeli) i broja poljoprivrednika iz ARS iz oktobra te godine.

2) Anketa o radnoj snazi se sprovodi samo jednom godišnje tako da su podaci predstavljeni za septembar zapravo podaci za oktobar te godine.

3) Za izračunavanje ove stope nezaposlenosti koristimo broj poljoprivrednika po ARS iz 2007. godine.

### Administrativni broj nezaposlenih nastavlja da opada

Administrativni broj nezaposlenih nastavlja da opada između septembra 2007. i marta 2008. Pošto administrativna zaposlenost opada sporijim tempom, pada i stopa nezaposlenosti sa 24,5 na 24,2.<sup>2</sup> Napominjemo da administrativni broj nezaposlenih iz kolone 1 Tabele T4-3 premašuje broj nezaposlenih po Anketi o radnoj snazi (ARS) (kolona 3, Tabela T4-4) zato što se jedan broj zaposlenih u neformalnom sektoru kao i ekonomski neaktivni (npr. domaćice) registruju kao nezaposleni da bi ostvarili pravo na razne beneficije. Administrativna nezaposlenost opada sličnim tempom kao i pre loma serije u prethodnom šestomesečnom periodu (mart–septembar 2007), koji se odigrao zbog izmene zakona na osnovu koje je ukinuto pravo na ostvarivanje zdravstvenog osiguranja preko Nacionalne službe za zapošljavanje (kolona 1, Tabela T4-3).

### Kako i registrovana zaposlenost i evidentirana nezaposlenost padaju, formalna radna snaga se smanjuje, a raste neaktivno stanovništvo

Naglašavamo da pad administrativne stope nezaposlenosti koju uočavamo u koloni 2 Tabele T4-3 ne implicira rast zaposlenosti, s obzirom na to da registrovana zaposlenost takođe pada, što smo zabeležili u koloni 1 Tabele T4-1. Pad oba ova kontingenta stanovništva u radnom dobu ukazuje na činjenicu da se formalna radna snaga (koju čine registrovani zaposleni i nezaposleni) smanjuje, a neaktivno stanovništvo povećava. Ovde treba imati u vidu da, korišćenjem administrativnih definicija, svi neregistrovani zaposleni kao i poljoprivrednici i pomažući članovi domaćinstva takođe ulaze u neaktivno stanovništvo.<sup>3</sup>

## Okvir 1. Da li zaposlenost u Srbiji raste ili opada? Divergentni trendovi

### Ankete RAD i Ankete o radnoj snazi

Republički zavod za statistiku prati podatke o zaposlenosti na dva načina:

(1) Podatke o zaposlenosti koje prikazujemo u Tabeli T4-1 svakog broja QM-a dobijamo iz Mesečnog izveštaja o zaposlenima i zaradama zaposlenih RAD-1, Polugodišnjeg izveštaja o zaposlenima i zaradama zaposlenih RAD-1/P, Ankete za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1 i Polugodišnjeg

2 Za izračunavanje te stope nezaposlenosti koristimo podatke o zaposlenosti iz januara 2008. koji su ujedno i poslednji raspoloživi.

3 Za detaljnije objašnjenje videti Okvir 1 ovog odeljka QM-a.

izveštaja o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15. Dok anketa RAD-1 prati kretanje zaposlenosti u pravnom sektoru na mesečnom nivou, RAD-1/P (anketa koja koriguje mesečne podatke o zaposlenosti kod pravnih lica) i RAD-15 (koji evidentira preduzetnike i zaposlene kod njih) sprovode se dva puta godišnje – u martu i septembru.<sup>1</sup> Stoga u Tabeli P-4 u Analitičkom prilogu redovno pratimo mesečno, nekorigovano kretanje zaposlenosti kod pravnih lica, ali nismo u mogućnosti da to isto činimo i za preduzetnike. Zaposlenost kod pravnih lica se u RAD anketama procenjuje na osnovu nacionalnog uzorka preduzeća, dok se broj preduzetnika i njihovih zaposlenih dobija na osnovu prijave zdravstvenog osiguranja. Na taj način se obuhvataju *samo* registrovani zaposleni<sup>2</sup>.

(2) Anketa o radnoj snazi (ARS) sprovodi se pomeđunarodno usaglašenoj metodologiji Međunarodne organizacije rada i ona predstavlja jedini relevantan i međunarodno uporediv izvor podataka o kontingentima i indikatorima tržišta rada u našoj zemlji. ARS se sprovodi jednom godišnje, u oktobru, i podaci o radnom statusu stanovništva se dobijaju iz intervjua sa nacionalnim uzorkom domaćinstava. Budući da se radni status ispitanika odlučuje na osnovu ličnog izjašnjenja o njihovom angažovanju na tržištu rada, u ukupan broj zaposlenih po ARS ulaze i neformalno zaposleni<sup>3</sup>, poljoprivrednici i pomažući članovi domaćinstva, kao i zaposleni u Ministarstvu odbrane Srbije i Ministarstvu unutrašnjih poslova. Zbog šireg obuhvata zasnovanog na ekonomskoj definiciji stanja zaposlenosti (svaki plaćeni rad u trajanju od najmanje jednog časa u referentnoj sedmici) – ne čudi što je broj zaposlenih prema ARS za oko 600.000 veći od broja registrovanih zaposlenih na osnovu RAD anketa (kolona 3, Tabele T4-4a i T4-4b).

Dakle, kada se govori o registrovanom broju zaposlenih, misli se na formalnu ekonomiju, tj. na zaposlena lica koja imaju formalno-pravni ugovor o zaposlenju i na čije se prihode plaćaju porezi i doprinosi. Zaposleni u „sivoj“ zoni ne mogu se podvesti pod oznaku „registrovani“ i predmet su posebnog statističkog istraživanja – Ankete o radnoj snazi (ARS), koju takođe sprovodi RZS. Naglašavamo da je ARS jedina anketa koja daje kompletnu sliku o trendovima na tržištu rada, jer uzima u obzir sve segmente populacije koji privređuju i doprinose ukupnom BDP-u, ali s obzirom na to da je do sada sprovedena samo jednom godišnje, anketu RAD koristimo kao pomoćnu anketu zarad redovnijeg uvida u neka od kretanja na tržištu rada. Od 2008. godine RZS će ARS sprovoditi dva puta godišnje, a od sledeće godine je planirana čak na kvartalnom nivou što predstavlja veoma značajan korak RZS-a ka boljem razumevanju kretanja na tržištu rada u Srbiji.

U Tabelama T4-4 upoređujemo podatke iz ankete RAD (Tabela T4-4a) sa podacima ARS (Tabela T4-4b) za 2006. i 2007. godinu, kao i razliku između te dve godine za svaki kontingent, da bismo objasnili opšte trendove na tržištu rada<sup>4</sup>:

**Tabela T4-4a. Srbija: formalno stanje na tržištu rada 2006–2007**

	Ukupno stanovništvo 15- 64	Aktivno stanovništvo			Neaktivno stanovništvo 15- 64
		Ukupno	Zaposleni (RAD)	Nezaposleni 15-64 (NSZ)	
	1	2(=3+4)	3	4	5(=1-2)
<b>u hiljadama</b>					
Sep-06	4.976	2.934	2.019	915	2.042
Sep-07	4.976	2.809	2.001	808	2.167
Razlika 07-06	-	-125	-18	-107	125

Izvor: RZS - Procena stanovnika za 2006, RAD ankete; Nacionalna služba za zapošljavanje.

Napomene po kolonama:

1) Ukupan broj stanovnika predstavlja procenu RZS za posmatranu godinu. Procena stanovnika za 2007. još uvek nije objavljena.

2) Sva registrovana zaposlena i nezaposlena lica.

3) U ukupan broj zaposlenih ulaze svi registrovani zaposleni, bez obzira da li su u radnom dobu ili ne. Zbog nedostatka podataka, nismo u mogućnosti da odvojimo zaposlene u radnom dobu od ostalih zaposlenih. Ipak, verujemo da je ova metodološka neispravnost minimalna.

4) U ovaj broj zapravo ulaze sva nezaposlena lica od 15 do 65 godina registrovana kod Nacionalne službe za zapošljavanje.

5) Neaktivno stanovništvo predstavlja razliku između ukupnog broja stanovnika u radnom dobu i registrovanih aktivnih stanovnika.

1 Stoga podatke u Tabeli T4-1 prikazujemo samo za mart i septembar svake godine.

2 Ovaj broj ne obuhvata poljoprivrednike, pomažuće članove domaćinstva, niti zaposlene u Ministarstvu odbrane Srbije i MUP.

3 Ovaj broj uključuje neprijavljene radnike u registrovanim preduzećima kao i zaposlene u neregistrovanim preduzećima.

4 U Tabelama T4-4a i T4-4b upoređujemo septembar i oktobar iste godine za te dve ankete, zato što se ne sprovode u istom mesecu.

**Tabela T4-4b. Srbija: realno stanje na tržištu rada 2006–2007**

	Ukupno stanovništvo 15-64	Aktivno stanovništvo (15-64)			Neaktivno stanovništvo 15-64
		Ukupno	Zaposleni	Nezaposleni	
		1	2(=3+4)	3	
<b>u hiljadama</b>					
Okt-06	5.049	3.209	2.517	692	1.840
Okt-07	4.908	3.110	2.526	584	1.798
Razlika 07-06	-140	-99	9	-108	-42

Izvor: RZS - Anкета o radnoj snazi.

Napomene po kolonama:

1) Broj stanovnika u radnom dobu koji objavljuje ARS se razlikuje od zvaničnog broja stanovnika u radnom dobu iz Popisa 2002. koji iznosi 5,033 miliona i koji se koristi za pravljenje uzorka domaćinstava. Navedena razlika je u okviru dozvoljene statističke greške od  $\pm 2,5\%$  koja nastaje prilikom korišćenja populacionog pondera na obrađenom uzorku.

2) Sva zaposlena i nezaposlena lica po ARS.

3) Zaposlena lica se dele na samozaposlene, zaposlene radnike i pomažuće članove domaćinstva. Zaposleni radnici su lica koja rade za poslodavca u bilo kom sektoru svojine, bez obzira na to da li imaju formalni ugovor o zaposlenju ili rade na osnovu usmenog dogovora.

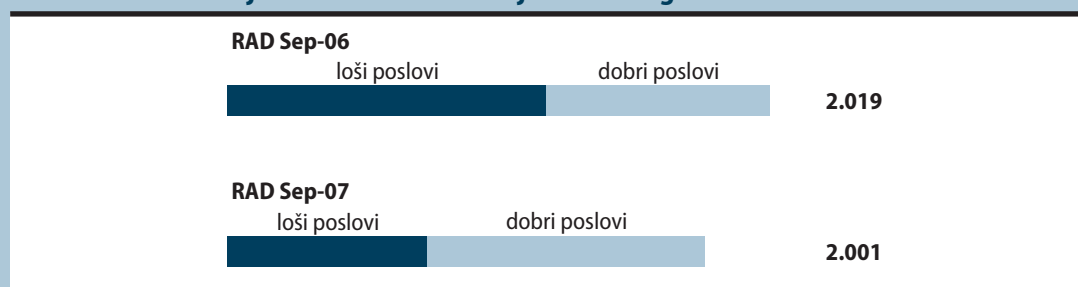
4) Nezaposlena lica u posmatranoj sedmici nisu obavljala nijedan plaćeni posao, niti su imala posao sa kojeg su odsustvovala i na koji su mogla da se vrate nakon isteka odsustva, pod uslovom da su zadovoljavala sledeće kriterijume: (a) da su u poslednje četiri sedmice pre-duzimala aktivne korake u cilju nalaženja posla i da su ukoliko bi im posao bio ponuđen, bila u mogućnosti da počnu da rade u roku od dve sedmice; (b) da u poslednje četiri sedmice nisu aktivno tražila posao, jer su našla posao na kojem je trebalo da počnu da rade nakon isteka posmatrane sedmice, a najkasnije za tri meseca.

Tabela T4-4a, dakle predstavlja formalno stanje na tržištu rada, dok Tabela T4-4b odražava stvarnu sliku, odnosno uključuje i neformalnu zaposlenost i isključuje "lažnu" nezaposlenost.

Iz Tabela T4-4 uočavamo da dok podaci anketa RAD pokazuju pad ukupne formalne zaposlenosti između 2006. i 2007. godine (kolona 3, Tabela T4-4a), Anкета o radnoj snazi pokazuje da se ukupna ekonomska zaposlenost u istom periodu povećava (kolona 3, Tabela T4-4b). Iako postoje značajne razlike u prikupljanju podataka preko ove dve ankete, kako i objašnjavamo na početku Okvira, ipak je izazov objasniti kako dolazi do registrovanja ovako divergentnih trendova. Naime, dok zaposlenost po Anketama RAD opada za 18.000 između septembra 2006. i septembra 2007, po ARS zaposlenost lica u radnom dobu raste za 9.000 u istom periodu. Pokušavajući da odgovorimo na ovo pitanje, dolazimo do sledeće hipoteze:

### Restrukturiranje tržišta rada u tranziciji

Tržište rada u Srbiji opravdano možemo podeliti na dva pod-tržišta: (a) tržište "dobrih" poslova i (b) tržište "loših" poslova. U "dobre" poslove – svrstavamo poslove koji se održavaju ili nastaju u javnom sektoru i u privatizovanim i novim privatnim preduzećima, dok bismo u "loše" poslove – svrstali poslove u društvenim preduzećima koja treba da se privatizuju kao i rad u neformalnoj ekonomiji, koja se donekle prelijeva i na preduzetnički sektor. Ranijih godina Anкета RAD je registrovala veliki procenat "loših" poslova u društvenim i državnim preduzećima. Međutim, zbog restrukturiranja privrede i privatizacije, Anкета RAD iz godine u godinu registruje sve manje "loših" poslova, dok "dobri" poslovi u formalnom sektoru ne rastu tolikom brzinom da bi uspeli da nadoknade destrukciju "loših" poslova u društvenim preduzećima<sup>5</sup>, i samim tim se smanjuje ukupna zaposlenost koju prati RAD. Ovaj proces ilustrujemo hipotetičkim primerom na Grafikonu T4-4c:

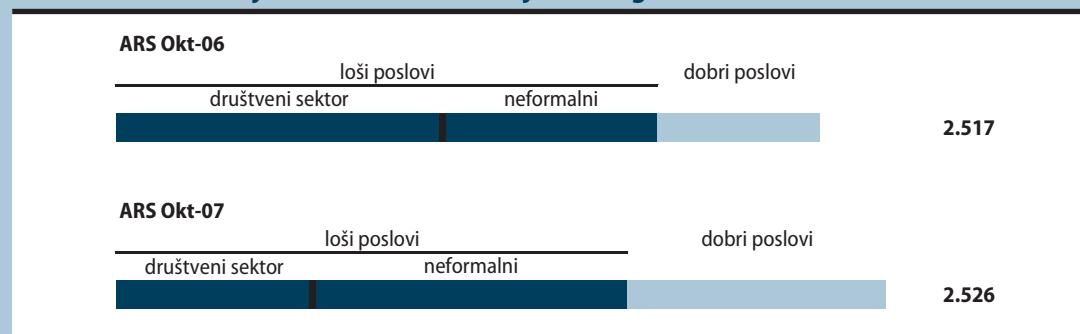
**Grafikon T4-4c. Srbija: stilizovana ilustracija formalnog tržišta rada**

Napomena: Brojevi na krajevima stubića predstavljaju ukupan broj zaposlenih u hiljadama po RAD-u.

5 Nije ni za očekivati da se u tranziciji svaki "loš" posao zameni "dobrim", niti je adekvatno izjednačavati loše poslove sa dobrim, što statistika čini. Restrukturiranje sastava i kvaliteta tržišta rada je dugotrajan proces.

Pretpostavljamo da se značajan broj pojedinaca koji su ostali bez "loših" poslova u društvenim preduzećima prelio na neformalno tržište rada, s obzirom da onaj deo tržišta rada sa "dobrim" poslovima nije uspeo da ih apsorbira. Ovi pojedinci su, moguće je, već i privređivali na neformalnom tržištu rada, budući da se često dešavalo da su, iako zaposleni, bili na neplaćenom odsustvu i morali sebi osigurati drugi izvor prihoda. Dakle, kada su izgubili formalno zaposlenje, ti isti pojedinci su statistički preregistrovani u zaposlene u neformalnom sektoru, što hipotetički ilustrujemo na Grafikonu T4-4d (crni graničnik se vremenom pomerio ulevo, iako je ukupan broj loših poslova ostao gotovo isti).

**Grafikon T4-4d. Srbija: stilizovana ilustracija realnog tržišta rada**



Napomena: Brojevi na krajevima stubića predstavljaju ukupan broj zaposlenih u hiljadama po ARS.

S obzirom na to da ARS prati i formalne i neformalne poslove, dok RAD prati *samo* formalne, verujemo da je *to* objašnjenje zašto ukupna zaposlenost po ARS raste, dok po RAD-u opada.

Iako bi se iz priložene analize moglo zaključiti da zaposlenost u neformalnom sektoru raste, treba imati u vidu da jedan broj pojedinaca koji su imali dva posla (npr. jedan s neplaćenim odsustvom u društvenom preduzeću i drugi u neformalnoj ekonomiji) "izlazi" iz statistike zaposlenosti u društvenim preduzećima, ali "ostaje" u neformalnom sektoru, čime "loši" poslovi "izlaze" iz RAD ankete a "ostaju" u ARS-u. Dakle, iako je njihov stvarni status u zaposlenosti nepromenjen, ove pojedince sada obuhvata samo jedna anketa. Napominjemo da ni u kom slučaju ne tvrdimo da je za pojedinca svejedno da li je zaposlen u formalnoj ili neformalnoj ekonomiji, ili da to ne utiče negativno na njegov kvalitet života, već tvrdimo da je njegov status u ARS ostao isti.

Pored oprečnih trendova kretanja broja zaposlenih, postoji i divergentan trend kretanja broja neaktivnih stanovnika u radnom dobu. Po formalnim podacima broj neaktivnih stanovnika radnog uzrasta raste, a po ARS opada (Tabele T4-4a i T4-4b), što takođe možemo posmatrati u svetlu predstavljene hipoteze. Iako formalni podaci ukazuju na porast neaktivnog stanovništva, taj porast možemo interpretirati kao prelivanje zaposlenih iz društvenih preduzeća u neformalni sektor, pa čak i kao porast zaposlenosti u neformalnom sektoru. Time objašnjavamo činjenicu da se po ARS neaktivno stanovništvo smanjuje dok se po Anketi RAD ono povećava.

Konačno, naglašavamo da je predstavljena hipoteza preliminarna i da je ne možemo dokazati zbog nedostatka podataka o kvalitetu registrovanih poslova. Njena svrha je da "zagrebe" ispod površine relativno statičnih podataka o tržištu rada i nagovesti da je tržište rada u Srbiji itekako turbulentno i podložno velikim unutrašnjim oscilacijama između različitih kontingenata radnosposobnog stanovništva radnog uzrasta.

## Zarade

### Realni rast plata značajno usporava u Q1

Realni rast plata u Q1 2008. značajno usporava u odnosu na celu prethodnu godinu. Prosečna mesečna bruto plata u Q1 je međugodišnje realno porasla za 5,2%, što je skoro četiri puta manje nego u Q1 2007. godine kada je taj rast iznosio 18,5% (Tabela T4-5). Međutim, ovo smanjenje realnog međugodišnjeg indeksa bruto plata je delom i posledica poređenja sa izuzetno visokim nivoom plata iz Q1 2007.

**Tabela T4-5. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2004–2008**

	Prosečna mesečna zarada (RZS)				Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade (RZS) <sup>2)</sup>	
	Ukupni troškovi rada <sup>1)</sup> , u din.	Neto, u din.	Ukupni troškovi rada, u evrima	Neto, u evrima	nominalni	realni
	1	2	3	4	5	6
<b>2004</b>	24.234	14.108	334	194	123,7	111,4
<b>2005</b>	30.142	17.478	364	211	124,4	107,1
<b>2006</b>	37.493	21.745	445	258	124,4	111,3
<b>2007</b>	45.723	27.785	572	347	121,9	114,6
<b>2005</b>						
Q1	26.134	15.140	326	189	121,8	105,1
<b>2006</b>						
Q1	33.258	19.284	382	221	127,3	111,0
Q2	36.447	21.126	420	243	123,5	108,1
Q3	37.882	21.986	455	264	122,3	109,7
Q4	42.387	24.585	533	309	124,9	116,6
Decembar	48.686	28.267	618	359	128,1	120,9
<b>2007</b>						
Q1	41.319	25.103	517	314	124,2	118,5
Q2	44.684	27.165	551	335	122,6	118,6
Q3	46.108	28.019	576	350	121,7	114,1
Q4	50.781	30.855	644	392	119,8	108,2
Decembar	56.736	34.471	713	433	116,5	104,1
<b>2008</b>						
Q1	49.291	30.007	596	363	119,3	105,2
April	53.474	32.562	660	402	122,2	105,5

Izvor: RZS.

Fusnote:

1) Ukupni troškovi rada predstavljaju ukupno opterećenje poslodavca po radniku, uključujući sve poreze i doprinose, i iznose oko 164,5% neto zarade.

2) Indeksi rasta bruto zarada i ukupnih troškova rada su jednaki jer su ukupni troškovi rada su veći od bruto zarade za fiksnih 17,9%.

### Plate u aprilu malo iznad proseka Q1

Plate u aprilu i nominalno i realno rastu malo iznad proseka Q1, što možemo pripisati usklađivanju plata u javnom sektoru koje je bilo predviđeno za maj, a zatim je zbog izbora premešteno za april (Tabela T4-5). Iako posmatramo skok u rastu plata u nekim delatnostima, ukupan realni rast uopšte nije bio toliko značajan, što pripisujemo inflaciji koja je u aprilu bila veća nego u Q1<sup>4</sup>.

### Još uvek ne dolazi do indeksacije plata u odnosu na cene

Realno usporavanje rasta plata u prva četiri meseca 2008. ukazuje na to da ne dolazi do indeksacije plata u odnosu na cene. Nominalni rast je ostao konstantno visok (19,3% u Q1 u odnosu na 19,8% u Q4 2008.), ali ga inflacija čini realno manjim.

### Jedinični troškovi rada međugodišnje opadaju

Jedinični troškovi rada<sup>5</sup> (JTR) u Q1 2008. opadaju na međugodišnjem nivou: 43,4% u Q1 2008 u odnosu na 44,7% u Q1 2007. (kolona 2, Tabela T4-6), dok su JTR kada isključimo poljoprivredu i državu u Q1 2008. pali na 39,1% sa 40,8% koliko su iznosili u Q1 2007. (kolona 3, Tabela T4-6).<sup>6</sup> Uočavamo i sezonski rast JTR u Q1 u odnosu na Q4 2007. (kolone 2 i 3, Tabela T4-6) do kog dolazi zato što u Q1 opada proizvodnja koju smanjenje plata ne prati u istoj meri.

4 Za detaljnije objašnjenje videti odeljak 3. "Cene i devizni kurs" u ovom broju QM-a.

5 Izraženi kao učešće ukupnih troškova rada u BDP-u (kolona 2, Tabela T4-6) i učešće ukupnih troškova rada u BDV iz koje su isključeni poljoprivreda i država (kolona 3, Tabela T4-6).

6 Za više detalja o troškovima rada videti odeljak 5. "Privredna aktivnost" u ovom broju QM-a.

**Tabela T4-6. Srbija: troškovi rada i međugodišnji indeksi, 2004–2008**

	Troškovi rada			Međugodišnji indeksi masa ukupnih troškova rada <sup>4)</sup>	
	Masa ukupnih troškova rada, u hiljadama din. <sup>1)</sup>	Jedinični troškovi rada (BDP) <sup>2)</sup>	Jedinični troškovi rada (BDV) <sup>3)</sup>	nominalni	realni
	1	2	3	4	5
<b>2004</b>	534.767.841	38,7	40,1	124,7	112,3
<b>2005</b>	661.108.425	38,8	39,1	123,6	106,5
<b>2006</b>	805.517.464	40,0	38,2	121,8	109,1
<b>2007</b>	962.953.763	41,8	38,8	119,5	112,3
<b>2005</b>					
Q1	143.108.218	40,8	40,7	121,5	104,9
<b>2006</b>					
Q1	180.227.329	41,9	39,2	125,9	109,0
Q2	196.486.925	39,6	38,0	121,0	106,0
Q3	203.348.767	38,6	37,5	119,7	107,4
Q4	225.454.442	40,0	38,2	121,4	113,3
<b>2007</b>					
Q1	218.080.843	44,7	40,8	121,0	115,4
Q2	235.889.439	42,8	38,5	120,1	116,2
Q3	242.433.477	40,1	38,3	119,2	111,8
Q4	266.550.004	40,0	37,4	118,2	106,7
<b>2008</b>					
Q1 <sup>4)</sup>	257.889.706	43,4	39,1	118,3	104,3

Izvor:RZS.

Napomena: Navedeni podaci poseduju metodološke nepreciznosti zato što RZS ne prati plate kod preduzetnika. Zato vrednosti u Tabeli T4-6 ne posmatramo kao apsolutne vrednosti, već samo pratimo njihove trendove, koji ocrtavaju realnu sliku.

Fusnote:

1) Masa ukupnih troškova rada je ocenjena veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih i ukupnih troškova rada, koji uključuju neto platu kao i sve poreze i doprinose. Podaci o zaposlenosti i zaradama kod pravnih lica su iz RZS, dok su podaci o zaradama zaposlenih kod preduzetnika procenjeni na osnovu podataka iz Poreske uprave.

2) Učešće mase ukupnih troškova rada u ukupnom BDP-u.

3) Učešće mase ukupnih troškova rada u BDV iz koje su isključeni poljoprivreda i državni sektor.

4) Indeksi rasta bruto zarada i ukupnih troškova rada su jednaki jer su ukupni troškovi rada su veći od bruto zarade za fiksni 17,9%.

5) Za računanje mase zarada u Q1 2008. koristimo podatke o zaposlenosti za januar 2008.

**Realne bruto plate u  
privredi usporavaju sa  
rastom u Q1**

Posmatrano po sektorima, realne bruto plate u privredi usporavaju s rastom u Q1. Pored ribarstva i poljoprivrede, koji imaju jaku sezonsku komponentu, najveći međugodišnji rast plata od 10% beležimo u sektoru hotela i restorana, a zatim u trgovini – 9,4%. Dok se realne plate u trgovini i u aprilu održavaju na visokom nivou, u sektoru hotela i restorana dolazi do međugodišnjeg pada realnih zarada od 3,6%. Realne plate u finansijskom posredovanju međugodišnje opadaju za 6,6% u Q1, da bi se oporavile u aprilu kada njihov rast iznosi 6,8% (Tabela T4-7). U ribarstvu zapažamo ogroman skok realnih zarada od 65,2% u aprilu koji nismo u mogućnosti da objasnimo, s obzirom na to da je ovaj sektor podložan značajnim sezonskim oscilacijama.

**Tabela T4-7. Srbija: međugodišnji realni indeksi bruto zarada po delatnostima, 2005–2008**

	2005	2006	2007	Q4 2006	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Apr 2008
Ukupno	107,1	111,3	114,6	116,6	118,5	118,6	114,1	108,2	105,2	105,5
Poljoprivreda, šumarstvo i vodoprivreda	112,2	114,7	107,6	112,4	110,2	105,6	108,2	106,3	113,0	114,1
Ribarstvo	116,2	92,6	86,7	100,5	78,8	63,6	101,5	103,0	118,0	165,2
Vađenje ruda i kamena	100,4	113,5	118,5	115,1	135,4	121,1	111,3	106,4	91,9	100,5
Prerađivačka industrija	109,1	113,7	111,6	115,8	114,9	114,7	109,7	106,8	108,3	103,3
Proizvodnja električne energije, gasa i vode	104,1	106,3	118,7	114,9	143,0	117,7	110,1	103,8	82,4	100,1
Građevinarstvo	104,5	112,9	117,2	119,4	123,9	126,0	112,9	106,1	108,7	106,0
Trgovina na veliko i malo, opravka	111,6	114,5	113,1	117,9	118,7	115,1	113,5	105,1	109,4	109,6
Hoteli i restorani	108,3	109,5	112,9	108,6	112,0	114,7	115,6	109,2	110,0	96,4
Saobraćaj, skladištenje i veze	104,2	108,5	108,9	109,1	108,5	111,9	108,4	106,9	105,8	105,5
Finansijsko posredovanje	110,5	112,4	109,1	111,3	112,9	111,4	105,2	106,7	93,4	106,8
Poslovi s nekretninama, iznajmljivanje	111,6	103,4	119,6	107,3	122,0	120,8	116,6	119,0	105,2	93,7
Državna uprava i socijalno osiguranje	105,0	109,2	111,3	112,5	111,5	118,3	113,2	102,2	98,3	105,3
Obrazovanje	108,2	108,9	114,3	112,0	111,9	118,5	116,3	110,5	110,2	111,4
Zdravstveni i socijalni rad	100,0	108,5	123,9	125,5	125,5	130,8	127,2	112,0	105,6	102,9
Druge komunalne, društvene i lične usluge	102,6	105,0	107,4	111,0	106,2	111,7	110,6	101,0	102,1	95,3

Izvor: RZS, RAD-1.

**Najveći rast u Q1  
u sektoru hotela i  
restorana praćen  
padom u aprilu;  
značajan pad  
u finansijskom  
posredovanju, koje se  
oporavlja u aprilu**



**Tabela T4-8. Srbija: bruto zarade u javnom sektoru 2004–2008, međugodišnji realni indeksi**

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Ostalo (privreda)	Prosek Srbije
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
	1	2	3	4	5		
<b>2004</b>	107,4	107,7	110,9	107,9	113,4	113,7	111,4
<b>2005</b>	105,9	106,0	100,8	100,5	103,0	106,9	107,1
<b>2006</b>	109,1	107,2	109,4	110,8	102,9	113,7	111,3
<b>2007</b>	111,1	114,7	123,8	116,7	105,0	114,1	114,6
<b>2005</b>							
Q1	106,7	101,3	104,0	100,4	106,6	110,5	105,1
<b>2006</b>							
Q1	111,5	111,1	102,2	108,9	97,0	115,0	111,0
Q2	102,2	100,8	103,1	109,6	102,8	111,3	108,1
Q3	108,0	104,2	105,0	108,4	102,7	112,4	109,7
Q4	114,7	112,8	127,5	116,1	109,3	116,0	107,5
<b>2007</b>							
Q1	111,5	112,6	125,4	129,8	113,8	117,3	118,5
Q2	118,6	119,2	131,5	118,9	104,5	117,4	118,6
Q3	114,1	116,7	127,5	112,5	104,1	112,5	114,1
Q4	100,1	110,3	111,0	105,8	97,4	109,0	108,2
<b>2008</b>							
Q1	99,2	109,5	105,6	94,3	98,5	107,2	105,2

Izvor: RZS.

Napomene:

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

2) U koloni 6 je predstavljena ocenjena veličina koja se dobija kada se od ukupne mase zarada u Srbiji oduzme masa zarada u javnom sektoru, a zatim se ta razlika подели sa brojem zaposlenih u privredi (kolona 7, Tabela T4-2).

#### **U javnom sektoru plate usporavaju s rastom u Q1**

U javnom sektoru realne plate usporavaju s rastom. Najveći međugodišnji rast bruto plata u ovom sektoru zabeležen je u obrazovanju, i iznosi 10,2% (Tabela T4-7), odnosno 9,5% u platama koje se isplaćuju iz budžeta (Tabela T4-8), što objašnjavamo velikim pritiscima sindikata obrazovanja za povećanje plata u prosveti. I u aprilu se nastavlja visok međugodišnji realni rast bruto plata u obrazovanju – 11,4% (Tabela T4-7). U zdravstvu je međugodišnji realni rast plata gotovo dvostruko manji nego u obrazovanju i iznosi 5,6% (Tabele T4-7 i T4-8). U državnoj upravi bruto plata u Q1 2008. međugodišnje realno pada za 0,8% (Tabela T4-8).

#### **I u javnim preduzećima pad realnih bruto plata u Q1**

U javnim preduzećima beležimo međugodišnji pad realnih bruto plata – u državnim preduzećima taj pad iznosi 5,7%, dok u lokalnim on iznosi 1,5% (Tabela T4-8).

#### **Volatilnost plata u javnom sektoru je mnogo veća nego u privredi**

Primećujemo da je volatilnost plata u javnom sektoru mnogo veća nego u privredi (Tabela T4-8). Neki delovi javnog sektora (npr. javna državna preduzeća) – dostigli su realni rast zarada od oko 30% u Q1 2007, da bi u Q1 2008. taj rast bio blago negativan (kolona 4, Tabela T4-8), što predstavlja razliku između indeksa rasta plata od preko 30 procentnih poena. Poređenja radi, u istom periodu se realni međugodišnji rast bruto zarada u privredi spustio za oko 10 procentnih poena (kolona 6, Tabela T4-8). Visoku volatilnost plata u javnom sektoru objašnjavamo velikim pritiscima sindikata, na osnovu kojih dolazi do jednokratnih povećanja plata, a zatim i njihove stagnacije dok se ne popusti pod novim pritiscima, što ukazuje na to da ne možemo predvideti koliko će taj trenutni trend opadanja realnih zarada u javnom sektoru da potraje.

#### **U privredi uravnoteženiji opadajući trend rasta realnih zarada. Pitamo se da li tržište rada konačno počinje da deluje**

U protekloj godini u privredi beležimo dosta uravnoteženiji opadajući trend rasta realnih zarada: sa 17,3% u Q1 2007. na 7,2% u Q1 2008. (kolona 6, Tabela T4-8). Ovakav trend pokazuje da se zarade u privredi brže prilagođavaju rastu cena, ali da je zabeležen pad realnih zarada ipak značajan, i da još uvek ne dolazi do indeksacije plata u odnosu na cene. Činjenica da nema indeksacije potencijalno ukazuje da tržište rada počinje da deluje, i da pri odluci o povećanju plata poslodavci uzimaju u obzir i privredna očekivanja koja su za 2008. godinu dosta niža (što u Srbiji, što u svetu) u odnosu na prethodne dve godine koje je okarakterisao visok privredni rast. Međutim, budući da inflacija iz meseca u mesec ubrzava, potrebno je pratiti dužu seriju kretanja na tržištu rada da bismo sa sigurnošću utvrdili da li će ipak doći do indeksacije plata u odnosu na cene.

## 5. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost u Q1 zadržava visok rast. Rast BDP u Q1 procenjujemo na oko 7,6%. Domaća tražnja je i u Q1 osnovni pokretač privrednog rasta u kom prednjače usluge, ali s oporavkom izvoza i poljoprivrede u Q1 dolazi do ubrzanja rasta materijalne proizvodnje. U Q1 je došlo do usporavanja realnog rasta zarada i prirasta kredita koje u sadejstvu s umerenom fiskalnom politikom najavljuju usporavanje domaće tražnje u narednim kvartalima. Imajući to u vidu očekujemo usporavanje dela privredne aktivnosti koji se oslanja na domaću tražnju. U suprotnom smeru će najverovatnije delovati visok rast poljoprivrede u 2008. koji se procenjuje na oko 10%, i dela proizvodnje koji se oslanja na izvoz. Analiza jediničnih troškova rada u evrima ukazuje da u Q1 nije došlo do gubitka međunarodne konkurentnosti privrede. Industrijska proizvodnja je u Q1 za 6% viša u odnosu na isti period prethodne godine, ali već martovski podaci ukazuju na usporavanje.

### Bruto domaći proizvod

**Rast BDP u Q1  
procenjujemo  
na 7,6%...**

**...a nepoljoprivredne  
BDV na 7,9%**

Prema preliminarnoj proceni QM-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti, a na osnovu metodologije RZS<sup>1</sup>, međugodišnji realni rast BDP u Q1 procenjujemo na visokih 7,6% (Tabela T5-1). Ostvareni rast BDP u Q1 viši je od onog iz Q4 za oko pola procentnog poena. Nepoljoprivredna BDV, koju smatramo boljom merom privredne aktivnosti budući da je poljoprivreda pod egzogenim uticajima, u Q1, međutim, usporava rast u odnosu na Q4 2007. godine. Realni međugodišnji rast nepoljoprivredne BDV u Q1 procenjujemo na oko 7,9%<sup>2</sup>, što je za oko dva procentna poena niže u odnosu na Q4 2007. Ovo je slika koju ćemo najverovatnije gledati do kraja 2008. godine – visoka aktivnost nepoljoprivrednog dela privrede koju nasleđujemo iz 2007. godine će u većoj ili manjoj meri da se koči, ali će visok rast poljoprivrede<sup>3</sup> delovati u suprotnom smeru, te će stope rasta BDP-a najverovatnije biti posledica zbira dva divergentna trenda – visokog rasta poljoprivredne proizvodnje i usporavanja nepoljoprivredne BDV.

**Tabela T5-1. Srbija: bruto domaći proizvod, 2004–2008<sup>1)</sup>**

	Međugodišnji indeksi								Bazni indeks (jan-mar) <sub>08</sub> / (jan-mar) <sub>02</sub>	Učešće 2007
	2005	2006	2007	2007				2008		
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 <sup>2)</sup>		
Ukupno	106,2	105,7	107,5	108,2	107,6	107,5	106,9	107,6	141,8	100,0
Porezi minus subvencije	110,2	99,8	108,8	112,7	106,6	111,3	105,6	107,0	159,3	15,5
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	105,5	106,8	107,3	107,5	107,8	106,9	107,2	107,8	139,2	84,5
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	107,3	107,9	109,5	108,9	109,6	109,5	110,0	107,9	145,2	89,2 <sup>3)</sup>
Poljoprivreda	95,1	99,8	92,0	94,9	92,8	91,3	91,0	106,0	96,3	10,8 <sup>3)</sup>
Prerađivačka industrija	99,9	105,6	104,8	109,4	104,9	104,6	101,6	104,4	116,6	15,7 <sup>3)</sup>
Građevinarstvo	102,0	107,7	109,1	128,8	110,6	102,6	101,2	100,1	148,6	3,5 <sup>3)</sup>
Saobraćaj, skladištenje i telekomunik.	123,4	129,3	124,0	117,7	122,6	125,1	129,4	120,0	279,3	15,1 <sup>3)</sup>
Trgovina na veliko i malo	122,0	110,3	119,3	121,5	119,3	118,1	118,9	110,0	234,1	12,7 <sup>3)</sup>
Finansijsko posredovanje	117,4	117,2	120,3	119,2	120,0	119,9	121,9	118,0	235,6	8,4 <sup>3)</sup>
Ostalo	102,1	100,5	101,0	99,1	101,6	101,4	101,8	101,0	107,1	33,7 <sup>3)</sup>

Izvor: RZS.

1) U stalnim cenama iz 2002. god.

2) Procena QM-a.

3) Učešće u BDV.

1 Metodologija koju smo koristili prilikom procenjivanja BDP zasnovana je na proceni realnog rasta bruto dodate vrednosti pojedinačnih sektora privrede po proizvodnom principu, a zatim njihovom sabiranju i dodavanju poreske komponente. Modifikacije u odnosu na RZS delom su vezane za indikatore na osnovu kojih procenjujemo sektorski rast, a za koje smatramo da u pojedinim slučajevima pouzdanije prikazuju stvarni rast sektora (npr. proizvodnja cementa u građevinarstvu). Takođe, budući da raspoložimo manjim brojem dostupnih indikatora od RZS, u procenu uključujemo i posredne indikatore koji nisu sastavni deo zvanične metodologije, a sprovodimo i dublje analize trendova pojedinačnih sektora i analizu tražnje.

2 Za više detalja o kretanju nepoljoprivredne BDV videti Okvir 1. "Ocena trenda privredne aktivnosti u 2007".

3 Poljoprivreda se u 2008. poredi sa izuzetno niskom bazom, usled suše, iz 2007. godine. Aktuelne su prognoze da će poljoprivredna sezona biti prosečna, što će i tako da donese oko 10% rasta poljoprivrede. Navedene procene su konzervativne, te je moguć i viši rast poljoprivrede u 2008.

**Usluge usporavaju rast...**

U Q1 je dakle zadržan visok rast privrede, ali je struktura ostvarenog rasta znatno drugačija u odnosu na Q4 2007. godine. Ako podelimo privredu na dva segmenta – usluge i materijalnu proizvodnju – uočavamo da su u Q1 usluge usporile dok je materijalna proizvodnja ubrzala rast<sup>4</sup>. Svrha ovakvog posmatranja privrede je u tome što su usluge pod dominantnim uticajem domaće tražnje, dok na materijalnu proizvodnju, osim domaće tražnje, u znatnoj meri utiče i izvozna tražnja, ali i egzogeni uticaji<sup>5</sup>. U Q1 je realni međugodišnji rast usluga još uvek viši od materijalne proizvodnje (9% u odnosu na 5,2%), ali je rast usluga u Q4 2007. iznosio čak 13,5%, dok je materijalna proizvodnja u Q4 2007. zabeležila međugodišnji pad koji je iznosio 2,4%.

**... a materijalna proizvodnja ubrzava**

Navedeni trendovi usporavanja usluga i ubrzanja materijalne proizvodnje će se po svemu sudeći nastaviti i u narednim kvartalima, budući da postoje indikacije koje ukazuju na usporavanje rasta domaće tražnje. Usporavanje rasta domaće tražnje će se pre svega odraziti na usporavanje rasta usluga. S druge strane, očekujemo dalje ubrzanje rasta izvoza i visok rast poljoprivrede u 2008. usled poređenja s niskom bazom iz 2007, te će materijalna proizvodnja najverovatnije održati, a možda čak i nastaviti da ubrzava svoj rast i pored usporavanja domaće tražnje.

Posmatrano po sektorima, do najznačajnijeg usporavanja u Q1 je došlo u sektoru trgovine na veliko i malo. Rast trgovine na veliko i malo u Q1 procenjujemo na oko 10% (Tabela T5-1), što je znatno niže u odnosu na međugodišnji realni rast od 18,9% iz Q4 2007. Međugodišnji rast saobraćaja, skladištenja i telekomunikacija u Q1 procenjujemo na oko 20%, što je takođe znatno niže u odnosu na ostvareni rast u Q4 2007. (29,4%). U ovom slučaju, međutim, smatramo da je usporavanje zapravo posledica metodoloških problema u praćenju tog heterogenog sektora, a da do toliko značajnog usporavanja u realnosti i nije došlo<sup>6</sup>.

**Očekuje se visok rast poljoprivrede u 2008.**

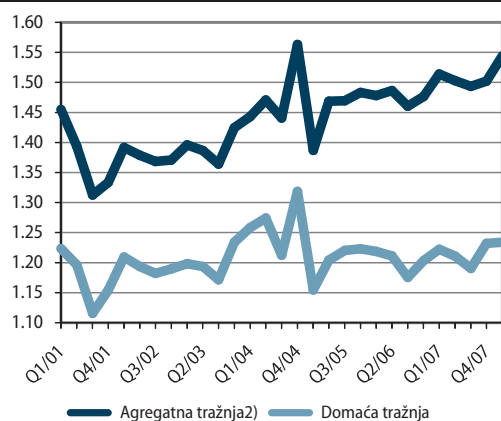
Na drugoj strani, procene rasta poljoprivrede u čitavoj 2008. iznose visokih 10%, dok međugodišnji rast u Q1 procenjujemo na oko 6%. Iako je o poljoprivredi teško bilo šta zaključivati na osnovu Q1, već je gotovo izvesno da se neće ponoviti loša prošlogodišnja sezona kada je poljoprivreda ostvarila međugodišnji pad od 8%. Industrijska proizvodnja takođe ubrzava rast u Q1 u odnosu na Q4 2007, ali već martovski podaci ukazuju na određeno usporavanje.

**Domaća tražnja je u Q1 veoma visoka...**

Domaća tražnja posmatrana na kvartalnom nivou je u Q1 još uvek visoka, mada je zaustavljeno njeno snažno ubrzanje iz Q4 2007. (Grafikon T5-2). U narednom periodu očekujemo dalje usporavanje rasta domaće tražnje, budući da fiskalna politika u Q1 nije bila ekspanzivna, a prirast kredita i realni rast zarada se usporio. Zadržavanje visoke domaće tražnje u Q1 je verovatno

posledica preliivanja efekata ekspanzivne fiskalne politike iz decembra 2007. U prilog ovoj tvrdnji idu i dostupni mesečni indikatori industrijske proizvodnje i trgovine na malo koji nakon visokih stopa rasta u januaru i februaru snažno usporavaju u martu<sup>7</sup>. U martu je takođe došlo i do usporavanja uvoza. Ovakva kretanja posmatranih indeksa ukazuju da je već u martu došlo do značajnog smanjenja domaće tražnje kada su se po svemu sudeći iscrpeli efekti ekspanzivne decembarske fiskalne politike. Sličan efekat smo mogli uočiti prilikom drugih vanrednih povećanja domaće tražnje, najčešće usled predizbornih fiskalnih ekspanzija.

U Q1 je došlo do oporavka izvoza nakon značajnog usporavanja njegovog rasta, koje smo evidentirali u Q3, i posebno Q4 2007.

**Grafikon T5-2. Srbija: kretanje agregatne i domaće tražnje, 2001–2008<sup>1)</sup>**

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

1) U odnosu na BDP.

2) Agregatna tražnja = domaća tražnja + izvoz.

**...ali je zaustavljeno njeno ubrzanje iz Q4****Izvoz se oporavlja**

4 Usluge – trgovina na veliko i malo, saobraćaj, skladištenje i telekomunikacije, finansijsko posredovanje, hoteli i restorani, poslovi s nekretninama i ostale usluge. Materijalna proizvodnja – poljoprivreda, industrijska proizvodnja i građevinarstvo.

5 Egzogeni faktori najviše utiču na poljoprivredu i građevinarstvo.

6 Za više detalja videti Okvir 1. "Ocena trenda privredne aktivnosti u 2007".

7 Indeks prometa u maloprodaji u martu ukazuje na međugodišnji rast prometa u stalnim cenama od tek 2,9%, što je nezabeleženo u prethodnih pet godina i ukazuje pre svega na značajan pad tražnje stanovništva.

### Jedinični troškovi rada su osetno smanjeni

Usporavanje izvoza u drugoj polovini prethodne godine ipak nije bilo toliko izazvano padom tražnje za izvozom, koliko egzogenim uticajima sa strane ponude (remont *visoke peći dva* u kompaniji US Steel Serbia, administrativna zabrana izvoza žitarica i sl.).<sup>8</sup> Postepeno otklanjanje egzogenih barijera u Q1, konkretno oporavak proizvodnje u US Steel Serbia, pozitivno doprinosi kako oporavku izvoza, tako i povećanju ukupne proizvodnje.

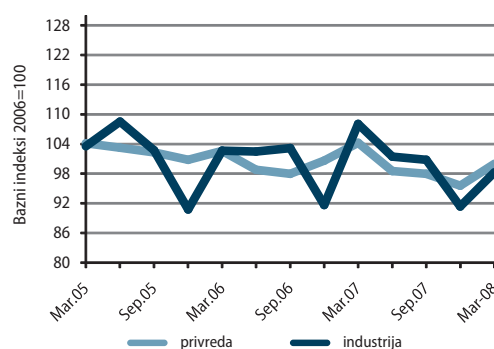
Jedinični troškovi rada (JTR) mereni u dinarima beleže međugodišnji pad, dok su evro-JTR na približno istom nivou kao u Q1 2007. Pad dinarskih JTR je posledica visokog rasta produktivnosti i usporavanja realnog rasta zarada. Ubrzanje inflacije u Q1 nije se prenelo u punoj meri na rast zarada, što je dovelo do smanjenja JTR. Na Grafikonu T5-3 prikazani su jedinični troškovi rada u privredi (iz koje smo isključili državu i poljoprivredu) i industriji. Poremećaj koji se desio još u Q1 2007, kada su usled visokog realnog rasta zarada JTR naglo porasli, potpuno je amortizovan do kraja 2007. godine usporavanjem realnog rasta zarada i sada su JTR, uz sezonske oscilacije<sup>9</sup>, ponovo na trendu višegodišnjeg smanjivanja (Grafikon T5-3).

### Konkurentnost ne pada

Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR) ukazuju nam na međunarodnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatu vrednost. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, koja proizvodi daleko najveći deo razmenjivih proizvoda, i za ukupnu privredu<sup>10</sup>. Naglašavamo da ovakva analiza prati samo relativnu promenu konkurentnosti (JTR) u odnosu na prosek 2004. godine i da ne dajemo ocenu da li je ili nije domaća privreda konkurentna na međunarodnom tržištu

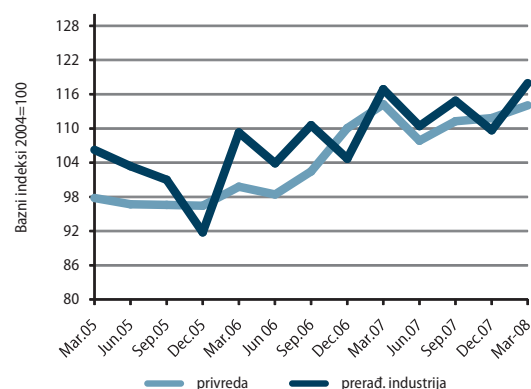
Evro-JTR su od 2004. do 2007. godine porasli između 10% i 15%, (Grafikon T5-4), što ujedno kvantifikuje i pad konkurentnosti domaće privrede u navedenom periodu. U 2007. i u Q1 2008. evro-JTR su približno na nivou dostignutom početkom 2007. godine. Uz sve ograde koje proizilaze iz ovakve analize, kretanje evro-JTR u proteklih nešto više od godinu dana ukazuje na to da domaća privreda ipak uspeva da tržišnim mehanizmima – rastom produktivnosti i usporavanjem rasta zarada – amortizuje negativan uticaj dugoročnog trenda apresijacije dinara na konkurentnost.

**Grafikon T5-3. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi i industriji, 2005–2008**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

**Grafikon T5-4. Srbija: realni evro jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2008**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

<sup>8</sup> Za više detalja videti odeljak 6. "Platni bilans i spoljna trgovina" ovog izdanja QM-a

<sup>9</sup> U Q1 JTR beleže sezonski rast u odnosu na Q4 prethodne godine što se i vidi na grafikonima T5-3 i T5-4, jer dolazi do sezonskog smanjenja privredne aktivnosti koje nije ispraćeno smanjenjem zarada. Međugodišnji pad JTR u dinarima i evrima se vizuelno uočava na grafikonima poredeći vrhove u vrednostima JTR iz Q1 2007. i Q1 2008.

<sup>10</sup> Bez sektora države i poljoprivrede.

***I u 2008. očekujemo solidan privredni rast***

Drugi zaključak koji sledi iz analize evro-JTR jeste da će u narednim kvartalima najverovatnije doći do punog oporavka visokog rasta izvoza koji je bio usporen u drugoj polovini prethodne godine. Razlozi za usporavanje izvoza u navedenom periodu bili su egzogene prirode, a kako JTR ukazuju da u međuvremenu nije došlo do pada konkurentnosti domaće privrede, očekujemo da će s otklanjanjem egzogenih faktora izvoz ponovo dostići slične stope rasta koje je beležio u prvoj polovini 2007.

***Nepoljoprivredna BDV je u 2007. rasla znatno brže od BDP*****Okvir 1. Ocena stvarnog trenda privredne aktivnosti u 2007.**

Najčešće korišćena mera aktivnosti jedne ekonomije je bruto domaći proizvod (BDP). BDP predstavlja ukupnu proizvodnju roba i usluga u nacionalnoj ekonomiji u određenom vremenskom periodu, najčešće kvartalu ili godini dana. Nekada se, međutim, trendovi privredne aktivnosti ne mogu predstaviti isključivo kretanjem BDP. Kretanje poljoprivredne proizvodnje je pod snažnim egzogenim uticajima i nije obavezno u skladu sa kretanjem ostatka privrede. Upravo takav slučaj je bio u 2007. godini kada je suša uticala na smanjenje poljoprivredne proizvodnje za 9% u odnosu na 2006. godinu, dok je ostatak privrede beležio visoke stope rasta.

RZS je procenio realni rast BDP u 2007. na 7,5%<sup>1</sup> (Tabela T5-1). Rast nepoljoprivredne BDV je bio znatno viši i iznosio je 9,5%. Na Grafikonu T5-5 prikazano je kretanje BDP i nepoljoprivredne BDV po kvartalima.

Posmatranjem Grafikona T5-5 uočavamo da je nepoljoprivredna BDV od početka godine ubrzavala rast, što je bilo u suprotnosti s kretanjem BDP. U pogledu ovog rezultata imamo određenu rezervu budući da metodologija koju koristi RZS za obračun kvartalnog BDP u pojedinim slučajevima ne opisuje u pravoj meri kretanje privredne aktivnosti.

***Postoje problemi u merenju privredne aktivnosti***

Problem koji je bio prisutan u 2007. godini – vezan je za praćenje heterogenog sektora saobraćaja, skladištenja i telekomunikacija. Na Grafikonu T5-6 prikazali smo zvanične podatke o kvartalnom rastu sektora saobraćaja, skladištenja i telekomunikacija. Rast tog sektora u 2007. godini iznosio je izuzetno visokih 24%, najviše zahvaljujući enormnom rastu telekomunikacija – posebno mobilne telefonije. Indikativno je, međutim, da je trend rasta tog sektora posmatran po kvartalima potpuno suprotan od kretanja ostatka privrede (Grafikon T5-6). U Q1 je međugodišnji realni rast tog sektora iznosio 17,7% da bi do Q4 ubrzao na čak 29,4%. Ostatak nepoljoprivredne BDV je u istom periodu usporio međugodišnjeg rast sa 7,5% u Q1 na 6,5% u Q4 2007.

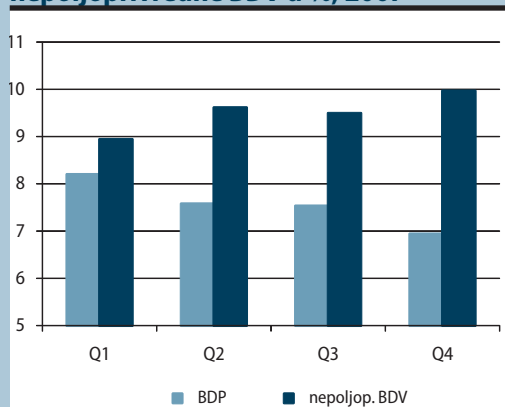
***Telekomunikacije su verovatno ostvarile niži rast od zvaničnih podataka***

Metodologija kojom se procenjuje rast proizvodnje u mobilnoj telefoniji zasniva se na merenju broja impulsa, bez deflacioniranja njihove vrednosti u slučaju promene cene. U 2007. godini je došlo do jačanja konkurencije u mobilnoj telefoniji. Uz povećanje saobraćaja koje je RZS precizno evidentirao, došlo je i do pada realne vrednosti prosečnog impulsa, što nije uključeno u zvaničnu procenu rasta sektora saobraćaja, skladištenja i telekomunikacija. Kada bismo uključili i promenu vrednosti impulsa u mobilnoj telefoniji onda bi ostvareni rast sektora bio usklađeniji s trendom ostatka privrede i ne bi izazivao privid ubrzanja nepoljoprivredne BDV od početka godine.

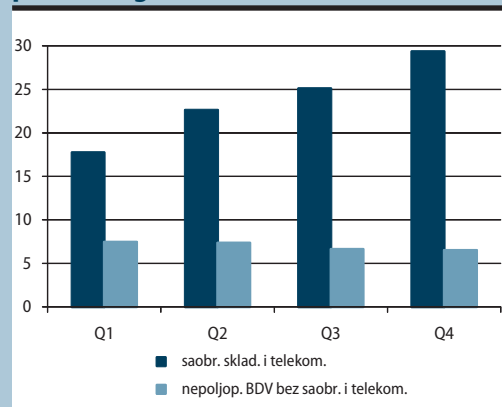
Imajući u vidu navedene činjenice, ocenjujemo da ukupni ostvareni privredni rast u 2007. moramo neznatno korigovati naniže (procenjujemo rast BDP u 2007. na oko 7,2%). Takođe, analiza koju smo sprovedili<sup>2</sup> korigujući indikatore koje smatramo neadekvatnim i uključujući u analizu i neke posredne indikatore, dolazimo do ocene da je ostvareni rast privredne aktivnosti bio izuzetno visok u 2007, ali nešto niži od zvaničnih vrednosti (rast nepoljoprivredne BDV između 8,5 i 9%) – kao i da je stvarni trend kretanja privrede blago usporavanje od Q1 do Q4 2007, a ne ubrzanje kao što je evidentirano (procenjujemo usporavanje nepoljoprivrednog BDV od 9% iz Q1 do oko 8,5% u Q4). Imajući ovo u vidu ostvareni rast nepoljoprivredne BDV u Q1 koji procenjujemo na oko 8% zapravo je na trendu kretanja privredne aktivnosti iz 2007.

<sup>1</sup> Objavljeni podatak je podložan reviziji

<sup>2</sup> Posmatrajući veći broj posrednih indikatora, kao i kretanje agregatne tražnje koje zvanična statistika ne koristi prilikom procenivanja BDP.

**Grafikon T5-5. Srbija: rast BDP i nepoljoprivredne BDV u %, 2007**

Izvor: QM na osnovu podataka RZS.

**Grafikon T5-6. Srbija: rast saobraćaja, skladištenja i telekom. i ostatka nepoljoprivrednog BDV u %, 2007**

Izvor: QM na osnovu podataka RZS.

## Industrijska proizvodnja

**Industrijska proizvodnja je ubrzala rast**

Industrijska proizvodnja je u Q1 ubrzala rast u odnosu na Q4 2007. Međugodišnji rast industrijske proizvodnje u Q1 iznosi 6% u odnosu na 0,4% iz Q4 2007 (Tabela T5- 7). Najviši međugodišnji rast od 12% ostvarila je proizvodnja i distribucija električne energije, gasa i vode, ali je on prvenstveno posledica poređenja s niskom proizvodnjom električne energije početkom 2007, usled neuobičajeno tople zime. Prerađivačka industrija takođe znatno ubrzava rast, i on sada iznosi 4,4% u odnosu na isti period prethodne godine. Vađenje ruda i kamena je ostvarilo međugodišnji rast na nivou ukupne industrijske proizvodnje i on iznosi 6%.

**Tabela T5-7. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2005–2008**

	Međugodišnji indeksi							Učešće	
	2005	2006	2007	2007				2008	2007
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	100,8	104,7	103,7	104,8	105,2	103,5	100,4	106,0	100,0
Vađenje ruda i kamena	102,1	104,1	99,4	102,1	101,4	99,2	95,6	106,0	6,0
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	104,2	108,5	104,9	103,3	99,9	104,4	75,8
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	106,6	102,2	102,8	94,2	108,7	106,5	104,3	112,0	18,2

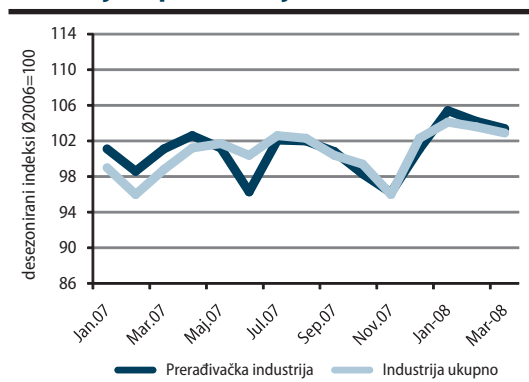
Izvor: RZS.

**Desezonirani indeksi potvrđuju visok rast industrijske proizvodnje u Q1**

Desezonirani indeksi takođe ukazuju na viši nivo industrijske proizvodnje u Q1 u odnosu na Q4 2007. (Tabela T5-8). Međutim, snažno ubrzanje industrijske proizvodnje koje je započeto još u novembru 2007. zaustavljeno je u januaru i sada industrijska proizvodnja započinje trend blagog usporavanja.

**Rast prerađivačke industrije 4,4%**

Prerađivačka industrija je u Q1 ostvarila solidan međugodišnji rast koji iznosi 4,4%, što predstavlja ubrzanje za 4,5 procentnih poena u odnosu na Q4 2007. godine. Na ubrzanje rasta prerađivačke industrije u Q1 uticao je oporavak proizvodnje osnovnih metala (Tabela T5-9) nakon završetka remonta *visoke peći dva* u kompaniji US Steel Serbia. Ali i ostatak prerađivačke industrije je ubrzao svoj rast u Q1.

**Grafikon T5-8. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2007–2008**

Izvor: RZS.

U Tabeli T5-9 prikazane su oblasti s najvećim učešćem u industrijskoj proizvodnji prerađivačke industrije. Primećujemo da je, osim proizvodnje osnovnih metala, najveći deo posmatranih oblasti sa velikim učešćem usporio svoj rast u odnosu na Q4 2007, a da je do značajnog ubrzanja došlo u ostatku prerađivačke industrije. Interesantno je primetiti da je do 2007. godine rast industrijske proizvodnje ostvarivan zahvaljujući rastu sektora s velikim učešćem u prerađivačkoj industriji u kojima je došlo i do najvećeg broja uspešnih privatizacija, dok je ostatak prerađivačke industrije bio u stalnom padu. Takvi trendovi su doveli do povećanja specijalizacije industrijske proizvodnje u Srbiji.

Situacija se sada znatno promenila i od 2007. godine ostatak prerađivačke industrije beleži viši rast od ostatka industrije. Bitno je istaći je da je ukupan indeks rasta prerađivačke industrije sada u većoj meri posledica zajedničkog trenda čitavog sektora, a ne zbira divergentnih trendova visokog rasta uspešnih oblasti i pada onih neuspešnih.

**Tabela T5-9. Srbija: oblasti sa najvećim učešćem u rastu u 2007, 2005–2008**

	Međugodišnji indeksi								Učešće 2007
	2005	2006	2007	2007				2008	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	104,2	108,5	104,9	103,3	99,9	104,4	100,0
Ukupno odabrani sektori	106,5	108,3	103,8	109,7	104,0	102,0	99,9	104,0	67,3
Proizvodnja prehr. pr. i pića	104,6	105,3	105,8	112,2	107,7	104,2	100,6	101,7	30,1
Hemijska industrija	103,8	108,3	105,0	105,6	95,3	104,1	115,0	112,6	13,0
Proizvodnja osnovnih metala	121,8	122,7	98,0	115,1	108,7	92,2	78,9	108,6	10,2
Proizvodnja pr. od nemetalnih minerala	97,7	106,6	100,3	123,4	98,0	91,9	90,6	87,8	5,2
Proizvodnja koksa i derivata nafte	97,7	106,6	100,3	81,0	93,5	110,2	105,8	105,4	4,4
Proizvodnja proizvoda od gume i plastike	109,2	95,8	108,0	105,0	111,0	107,5	108,1	102,1	4,4
Ostalo	83,9	98,9	105,1	105,9	106,8	106,2	99,8	105,2	32,7

Izvor: RZS.

**Prednjači proizvodnja energije**

Posmatrano po nameni (Tabela T5-10) – najviši međugodišnji rast industrijske proizvodnje od 10,2% u Q1 ostvarila je proizvodnja energenata, što je i očekivano uzimajući u obzir nešto hladniju zimu u odnosu na prethodnu. Proizvodnja potrošnih dobara beleži međugodišnji pad, koji je, međutim, manji u odnosu na Q4, dok proizvodnja intermedijarnih proizvoda i investicionih dobara u Q1 beleži blagi međugodišnji rast.

Uočavamo da je proizvodnja svih pojedinačnih grupacija proizvoda u Q1 imala pozitivne pomake u odnosu na Q4 2007. (svi redovi iz tabele T5-10 u Q1 ili ubrzavaju međugodišnji rast ili usporavaju pad u odnosu na Q4).

Ta činjenica nam potvrđuje prethodno iznete teze: (1) da se nastavlja konvergencija u kretanjima različitih oblasti industrijske proizvodnje koja se prvi put pojavljuje tek u 2007. godini i (2) da ubrzanje rasta industrijske proizvodnje u Q1 nije prvenstveno posledica oporavka proizvodnje osnovnih metala, već pre svega zajedničkog trenda čitave industrije.

**Tabela T5-10. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2007**

	Međugodišnji indeksi								Učešće <sup>5)</sup>
	2005	2006	2007	2007				2008	2007
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	100,6	104,7	103,7	104,8	105,2	103,5	100,4	106,0	100,0
Energija <sup>1)</sup>	103,9	102,5	101,2	93,0	104,9	105,6	103,0	110,2	26,6
Investiciona dobra <sup>2)</sup>	74,2	90,0	105,4	97,1	99,1	117,8	103,3	106,5	6,0
Intermedijalna dobra <sup>3)</sup>	104,9	106,7	104,9	113,6	108,4	102,4	95,7	106,0	30,4
Intermedijalna dobra bez osnovnih metala	101,5	101,3	107,3	113,1	108,3	105,9	101,5	105,1	22,6
Potrošna dobra <sup>4)</sup>	101,6	112,0	107,1	122,4	109,1	102,3	97,2	99,4	37,0
Potrošna dobra bez prehr. industrije	96,3	128,3	109,2	138,7	111,4	99,3	91,8	95,8	14,2

Izvor: RZS.

1) Vađenje uglja, sirove nafte i gasa, elektro i vodoprivreda.

2) Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 281,282 i 283 Klasifikacije delatnosti), proizvodnja mašina i uređaja (osim električnih), proizvodnja kancelarijskih i računarskih mašina, radio TV i komunikacione opreme, preciznih i optičkih instrumenata, proizvodnja motornih vozila i prikolica i proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava.

3) Rude metala, nemetala, kamen. Tekstilna prediva i tkanine, proizvodi od drveta i plute (sem nameštaja), celuloza, papir i prerađevine od papira, proizvodi od gume i plastike, proizvodi hemijske industrije (osim farmaceutske i proizvoda kućne hemije), petrohemija, građevinski materijal, osnovni metali, podsektor proizvodnje metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 284, 285, 286 i 287 Klasifikacije delatnosti), električne mašine i aparati i podsektor reciklaže.

4) Proizvodi prehrambene industrije, duvanski proizvodi, odevni predmeti, proizvodi od kože, obuća, proizvodi izdavačke delatnosti, proizvodi farmaceutske industrije i kućna hemija, nameštaj i ostali raznovrsni proizvodi.

5) Učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji.

## Građevinarstvo

### Građevinska aktivnost je u Q1 na visokom nivou...

Građevinska aktivnost je u Q1 na sličnom nivou kao u istom periodu prethodne godine. To je indikacija vrlo visokog nivoa građevinske aktivnosti, budući da je u Q1 2007. građevinarstvo imalo vrlo visok rast usled povoljnih meteoroloških uslova (izuzetno tople zime). Kako je u Q1 zadržan sličan nivo građevinske aktivnosti, iako je bilo manje radnih dana nego u istom periodu prethodne godine, naš je zaključak da je građevinska aktivnost u Q1 zapravo značajno ubrzala u odnosu na Q4 2007. Ipak zbog izraženog sezonskog karaktera građevinarstva, Q1 (kao i Q4) odlikuje se znatno nižom građevinskom aktivnošću u odnosu na Q2 i Q3. Imajući u vidu navedenu činjenicu, za konačan zaključak o dinamici građevinarstva sačekaćemo rezultate iz narednih kvartala.

### ...slično kao u Q1 2007.

Među više neusklađenih indikatora koji opisuju kretanja u građevinarstvu kao najpouzdaniji posmatramo indeks proizvodnje cementa<sup>11</sup> (Tabela T5-11). Proizvodnja cementa u Q4 2007. je za 0.1% viša od proizvodnje iz istog perioda prethodne godine.

**Tabela T5-11. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2008**

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	...	...	...	...

Izvor: RZS.

Od ostalih indikatora građevinarstva koje objavljuje RZS: vrednost građevinskih radova u Q4 je nominalno viša za 12,9%, a u stalnim cenama za 8,5%, u odnosu na isti period prethodne godine. Broj radnika na gradilištima je manji za 0,4%, dok je međugodišnji rast ostvarenih časova rada na gradilištima 0,4%.

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



## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

Platnobilansna pozicija Srbije u Q1 se pogoršava. Nakon dužeg perioda (poslednjih 14 kvartala, s izuzetkom Q1 2007) u kom smo beležili snažan rast deviznih rezervi, u Q1 rast deviznih rezervi – saldo platnog bilansa – značajno usporava, i iznosi svega 29,3 miliona evra. To ukazuje na promenu trenda, i moguću ugroženost platnobilansne pozicije, pre svega zbog i dalje značajnog rasta deficita tekućeg računa i neizvesnosti vezane za održivost daljih kapitalnih priliva. Izvoz u Q1 se donekle oporavlja nakon značajnog usporavanja u drugoj polovini 2007. Uvoz usporava rast, ali navedene promene u trendovima izvoza i uvoza još uvek nisu dovoljne da dovedu do smanjenja trgovinskog deficita koji nastavlja da raste. Prema podacima NBS, deficit tekućeg računa u Q1 iznosi visokih 15,4% BDP-a. Objavljeni podaci pokazuju manji deficit tekućeg računa od onog iz Q4 2007, ali je to smanjenje isključivo posledica promene metodologije koju Narodna banka Srbije koristi, a ne stvarnog poboljšanja tekućeg bilansa.

### **Platnobilansna pozicija se pogoršava u Q1...**

Prema objavljenim podacima NBS, deficit tekućeg računa platnog bilansa iznosi 1.165 miliona evra (15,4% procenjenog kvartalnog BDP-a). Takav saldo predstavlja međugodišnje pogoršanje tekućeg bilansa od 27,7%, do čega dolazi pre svega zbog pogoršanja robnog bilansa i viših odliva faktorskih transfera prema inostranstvu, kao i slabog međugodišnjeg rasta tekućih transfera. Pogoršanje deficita tekućeg računa je donekle kompezovano rastom od 10,9% kapitalnog i finansijskog računa.

### **Deficit tekućeg računa i dalje raste, (27,7% međugodišnje)...**

Deficit robne razmene se pogoršava (23,0% međugodišnje) i iznosi 1.823 miliona evra, što je posledica i dalje snažnog rasta uvoza (21,8%) i nedovoljnog rasta izvoza (20,4%)<sup>1</sup>. U Q1 registrovani uvoz robe iznosi 3.489 miliona evra (46,2% procenjenog kvartalnog BDP-a), izvoz 1.666 miliona evra (22,0% procenjenog kvartalnog BDP-a), a robni deficit, izražen u procentima BDP-a iznosi 24,1%, (23,0% u Q1 2007). Pokrivenost uvoza izvozom se pogoršava u odnosu na 2007, i iznosi 47,7% (50,1% tokom 2007). Imajući u vidu nisku pokrivenost uvoza izvozom i gotovo izjednačene stope rasta uvoza i izvoza, možemo očekivati dalje pogoršanje trgovinskog i, konsekvantno, tekućeg deficita.

### **... i dostiže visokih 15,4% BDP-a**

### **Nastavlja se rast uvoza (21,8%) dok rast izvoza (20,4%) usporava u odnosu na 2007.**

Deficit po osnovu neto faktorskih transfera (86 miliona evra) povećava se u Q1 na međugodišnjem nivou, prvenstveno zbog rasta rashoda po osnovu kamata isplaćenih inostranstvu. Ovo je logična posledica rasta privatnog duga zemlje. Rashodi na osnovu kamata iznose 201 milion evra (149 u Q1 2007), od čega je država isplatila 72 miliona evra. Prihodi po osnovu kamata iznose 106 miliona evra, tako da neto rashodi kamata iznose 95 miliona evra.

### **Robni deficit – 24,1% BDP-a pokriva se tekućim transferima (doznakama) koje iznose 9,2% BDP-a**

Tekući transferi (694 miliona evra, 9,2% tromesečnog BDP-a), ublažuju negativan saldo trgovinskog bilansa. Ti transferi su i dalje visoki, i to pre svega zbog endemski visokog nivoa doznaka (508 miliona evra). Međugodišnji rast tekućih transfera beleži blagi rast (5,2% međugodišnje), dok prilivi po osnovu doznaka ostaju na prošlogodišnjem nivou. Osim toga, Srbija je u Q1 primila 46 miliona evra donacija iz inostranstva.

<sup>1</sup> U delu teksta koji se bavi analizom platnog bilansa koriste se korigovani podaci za uvoz i izvoz (f.o.b.) koje objavljuje NBS i koji se računaju po metodologiji MMF-a ("Balance of Payments Manual", fifth edition, IMF; <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>). U delu teksta koji se bavi analizom uvoza i izvoza koristimo podatke RZS koji se metodološki razlikuju od podataka NBS. Zbog toga postoji objektivna razlika u prikazanom uvozu i izvozu kao i u stopama rasta.

Tabela T6-1. Srbija: platni bilans, Q1 2007. i Q1 2008

	Stara	Nova	
	metodologija	metodologija	
	Q1 2007	Q1 2007	Q1 2008
<b>kvartalne vrednosti, u milionima evra</b>			
<b>TEKUĆE TRANSAKCIJE</b>	-1186	-911	-1165
Robni bilans	-1445	-1482	-1823
Izvoz robe	1390	1383	1666
Porast (12-m, u %)	34,6	33,9	20,4
Uvoz robe	-2829	-2865	-3489
Porast (12-m, u %)	32,2	33,9	21,8
Bilans usluga	6	-35	51
Dohodak, neto	-106	-55	-86
od čega kamate	-106	-108	-161
Tekućí transferi uključujući donacije	360	661	694
<b>GREŠKE I PROPUSTI</b>	-165	98	-54
<b>KAPITALNO - FINANSIJSKE TRANSAKCIJE</b>	1351	813	1218
Strane direktne investicije (SDI)	614	666	729
Zaduživanje i ostali prilivi	547	147	489
Srednjeročni i dugoročni krediti, neto	534	515	440
Preвременa otplata duga i kamata države <sup>2)</sup>	-143	-143	0
Ostalo <sup>3)</sup>	156	-225	49
od čega:			
DEVIZNE REZERVE NBS <sup>4)</sup> , neto, (korišćenje: +)	191	229	-29
<b>PRO MEMORIA</b>			
Sopstvene rezerve NBS <sup>5)</sup>	276	314	-188
<b>u % BDP-a odgovarajućeg perioda</b>			
Izvoz robe	21,5	21,5	22,0
Uvoz robe	-44,4	-44,4	-46,1
Bilans robne razmene	-23,0	-23,0	-24,1
Bilans tekućih transakcija	-18,4	-14,1	-15,4
BDP u evrima <sup>6)</sup>	6.449	6.449	7.573

Izvor: Tabela P-8 i P-9 u Analitičkom prilogu.

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

2) Uključuje prevremenu otplatu duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.

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

4) Ne uključuje tranše MMF-a. Prema novoj metodologiji NBS, devizne rezerve NBS su uključene u finansijsko - kapitalni račun.

5) Bruto rezerve NBS, bez depozita banaka i države.

6) Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kursa NBS); BDP - Procena QM-a.

## Okvir 1. O promeni metodologije platnog bilansa

**Promena metodologije NBS dovodi do nižeg prikazanog deficita tekućeg računa za oko 4% BDP-a**

Narodna banka Srbije, u naporu da prilagodi platni bilans metodologiji MMF-a (IMF BOP manual, 5<sup>th</sup> edition<sup>1)</sup>), promenila je metodologiju izrade platnog bilansa na način koji ne dozvoljava direktno poređenje sa do sada objavljenim platnim bilansom (do kraja 2007), budući da je promenjena metodologija kako tekućeg, tako i kapitalnog računa. Narodna banka planira objavljivanje metodološke napomene o promeni metodologije platnog bilansa. U odnosu na prethodno primenjivanu metodologiju ova promena ublažava akutno visok deficit tekućeg računa. Međutim, bez obzira na metodologiju, trend pogoršanja ostaje.

Promene se odnose na: (a) *tretman tekućih transfera* – priliva sredstava po menjačkim poslovima, priliva i odliva doznaka i podizanje sredstava sa deviznih računa građana kao i računa nerezidenata i (b) na *beleženje ostalih kapitalnih priliva* – pre svega nove devizne štednje, kao i isplate dospelih obveznica stare devizne štedenja.

Priliv sredstava po menjačkim poslovima se više ne prikazuje kao zasebna stavka, iako se ova kategorija i dalje prati i registruje, već se jedan deo tih priliva beleži kao priliv doznaka, dok se drugi deo beleži kao izvoz usluga – prihodi od turizma.

1 <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>

Nova devizna štednja, koja se do sada beležila kao linija u kapitalnom računu, od januara 2008. registruje se u tekućem računu kao priliv doznaka.

Promene deviznih računa nerezidenata koje su se do sada registrovale u tekućem računu, prema novoj metodologiji beleže se u kapitalnom bilansu – u liniji gotovina i devizni računi.

Isplate obveznica stare devizne štednje više se ne beleže posebno – deo koji ostaje na deviznim računima građana je platnobilansno neutralan, a deo koji se isplati kao efektivni strani novac – beleži se kao odliv doznaka.

Bespovratni transferi (donacije) su prema novoj metodologiji uključeni u tekuće transfere.

Dolazi i do promene računanja deviznih rezervi NBS. Pored međuvalutnih promena rezervi, za koje je NBS i prema prethodnoj metodologiji korigovala tok deviznih rezervi, nova metodologija, prema preporuci MMF-a, uključuje i korekcije za promenu vrednosti HoV koje ulaze u sastav deviznih rezervi, kao i za promenu međunarodne cene monetarnog zlata.

Sve ove metodološke promene dovode do toga da je prema novoj metodologiji tekući račun viši (to jest deficit tekućeg računa je manji), dok je kapitalni račun umanjen za približno isti iznos.

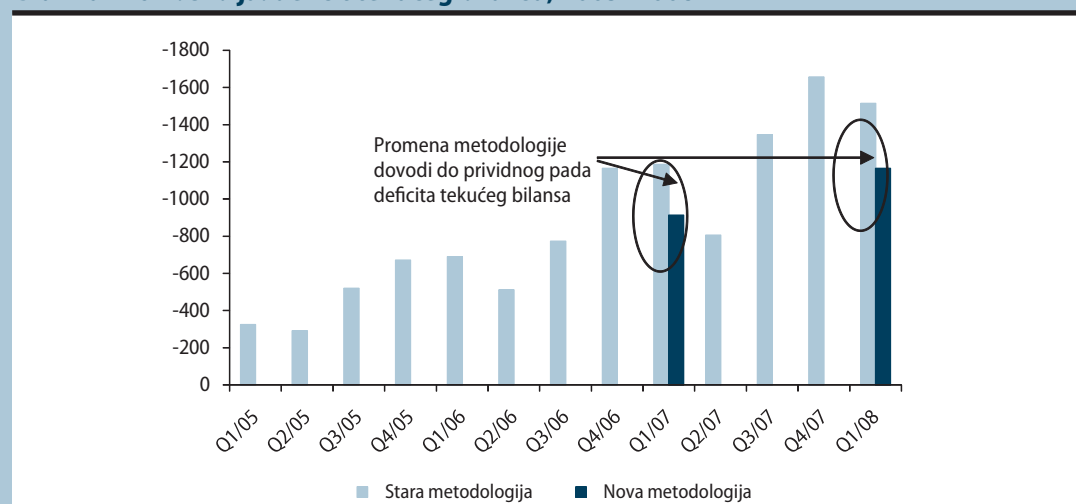
Prema dostupnim podacima za Q1 2007. i 2008. godine, izrađenim prema petoj verziji manuala za izradu platnog bilansa MMF-a, tekući račun u Q1 2008. iznosi 1.165 miliona evra, pogoršava se za 27,7% (međugodišnja promena), i izražen u procentu bruto domaćeg proizvoda iznosi 15,4%, čime se naizgled stiče utisak da dolazi do pada učešća deficita tekućeg računa u BDP-u u odnosu na prethodnu godinu.

Promena metodologije, međutim, implicira računovodstveno niže prikazan deficit tekućeg računa. Prema prethodnoj metodologiji deficit tekućeg računa je u Q1 2007. iznosio 1.186 miliona evra, dok prema novoj metodologiji taj deficit iznosi 912 miliona evra. Razlika koja je posledica metodološke promene smanjila je deficit tekućeg računa u Q1 2007. za 274 miliona evra, ili za oko 4,2% BDP-a.

U tom smislu, možemo pretpostaviti da bi uz objavljeni rast deficita tekućeg računa prema prethodnoj metodologiji – deficit verovatno dostigao zabrinjavajuće visokih 20,0% BDP-a u Q1, nakon već visokih 16,7% BDP-a u 2007, i 19,1% u Q4 2007. godine (Grafikon T6-2).

U osnovi je tekući račun platnog bilansa "računovodstveno" popravljen, u skladu sa metodologijom MMF-a, ali se postavlja pitanje na koji način druge zemlje koje imaju specifičnosti slične našim – pre svega izuzetno visoku deviznu štednju – izrađuju platni bilans, i da li tu postoji razlika.

**Grafikon T6-2. Srbija: deficit tekućeg bilansa, 2005–2008**



Izvor: NBS.

Napomena: Q1 2008. prema staroj metodologiji, procena QM-a.

## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

**Zaduživanje iz inostranstva i SDI nastavljaju da kompenzuju deficit tekućeg računa**

Kapitalni i finansijski račun beleži rast (10,9%) i iznosi 1.218 miliona evra, i još uvek pokriva deficit tekućeg računa. Dobra performansa kapitalnog računa u Q1 je posledica značajnih priliva stranih direktnih investicija, kao i daljeg značajnog kreditiranja iz inostranstva, pre svega privatnog nebankarskog sektora (Tabela T6-3).

**Visoke SDI – 729 miliona evra**

Priliv stranih direktnih investicija u Q1 (729 miliona evra) treba uzeti sa dozom rezerve, budući da je u njih uključena i uplata sredstava od privatizacije DDOR-a (187 miliona evra), koja je obavljena 2007. godine, kao i avansna uplata za privatizaciju RTB BOR, koja je kasnije raskinuta, a uplaćena sredstva su vraćena. Pitanje koje se postavlja, s obzirom na prekid u privatizaciji i generisana očekivanja vezana za političku nestabilnost, jeste: koliki priliv SDI možemo da očekujemo u naredna dva do tri kvartala. Visok nivo priliva SDI u Q1 je još uvek posledica investicione inercije, a ne pokazatelj nekog srednjoročnog, održivog trenda priliva stranih investicija.

Portfolio investicije se smanjuju. Tokom čitave 2007. godine dolazi do snažnog priliva tih investicija (672 miliona evra tokom cele 2007, 206 miliona u Q1 2007), ali u 2008. dolazi do promene trenda, i povlačenja sredstava sa srpskog tržišta kapitala (-43 miliona evra), kako zbog povećane političke nestabilnosti, tako i zbog posledica finansijskih šokova u SAD i Evropi. Takvo ponašanje investitora je u skladu sa svetskim trendom povlačenja investicionih fondova sa mladih, brzo rastućih tržišta u poslednja dva kvartala.

**Neto zaduživanje iz inostranstva se nastavlja mada sporijim tempom**

Neto kreditiranje iz inostranstva se nastavlja, iako je priliv slabiji nego u Q1 2007. Neto direktni krediti iz inostranstva preduzećima nastavljaju s rastom, i dostižu 590 miliona evra (rast od 23,7%), pri čemu je preko 80% tih kredita registrovano kao dugoročna obaveza. Privredni subjekti su se po osnovu dugoročnih kredita (preko dve godine) u Q1 zadužili 976 miliona evra, a razdužili 502 miliona evra.

**Direktni krediti privredi 590 miliona evra**

Bankarski sektor se značajno razdužuje u Q1 (387 miliona evra), i to pre svega na osnovu kratkoročnih kredita. Ovo je prvenstveno posledica visoke likvidnosti bankarskog sektora, snažnog direktnog prekograničnog zaduživanja preduzeća, kao i snažnih dokapitalizacija u 2007, što je posledica mera NBS.

**Banke se razdužuju – 387 miliona evra**

Dodatno, finansijsko-kapitalni bilans u ovom kvartalu beleži prilive i po osnovu rasta trgovinskih kredita (79 miliona evra), kao i izuzetno visokog priliva strane gotovine i deviznih depozita u domaćim banakama (274 miliona evra, 210% više nego u Q1 2007).

Devizne rezerve NBS u Q1 beleže zanemarljiv rast (29 miliona evra), i ovo usporavanje je znak upozorenja da u kraćem roku može da dođe do platnobilansne neravnoteže.

**Spoljni dug Srbije****U odnosu na Q1 2007. spoljni dug se povećao za 3,1 milijardu evra..**

Ukupan spoljni dug Srbije u martu 2008. godine iznosi 17.957 miliona evra (58% BDP-a), što predstavlja porast od 168 miliona evra u odnosu na stanje spoljnog duga na kraju 2007. U odnosu na BDP-a ukupan spoljni dug beleži pad od 1,6 procentnih poena u istom periodu. Na međugodišnjem nivou prisutan je porast ukupnog spoljnog duga od 3,1 milijardi evra, odnosno za 1,2 procentna poena BDP-a.

Javni spoljni dug iznosi 6,035 miliona evra (Tabela T6-4), što predstavlja pad u odnosu na decembar 2007. godine od 95 miliona evra.

Prema podacima Ministarstva finansija, oko 16,5% javnog spoljnog duga je indeksirano u dolarima. S obzirom na takvu strukturu javnog spoljnog duga, i s obzirom na to da se privatni sektor zadužuje uglavnom u evrima i švajcarskim francima, izražena apresijacija evra u odnosu na dolar tokom 2007. godine nije značajno uticala na iskazan obim ukupnog spoljnog zaduživanja.

**...u najvećoj meri kao posledica snažnog inostranog zaduživanja preduzeća**

Izražena dinamika rasta privatnog inostranog zaduživanja se nastavlja. U martu 2008. privatni spoljni dug iznosi 11.922 miliona evra, odnosno 38,5% BDP-a (što je rast od 5,5 procentnih poena u odnosu na mart prethodne godine). Ono što je najuočljivije u Q1 jeste veliko zaduživanje preduzeća, dok su se banke u istom periodu razdužile. U decembru 2007. godine direktno

zaduživanje preduzeća činilo je 66% ukupnog privatnog duga, dok na kraju marta 2008. taj procenat iznosi 71,2%.

Ako posmatramo rast dugoročnog duga, vidimo da je on isključivo posledica zaduživanja preduzeća. Ukupan dugoročni privatni dug iznosi 10.883 miliona evra, od čega je 75,6% dug preduzeća. Snažno dugoročno zaduživanje preduzeća nastavljeno je istim tempom koji je obeležio prošlu godinu, tako da i pored dugoročnog razduživanja banaka u Q1 ove godine – dolazi do porasta ukupnog dugoročnog duga. Dugoročni dug preduzeća sada dostiže čak 8,22 milijarde evra, što je porast od 652 miliona evra u odnosu na kraj prošle godine.

Kratkoročni dug se smanjuje u odnosu na decembar 2007, što je posledica smanjenja kratkoročnog duga banaka za približno 400 miliona evra. Istovremeno je došlo do porasta kratkoročnog zaduživanja preduzeća za 146 miliona evra. Nakon rasta, kratkoročni dug preduzeća je sada malo iznad nivoa marta prethodne godine (iznosi 270 miliona evra) – što predstavlja zaokret nakon prošlogodišnje tendencije smanjivanja kratkoročnog zaduživanja preduzeća.

**Tabela T6-3. Srbija: struktura spoljnog duga, 2005–2008**

	2005	2006	2007				2008
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
<b>stokovi, u milionima evra, kraj perioda</b>							
Ukupan spoljni dug (U % BDP-a)	13.064 61,9	14.884 59,8	14.858 56,8	15.689 57,3	16.361 57,5	17.789 59,6	17.957 58,0
Javni spoljni dug (U % BDP-a)	7.714 36,5	6.420 25,8	6.241 23,9	6.253 22,8	6.210 21,8	6.130 20,5	6.035 19,5
Dugoročni	7.630	6.363	6.185	6.197	6.157	6.096	6.003
od čega MMF	732	185	0	0	0	0	0
Kratkoročni	84	57	56	56	53	34	32
Privatni spoljni dug (U % BDP-a)	5.350 25,3	8.464 34,0	8.617 33,0	9.436 34,5	10.151 35,6	11.659 39,1	11.922 38,5
Dugoročni	4.156	7.263	7.669	8.532	9.152	10.372	10.883
od čega banke	1.260	2.929	2.906	2.704	2.628	2.801	2.660
od čega privreda	2.895	4.334	4.763	5.828	6.524	7.571	8.223
Kratkoročni	1.194	1.201	948	904	999	1.287	1.039
od čega banke	924	942	701	808	875	1.163	770
od čega privreda	271	259	247	96	123	124	269
Neto spoljni dug <sup>1)</sup> (u% BDP-a)	38,5	23,6	23,1	23,5	24,0	27,3	27,1

Izvor: NBS

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

## Izvoz

### Robni izvoz ubrzava rast i to zahvaljujući oporavku krupnog izvoza

Robni izvoz je u Q1 2008. ubrzao međugodišnji rast (20,5% prema 15,2% u Q4 2007, Tabela T6-5). Ubrzanje robnog izvoza je posledica postepenog oporavka krupnog izvoza<sup>2</sup>, koji je u Q1 zabeležio rast od 1,9% nakon pada od 19,4% iz Q4 2007. Oporavlja se izvoz dve najvažnije komponente krupnog izvoza – gvožđa i čelika i obojenih metala – dok je izvoz povrća i voća i žitarica još uvek nizak. Kada izuzmemo krupni izvoz, ostatak izvoza zadržava visok i stabilan rast od oko 30% (Tabela T6-5).

2 Krupni izvoz: gvožđe i čelik, obojeni metali, povrće i voće, žitarice i proizvodi.

**Tabela T6-4. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2007–2008**

	Učešće u ukupnom izvozu u 2007.	2008		2007				2008
		Q1	Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
	u %	u mil. evra	međugodišnji rast (u %)					
Ukupno	100,0	1.676	34,6	29,8	27,3	15,2	20,5	
Kрупni (dominantni) izvoz	29,7	463	36,1	29,1	19,4	-17,4	1,9	
Gvožđe i čelik	12,5	220	61,5	29,1	9,7	-20,6	3,6	
Obojeni metali	7,9	125	11,9	18,6	17,6	-21,5	4,5	
Povrće i voće	5,3	65	30,3	59,2	29,7	17,1	13,9	
Žitarice i proizvodi	3,9	53	26,6	23,2	40,7	-35,3	-19,1	
Noseći izvoz	70,3	1.213	33,9	30,1	31,5	31,7	29,6	
Jezgro	32,7	549	30,9	35,2	28,6	24,0	23,5	
Odeća	5,1	89	31,6	31,0	28,1	19,4	15,5	
Razni gotovi proizvodi, nigde pomenuti	4,3	77	6,0	17,1	34,2	39,4	50,7	
Proizvodi od metala, nigde pomenuti	4,8	76	76,6	60,5	33,1	24,7	26,9	
Proizvodi od kaučuka	3,3	57	16,2	17,9	4,8	0,0	3,3	
Električne mašine, aparati i uređaji	3,6	63	77,6	81,2	66,7	48,8	50,9	
Organski hemijski proizvodi	3,0	47	42,8	71,4	46,3	30,4	7,9	
Plastične materije u primarnim oblicima	2,2	40	-7,4	8,2	8,3	13,6	34,4	
Obuća	2,3	41	34,9	18,1	10,9	11,2	15,8	
Hartija, karton i proizvodi od celuloze	2,0	33	12,3	35,6	23,0	21,0	21,4	
Proizvodi od nemetalnih minerala	2,1	28	55,3	32,0	28,1	22,4	10,3	
Ostalo	37,6	664	36,7	26,0	34,2	38,7	35,0	

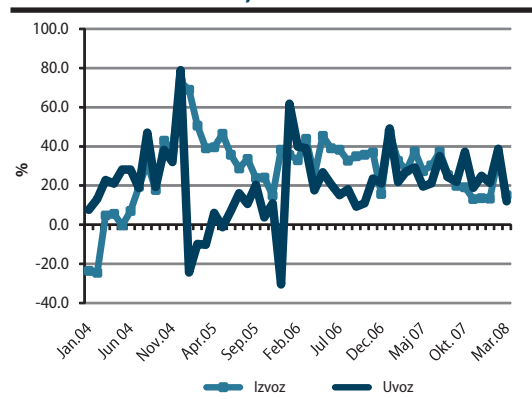
Izvor: RZS.

**Izvoz gvožđa i čelika počinje da oživljava**

Najveći doprinos oporavku ukupnog robnog izvoza dao je izvoz gvožđa i čelika (rast od 3,6% prema -20,6% u Q4 2007). Oporavak izvoza tih proizvoda u najvećoj meri jeste posledica završetka remonta druge visoke peći u U.S. Steel-u koji je bio obavljen tokom druge polovine 2007. godine. Redukcija izvoza gvožđa i čelika u drugoj polovini 2007. usled pomenutog remonta najverovatnije će uticati na to da međugodišnje stope rasta u drugoj polovini 2008. budu precenjene. Smatramo da ćemo realniju dinamiku izvoza gvožđa i čelika moći da sagledamo tek tokom 2009.

**Oporavlja se i izvoz obojenih metala**

Veliki doprinos ubrzanju ukupnog izvoza dao je i oporavak izvoza obojenih metala (4,5% prema -21,5% u Q4 2007). Najveći deo izvoza obojenih metala sačinjavaju bakar i aluminijum<sup>3</sup>. Kada dinamiku izvoza obojenih metala posmatramo iz te perspektive, zaključujemo dve stvari: (1) u Q1 2008. zabeležen je snažan oporavak izvoza bakra (10,3% prema -33,7% u Q4 2007), i (2) u Q1 2008. izvoz aluminijuma je posrnuo (-4,7% prema 6,3% u Q4 2007). Nema sumnje da je oporavak izvoza bakra u vezi s rastom njihove međunarodne tražnje, na šta ukazuje međugodišnji skok cene bakra od oko 30%, dok se pad izvoza aluminijuma može objasniti suprotnim tokovima, što je usklađeno s njegovim pojeftinjenjem od oko 2,5%.

**Grafikon T6-5. Srbija: međugodišnje stope rasta izvoza i uvoza, 2004–2008**

Izvor: RZS.

3 Između 95% i 98%.

Izvoz povrća i voća ostvario je u Q1 2008. blago međugodišnje usporavanje (14,2% prema 17,1% u Q4 2007). Ta komponenta izvoza nije imala stabilan rast još od novembra 2007, te stoga sa sigurnošću možemo reći da nju u poslednjih pet meseci odlikuje solidna volatilnost. Naime, nakon usporavanja ovog izvoza tokom poslednja dva mececa 2007, usledilo je ubrzanje njegovog rasta u januaru i februaru 2008, čime je povraćen jedan visok i uobičajen tempo rasta. Ipak, mart mesec je doneo međugodišnji pad izvoza voća i povrća, što je osnovni uzrok blagog kvartalnog usporavanja.

**Izvoz žitarica nastavlja negativnu dinamiku**

Izvoz žitarica nastavlja sa negativnom dinamikom međugodišnjeg rasta (-19,2% prema -35,3% u Q4 2007). Ovakva dinamika posledica je produženja Uredbe o privremenom ograničenju izvoza određenih vrsta robe kojom se zabranjuje izvoz žitarica, o čemu je bilo reči u prethodna dva broja QM-a. Budući da je izuzetno sušna sezona rezultirala znatno smanjenom poljoprivrednom proizvodnjom, Vlada Republike Srbije je 3. 8. 2007. donela Uredbu kojom se zabranjuje izvoz određenih vrsta žitarica. Ta uredba je pretrpela tri izmene, a poslednja izmena obuhvata i produženje njenog važenja do 15. juna 2008. godine. Dva su osnovna motiva za zadržavanje tih administrativnih mera: (1) sprečavanje ubrzanja inflacije redovnim snabdevanjem domaćeg tržišta prehrambenim proizvodima i (2) zaustavljanje smanjenja stočnog fonda usled nedostatka i poskupljenja stočne hrane.

**Noseći izvoz beleži stabilan i visok rast**

*Noseći izvoz* koji sačinjava oko 70% ukupnog robnog izvoza zadržava veoma stabilan i visok međugodišnji rast (29,6% prema 31,7% u Q4 2007). U njegovoj strukturi uočavamo jedva primentno usporavanje rasta izvoza kategorije *jezgro* i zadržavanje komponente *ostalo* na trendu visokog i stabilnog rasta.

*Jezgro* izvoza Srbije zadržava visok tempo rasta uz neznatno usporavanje (23,5% prema 24,0% u Q4 2007). Ovo usporavanje ne smatramo značajnim i verovatno je posledica stohastičkih kolebanja. Među proizvodima koji sačinjavaju ovu kategoriju ne postoji nijedan proizvod koji je zabeležio međugodišnje smanjenje. Najveći međugodišnji rast ostvarili su: električne mašine i uređaji (50,9%), razni gotovi proizvodi (50,7%), plastične materije u primarnim oblicima (34,4%) i proizvodi od metala (26,9%). Ujedno, najmanji međugodišnji rast zabeležili su: organski hemijski proizvodi (7,9%) i proizvodi od kaučuka (3,3%).

Izvoz široke lepeze proizvoda svrstanih u komponentu *ostalo* usporio je rast (35,0% prema 38,7% u Q4 2007). Ipak, u poređenju s međugodišnjim stopama rasta iz prva tri kvartala 2007. ne možemo zaključiti da je došlo do usporavanja. Dakle, komponenta *ostalo* zadržava visok i stabilan tempo rasta.

**EU ostaje tradicionalno najvažnija izvozna destinacija**

Evropska unija je tradicionalno najvažniji spoljnotrgovinski partner koji apsorbuje oko 56% ukupnog robnog izvoza. (Tabela T6-6). Dobar deo srpskog izvoza usmeren je prema svega četiri zemlje, i to prema Italiji, Bosni i Hercegovini, Nemačkoj i Crnoj Gori. Izvoz u ove zemlje sačinjava oko 45% ukupnog izvoza. Taj podatak ukazuje na relativno visok stepen geografske koncentracije izvoza, što može predstavljati opasnost po njegovu stabilnost i održivost spoljnotrgovinskog deficita.

**Tabela T6-6. Srbija: izvoz, struktura po zemljama, 2007–2008**

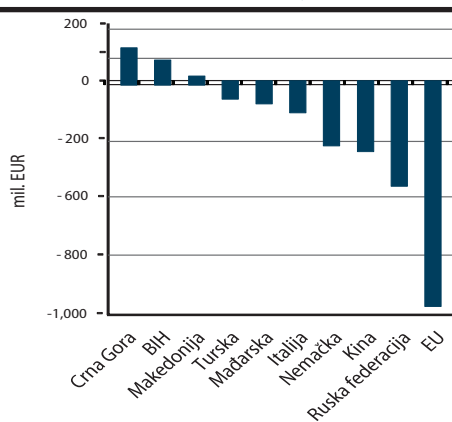
	Q1 2007	Q1 2008	Q1 2007	Q1 2008	Q1 08/Q1 07
	učeće u %		u mil. evra		u %
EU	60,6	56,1	843	940	11,6
Italija	14,5	12,2	201	205	1,8
BIH	10,9	11,2	151	188	24,6
Nemačka	11,0	10,9	153	183	19,2
Republika Crna Gora	8,6	10,4	120	175	46,3
Ruska federacija	4,1	5,9	57	99	72,6
Slovenija	4,9	5,0	68	85	23,7
Republika Makedonija	4,3	4,6	60	78	28,9
Austrija	3,7	3,8	51	63	23,0
Hrvatska	3,7	3,6	52	61	18,6
Francuska	3,6	3,5	50	59	17,0
Ostale zemlje	30,7	28,7	427	481	12,7

Izvor: RZS.

U Q1 2008. najveći doprinos povećanju ukupnog izvoza<sup>4</sup> dao je izvoz u Rusku Federaciju (21,7%), Nemačku (15,8%), Italiju (10,0%) i Mađarsku (8,2%), dok najveće povećanje registruje izvoz u Bosnu i Hercegovinu (64,2%), Španiju (58,5%), Veliku Britaniju (55,2%) i Mađarsku (51,5%).

4 Doprinos povećanju izvoza izračunavamo kao procentualni udeo prirasta izvoza u određenu zemlju u prirastu ukupnog izvoza.

## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

**Grafikon T6-7 Srbija: spoljnotrgovinska razmena sa izabranim zemljama, Q1 2008**

Izvor: RZS.

Privreda Srbije je u Q1 2008. ostvarila spoljnotrgovinski suficit sa Crnom Gorom, BiH i Makedonijom. Istovremeno, najveći deficit zabeležen je u trgovini s Ruskom Federacijom, Kinom i Nemačkom.

**Uvoz****Robni uvoz  
usporava rast**

U Q1 2008. zabeleženo je usporavanje međugodišnjeg rasta robnog uvoza (22,8% prema 26,7% u Q4 2007, Tabela T6-8). Usporavanje je još očiglednije ukoliko iz ukupnog uvoza izuzmemo uvoz energenata zbog njegove naglašene kolebljivosti. Kada isključimo uvoz energenata onda je rast uvoza u Q1 iznosio 20,3% u odnosu na 26,7% rasta u Q4 2007. Usporavanje rasta ukupnog uvoza prevashodno je posledica oštrog usporavanja uvoza kapitalnih dobara, dok je neznatno usporavanje uvoza netrajnih potrošnih i intermedijarnih dobara imalo jedva приметan uticaj.

**Tabela T6-8. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2007–2008**

	Učešće u uvozu (2007) u %	2008		2007				2008
		Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
		u mil. evra		međugodišnji rast (u %)				
Ukupno	100,0	3.613	32,9	24,4	27,8	26,7	22,8	
Energija	17,4	788	14,3	-3,0	7,0	26,8	32,5	
Intermedijarni proizvodi	36,4	1.201	36,3	34,0	31,0	17,0	16,2	
Kapitalni proizvodi	25,8	850	55,1	34,8	41,9	39,3	19,5	
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	17,6	557	66,0	33,1	32,6	38,9	9,3	
Trajni proizvodi za široku potrošnju	3,8	133	29,6	35,0	42,2	32,0	31,3	
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,2	517	25,0	21,3	18,8	29,6	26,6	
Ostalo	2,5	124	29,6	12,7	37,4	24,5	32,4	
Uvoz bez energije	82,6	2.825	38,6	31,2	32,6	26,7	20,3	

Izvor: RZS.

Strukturu ukupnog robnog uvoza u *Kvartalnom monitoru* standardno posmatramo prema *ekonomskoj nameni*, sledeći metodologiju Evropske unije. U skladu s tim, ukupan robni uvoz smo dezagregirali na uvoz: energenata, intermedijarnih dobara, kapitalnih dobara, trajnih potrošnih dobara, netrajnih potrošnih dobara i kategoriju ostalo. Takođe, tokom analize uvoza posmatramo i uvoz bez energenata zbog njegove izražene volatlnosti, ali i uvoz kapitalnih dobara bez drumskih vozila kako bismo imali realniju predstavu o dinamici te veoma važne komponente uvoza.

**Uvoz kapitalnih dobara  
značajno usporava rast**

Najupečatljivija promena u Q1 2008. jeste, nesporno, drastično usporavanje međugodišnjeg rasta uvoza kapitalnih dobara (19,5% prema 39,3% u Q4 2007, Tabela T6-8). Takođe, važno je istaći da je efekat usporavanja još veći ukoliko iz uvoza kapitalnih dobara isključimo uvoz drumskih vozila (9,6% prema 38,9% u Q4 2007). Usporavanje rasta uvoza kapitalnih dobara posledica je usporavanja rasta uvoza pogonskih mašina i uređaja (2,0% prema 101,7% u Q4 2007), industrijskih mašina za opštu upotrebu (2,5% prema 35,7% u Q4 2007) i električnih mašina aparata i uređaja



(25,5% prema 45,0% u Q4 2007), ali i smanjenja uvoza mašina za obradu metala (-1,1% prema 71,9% u Q4 2007), kancelarijskih mašina za obradu podataka (-16,4% prema 37,5% u Q4 2007) i telekomunikacionih aparata i uređaja (-25,5% prema 29,5% u Q4 2007). Pretpostavljamo da je usporavanje uvoza kapitalnih dobara rezultat jenjavanja investicija.

**Rast uvoza potrošnih dobara je neznatno usporen, ali i dalje visok**

Neznatan doprinos usporavanju međugodišnjeg rasta ukupnog robnog uvoza dala je komponenta *uvoz netrajnih potrošnih dobara* (26,6% prema 29,6% u Q4 2007). Ipak, i ovoliki tempo rasta uvoza tih proizvoda nesumnjivo je visok.

**Nastavlja se nizak tempo rasta uvoza intermedijarnih dobara**

*Uvoz trajnih potrošnih dobara* neznatno usporava međugodišnji rast (31,3% prema 32,0% u Q4 2007). Zbog malog učešća tih proizvoda u ukupnom uvozu ovo usporavanje skoro da nije uticalo na usporavanje rasta ukupnog uvoza.

Uvoz intermedijarnih dobara neznatno usporava rast (16,2% prema 17,0% u Q4 2007), a njegov tempo ostaje nizak nakon izraženog usporenja u Q4 2007. Smatramo da je zadržavanje niskog tempa uvoza intermedijarnih dobara posledica inercije iz prethodnog kvartala kada su na usporavanje ovog uvoza presudan uticaj imali remont druge visoke peći u U.S. Steel-u, konjunktura na tržištu obojenih metala i usporavanje rasta ostatka industrijske proizvodnje. Kako uvoz intermedijarnih dobara nije reagovao na ubrzanje industrijske proizvodnje u Q1 2008, čini nam se da bi do toga moglo da dođe sa izvesnom vremenskom docnjom.

**Jedino je ubrzan rast uvoza energenata**

Konačno, komponenta uvoza koja ima najviši međugodišnji rast i jedina komponenta čiji je međugodišnji rast ubrzan jeste uvoz energenata (32,5% prema 26,8% u Q4 2007). Ovako visok rast uvoza energenata je posledica promene cena energenata na svetskom tržištu, a ne značajnog povećanja uvezenih količina. Međugodišnji rast uvoza nafte u Q1 iznosio visokih 33,7% (sličan kao u Q4 2007. kada je iznosio 34,2%) dok je uvoz ostalih energenata koje dominantno sačinjavaju prirodni gas, koks, električna energija i tečni butan u Q1 značajno ubrzao međugodišnji rast koji sada iznosi 24,2% u odnosu na 15,8% u Q4 2007. Mesečna dinamika uvoza energenata pokazuje izraženu kolebljivost u prilog čega idu respektivne međugodišnje stope rasta u januaru, februaru i martu od 35,3%, 86,5% i 1,5%.

**Više od polovine uvoza – Srbija uvozi iz EU**

U Q1 2008. najviše se uvozilo iz Ruske Federacije, Nemačke, Italije i Kine (Tabela T6-9). Uvoz iz tih zemalja sačinjavao je 45,5% ukupnog robnog uvoza. Na osnovu tekstova u nekoliko poslednjih brojeva QM-a može se videti da se geografska struktura robnog uvoza ne menja značajno. Ove četiri zemlje su najvažnija tržišta nabavke u poslednjih četiri godine, izuzimajući jedino poslednji kvartal 2007. kada je Slovenija zamenila Kinu. Evropska unija ostaje najvažniji spoljnotrgovinski partner Srbije iz koje se uvozi 52,8% ukupnog robnog uvoza.

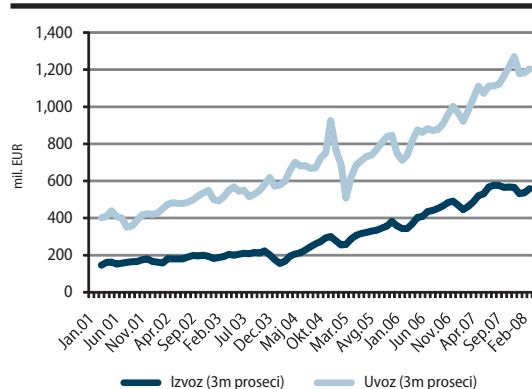
**Tabela T6-9. Srbija: uvoz, struktura po zemljama, 2007–2008**

	Q1 2007	Q1 2008	Q1 2007	Q1 2008	Q1 08 / Q1 07
	učešće u %		u mil. evra		u %
EU	52,6	52,8	1.568	1.916	22,2
Ruska Federacija	16,7	17,6	497	638	28,3
Nemačka	10,7	11,6	319	421	32,1
Italija	9,1	9,2	270	335	24,0
Kina	7,2	7,1	214	259	21,4
Mađarska	3,5	4,3	103	156	51,5
Francuska	3,2	3,5	95	126	32,8
Slovenija	3,8	2,7	113	99	-12,3
BIH	2,0	2,7	60	99	64,2
Bugarska	2,4	2,6	72	94	31,9
Rumunija	2,9	2,6	87	94	8,3
Ostale zemlje	38,6	36,0	1.152	1.308	13,6

Izvor: RZS.

## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

**Grafikon T6-10. Srbija: tromesečni pokretni proseci za serije robnog izvoza i uvoza, 2001–2008**



Izvor: RZS.

U Q1 2008. najbrže je rastao uvoz iz BiH (64,2%), Španije (58,5%), Velike Britanije (55,2%) i Mađarske (51,5%). Ujedno, uvoz iz Ruske Federacije ostvario je najveći međugodišnji rast (140,8 miliona evra) i doprineo je sa 21,7% povećanju ukupnog robnog uvoza. Značajan doprinos povećanju uvoza iz Ruske Federacije dao je visok rast cene nafte na svetskim berzama.

Iako od početka 2004. godine počinje značajnije povećanje izvoza, stabilan i nesumnjivo visok rast robnog uvoza dovodi do permanentnog povećanja spoljnotrgovinskog deficita. Ta se činjenica može ilustrovati povećanjem razmaka između krivih izvoza i uvoza (Grafikon T6-10).

## 7. Fiskalni tokovi i politika

U Q1 2008. godine fiskalna politika je bila umereno restriktivna. Realni nivo konsolidovanih javnih prihoda bio je za 6,5% viši u odnosu na isti period prethodne godine, dok je realni nivo konsolidovanih javnih rashoda bio za 6% viši nego u istom kvartalu prethodne godine. Kao rezultat navedenih kretanja prihoda i rashoda ostvaren je suficit od 3,4 milijarde dinara, što je ekvivalentno približno 0,5% kvartalnog BDP. Fiskalna kretanja ukazuju da je u Q1 prekinuta fiskalna ekspanzija iz Q4 2007. godine. Relativno povoljna kretanja u javnim finansijama na početku 2008. godine delimično su rezultat sezonskih faktora. Naime u Q1 se ostvaruju visoki prihodi po osnovu visoke potrošnje u Q4 prethodne godine (PDV, akcize), dok je nivo rashoda ispod proseka. Podaci o izvršenju budžeta Republike Srbije u aprilu i prvoj polovini maja ukazuju da je fiskalna ekspanzija bila minimalna, za razliku od predizbornih kampanja krajem 2003, 2006 i 2007. godine. Ipak, fiskalna politika će se do kraja 2008. godine suočavati s krupnim izazovima.

### Socijalne i političke okolnosti od značaja za realizaciju fiskalne politike

*Socijalne i političke okolnosti za realizaciju fiskalne politike bile su nepovoljne*

Vođenje fiskalne politike u Q1 2008. godine odvijalo se u nepovoljnim socijalnim i političkim okolnostima. Odmah nakon završetka kampanje za predsedničke izbore, usledilo je samoproglašenje nezavisnosti Kosova i Metohije, priznanje nezavisnosti KiM od strane većeg broja zapadnih država, a potom i raspisivanje parlamentarnih izbora u Srbiji. Svi navedeni događaji delovali su u pravcu povećanja javne potrošnje i smanjenja javnih prihoda.

*Prihodi od privatizacije su manji od planiranih*

Dodatno, politička kriza u zemlji kao i pogoršanje odnosa s glavnim ekonomskim partnerima Srbije otežali su uslove za obezbeđenje sredstava za finansiranje fiskalnog deficita, kao i za servisiranje glavnice javnog duga. Neuspeh započetih krupnih privatizacija (RTB Bor) kao i odlaganje planiranih privatizacija, uticao je na usporavanje priliva sredstava od privatizacije u budžet Republike Srbije. Manji nivo privatizacionih prihoda od planiranih imaće za posledicu neophodnost zaduživanja Republike kako bi se u drugoj polovini 2008. godine finansirali planirani deficit i glavnica javnog duga.

*Izostalo je usvajanje pripremljenih reformskih zakona*

Nepovoljna okolnost za privredu Srbije, a time i za javne finansije predstavlja i činjenica da je Skupština Republike Srbije u poslednjih godinu i po dana funkcionisala samo šest meseci. Dodatno, prioritet u radu Skupštine u navedenom periodu predstavljali su izborni i drugi zakoni, usled čega je izostalo usvajanje pripremljenih zakona iz oblasti privrede, uključujući i zakone o ratifikaciji ugovora o kreditima za izgradnju saobraćajne infrastrukture. Konkretno iz oblasti javnih finansija izostalo je usvajanje novog zakona o budžetskom sistemu, izmena i dopuna zakona o javnom dugu, izmene i dopune zakona o javnim nabavkama. Nisu usvojeni ni zakoni kojima se reguliše javna svojina u skladu sa novim Ustavom i praksom modernih tržišnih privreda. Neusvajanje svojinskih zakona koji bi omogućili da različiti nivoi države poseduju sopstvenu svojinu (Republika, AP, gradovi i opštine) ograničava naročito lokalne zajednice, ali i restrukturiranje i privatizaciju javnih preduzeća. Generalno može se zaključiti da su dugi periodi nefunkcionisanja Narodne Skupštine, kao i potiskivanje ekonomskih tema u drugi plan, uticali na usporavanje privrednih reformi, uključujući i reformu javnih finansija.

*Jača sklonost ka populističkim merama u oblasti fiskalne politike*

Navedeni politički i socijalni ambijent bio je pogodan za pokretanje niza populističkih mera ekonomske politike. Najava otpisa punog iznosa kamata na dug po osnovu fiskalnih dažbina koje su dospele do kraja 2007. godine predstavlja primer politike kojom se podstiče moralni hazard i nagrađuju nedisciplinovani poreski obveznici. Održavanje parlamentarnih izbora u uslovima duboke političke krize pogodovalo je utrkivanju stranaka u najavama ekspanzivne fiskalne politike.

## Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

**Fiskalna ekspanzija povećava unutrašnje i spoljne neravnoteže**

**Rast prihoda je ubrzan, a rashoda usporen**

**Ostvaren je skroman suficit u Q1**

Međugodišnja stopa rasta konsolidovanih javnih prihoda u Q1 2008. neznatno je povećana u odnosu na poslednji kvartal prethodne godine. U okviru konsolidovanih prihoda iznadprosečan rast ostvarili su poreski prihodi, dok su neporeski prihodi ostvarili skroman rast, a kapitalni prihodi značajan pad. Ostvarena međugodišnja stopa rasta poreskih prihoda u Q1 2008. godine dostigla je najviši nivo u poslednja tri kvartala.

Rast konsolidovanih javnih rashoda u Q1 je usporen. Međugodišnja stopa rasta u Q1 dostigla je najniži nivo od početka 2007. godine. Rast konsolidovanih javnih rashoda od 6% u odnosu na isti kvartal 2007. je relativno skroman naročito ako se uzme u obzir činjenica da je u prvoj polovini prethodne godine važio režim privremenog finansiranja, kojim je snažno ograničavan nivo javnih rashoda. Međutim, dinamika rasta javnih rashoda po strukturi je relativno nepovoljna. Realni nivo tekućih javnih rashoda u odnosu na isti kvartal prethodne godine je povećan za 10%, dok su kapitalni javni rashodi smanjeni za čak 38%. Realni nivo rashoda po osnovu isplate javnog duga prema penzionerima iznosi približno polovinu nivoa u istom kvartalu prethodne godine. Izrazito brz rast u Q1 ostvaren je po osnovu budžetskih kredita i dokapitalizacija, većim delom kao rezultat dokapitalizacije Poštanske štedionice i Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita, a manjim delom kao posledica rasta raznih vrsta podsticajnih budžetskih kredita.

Nakon umerenog deficita u Q3 i vrlo visokog deficita u Q4 prethodne godine, konsolidovani sektor države ostvario je u Q1 2008. godine suficit. Budući da se radi o relativno skromnom suficitu, može se oceniti da je uticaj fiskalne politike na agregatnu tražnju bio umereno restriktivan. Prema tome, fiskalna politika koja je realizovana tokom Q1, uticaće s određenim pomakom na usporavanje inflacije i smanjenje spoljnog deficita. Naravno, kretanje inflacije i spoljnog deficita u Q1 bilo je pod uticajem fiskalne ekspanzije koja je realizovana krajem 2007. godine.

**Tabela T7-1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države<sup>1)</sup>, 2005–2008**

	2005		2006				2007				2008	
	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
I UKUPNI PRIHODI	721,7	185,7	211,3	218,6	250,21	865,8	226,4	240,0	251,3	290,1	1.007,8	268,3
II UKUPNI RASHODI	-695,1	-182,9	-196,8	-214,7	-276,95	-871,4	-214,9	-220,8	-254,5	-334,1	-1.024,3	-252,3
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-15,2	-3,4	-2,5	-5,4	-19,6	-30,9	-9,8	-1,0	-5,5	-10,2	-26,5	-12,6
od čega Budžetski krediti, neto <sup>2)</sup>	-5,3	-1,8	-0,8	-1,4	-6,6	-10,7	-0,8	-1,0	-5,5	-5,8	-13,1	-7,6
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-710,2	-186,3	-199,3	-220,1	-296,6	-902,3	-224,6	-221,8	-260,1	-344,3	-1.050,8	-264,9
V KONSOLIDOVANI BILANS (I+IV) definicija GFS <sup>3)</sup>	11,4	-0,6	12,0	-1,5	-46,4	-36,5	1,7	18,2	-8,8	-54,2	-43,0	3,4
VI FINANSIRANJE (definicija FREN) <sup>4)</sup>	5,8	7,5	-13,3	98,4	7,3	100,0	20,3	-5,3	-6,8	5,2	13,4	0,0
VII PROMENA STANJA NA RAČUNU (V+VI)	17,3	6,9	-1,3	97,0	-39,1	63,5	22,0	12,9	-15,5	-49,0	-29,6	3,4

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

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

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

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

**U predizbornoj kampanji (april – maj) ostvaren je minimalan fiskalni deficit**

Preliminarno se ocenjuje da je fiskalna ekspanzija u aprilu i prvoj polovini maja 2008. godine bila minimalna, što predstavlja pozitivan presedan u odnosu na snažne ekspanzije u predizbornim kampanjama krajem 2003. 2006. i 2007. Budžet Republike Srbije ostvario je deficit u aprilu u iznosu od 7,3 milijarde dinara, ali je konsolidovani deficit manji jer značajan deo transferisanih sredstava drugim nivoima vlasti (pre svega AP Vojvodini) nije potrošen od strane tih nivoa vlasti. Na osnovu preliminarnih podataka procenjuje se da je budžet Republike Srbije u prvoj polovini maja ostvario suficit u iznosu od 4–5 milijardi dinara. Stoga se na osnovu preliminarnih i nepotpunih podataka procenjuje da je tokom predizborne kampanje u aprilu i prvoj polovini maja 2008. godine ostvaren minimalan deficit u konsolidovanom bilansu sektora države.

## Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih pozicija rashoda

U Q1 2008. godine, ostvareno je ubrzanje međugodišnjih stopa realnog rasta većine važnijih fiskalnih dažbina u odnosu na poslednja dva kvartala 2007.

### Prihodi rasta, a najviše porez na dobit, carine i PDV pri uvozu

*Prihodi od poreza na dohodak građana* u Q1 2008. realno su veći za 7,1% u odnosu na isti period prethodne godine. Međugodišnja kvartalna stopa rasta realnog nivoa prihoda od poreza na dohodak građana u Q1 2008. godine po prvi put je pozitivna od početka 2007. Negativne stope rasta tokom 2007. godine bile su posledica smanjenja stope poreza na zarade sa 14% na 12% kao i uvođenja neoporezivog dela zarade početkom 2007. Rast realne vrednosti prihoda od poreza na dohodak je nešto veći od rasta realnog nivoa zarada, koje predstavljaju najvažniju osnovicu za naplatu tog poreza, a čiji rast je u navedenom periodu iznosio 5,2%. Kretanje zaposlenosti, takođe ne može objasniti relativno visok rast prihoda od poreza na zarade, jer preliminarni podaci ukazuju da je zaposlenost tokom Q1 stagnirala ili blago opadala. Brži realni rast prihoda od poreza na dohodak od rasta realnih zarada i zaposlenosti posledica je rastućeg značaja prihoda od kapitala (dividendi, udela u dobiti, kamata i dr.), kao i drugih prihoda od rada (autorski honorari i dr.)

*Realna međugodišnja stopa rasta prihoda od poreza na dobit* u Q1 je i dalje visoka, ali je prisutno značajno usporavanje u odnosu na stope koje su ostvarivane tokom prethodne dve godine. Uočeno usporavanje verovatno je posledica činjenice da je ovaj porez tokom prethodnih godina već dostigao relativno visok nivo usled čega se ne mogu ostvarivati stope rasta od 50%–60%, kao što je to bio slučaj u prethodne dve godine. Pouzdanija analiza razloga usporavanja realnog rasta prihoda od poreza na dobit biće moguća nakon što se objave rezultati poslovanja privrede u 2007. godini.

*Prihodi od PDV* u Q1 2008. realno su veći za 8,7% u odnosu na isti period prethodne godine. Iako je ostvarena stopa rasta nešto niža od proseka, koji je ostvarivan tokom 2007, ona se i dalje može oceniti kao relativno visoka. Realni nivo prihoda od PDV pri uvozu raste približno istom brzinom kao i realna dinarska vrednost uvoza, što ukazuje da u strukturi uvoza nije došlo do promena koje su značajne sa stanovišta naplate PDV. Realna vrednost prihoda od domaćeg PDV, u Q1 2008. godine, rasla je sporije od procenjenog rasta BDP (7,3%; videti odeljak 5 "Privredna aktivnost"), najvećim delom usled bržeg rasta izvoza od rasta BDP. Iz prethodnog se može zaključiti da ne postoje indicije o značajnijem rastu utaje ili docnji u naplati PDV.

*Realni nivo prihoda od akciza* u Q1 veći je za 5,7% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, što je nešto ispod proseka ostvarenih međugodišnjih kvartalnih stopa rasta tokom 2007. godine. Međugodišnje stope rasta prihoda od akciza ispoljavaju relativno visoku varijabilnost.

*Realni nivo prihoda od carina* u Q1 veći je za 10,5% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Realni nivo prihoda od carina raste nešto sporije od kretanja realne (dinarske) vrednosti uvoza.

*Realni nivo prihoda od doprinosa za obavezno socijalno osiguranje* u Q1 veći je za 7% u odnosu na isti period prethodne godine. Rast realnog nivoa prihoda od doprinosa je nešto brži od rasta prosečnih realnih zarada.

*Neporeski prihodi* su u Q1 ostvarili relativno skroman realni rast od samo 1,7%, što je znatno ispod ostvarenih kvartalnih međugodišnjih stopa u prethodnoj godini.

*Kapitalni prihodi* koji se inače karakterišu visokom varijabilnošću ostvarili su visoku stopu pada od 23,8%.

### U okviru javnih rashoda prednjači rast izdataka za subvencije, nabavku roba i usluga i budžetske kredite

*U okviru javnih rashoda* u Q1 ostvarena su izrazito divergentna kretanja međugodišnjih realnih stopa rasta po pojedinim kategorijama rashoda. Realni rashodi za subvencije, kupovinu roba i usluga i budžetske kredite (uključujući i dokapitalizacije) značajno su porasli, dok je rast izdataka za socijalne transfere i plate niži ali i dalje relativno visok. Najveći međugodišnji realni pad u Q1 ostvaren je kod kapitalnih izdataka, izdataka za kamate i ostalih tekućih rashoda.

*Realni nivo izdataka za zaposlene* u Q1 veći je za oko 8% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Poređenjem realnog nivoa rashoda Q1 2008. godine s realnim nivoom ostvarenih rashoda u posljednjem kvartalu 2007. zaključuje se da je navedeni međugodišnji rast rashoda za zaposlene rezultat visokog prenetog nivoa iz prethodne godine, a ne rasta u okviru samog kvartala. Time se potvrđuje uočena pozitivna tendencija o usporavanju rasta zarada u javnom sektoru, koja je započeta u Q2 2007. godine.

U Q1 nastavljen je trend ostvarenja visokih međugodišnjih stopa rasta *rashoda za kupovinu roba i usluga u sektoru države*. Realni nivo ovih rashoda u Q1 viši je za 13,1% u odnosu na isti period prethodne godine. Visoka stopa rasta delimično se može objasniti niskim rashodima za nabavku roba i usluga u Q1 2007, usled primene režima privremenog finansiranja.

*Realni nivo rashoda za subvencije* u Q1 veći je za 28% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Visoka međugodišnja stopa rasta subvencija jednim delom je posledica niskog nivoa subvencija u Q1 prethodne godine usled primene režima privremenog finansiranja. U Q1 prethodne godine potrošeno je manje od 15% ukupnih subvencija koje su odobrene u toj godini, dok je u Q1 2008. potrošeno blizu 20% planiranih godišnjih subvencija – što je na nivou tipičnog učešća izdataka u Q1 u odnosu na godišnje izdatke.

*Realni nivo socijalnih transfera* u Q1 veći je za 11,2% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Izdaci za penzije, koje predstavljaju najveću komponentu u okviru socijalnih transfera povećani su realno za 8,5%. Visok rast izdataka za penzije posledica je primene zakonske odredbe o usklađivanju odnosa prosečne penzije i prosečne zarade na nivou od 60%. Primenom ove odredbe u januaru 2008. penzije su povećane za 11,06%.

*Realni nivo kapitalnih rashoda* u Q1 smanjen je za čak 38,2% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. S obzirom da je u januaru stupio na snagu novi sistem plaćanja Trezora, nije izvesno u kojoj meri je navedeni pad izdataka za kapitalne rashode posledica zastoja u plaćanjima usled primene novog sistema, a u kojoj meri je došlo do realnog smanjenja kapitalnih rashoda.

*Realni nivo izdataka za servisiranje javnog duga prema penzionerima* u Q1 niži je gotovo za polovinu u odnosu na isti period prethodne godine. Pad realnog nivoa izdataka za isplatu duga penzionerima posledica je činjenice da su u Q1 prethodne godine isplaćene dve rate duga, a u prvom kvartalu 2008. jedna rata duga.

*Budžetski krediti i dokapitalizacije* u Q1 veći su za preko sedam puta u odnosu na isti period prethodne godine. Ovako visok rast budžetskih kredita i dokapitalizacija posledica je, s jedne strane, njihovog izrazito niskog nivoa u prvom kvartalu prethodne godine, kada su izvršeni na nivou od samo 6% ukupnog godišnjeg iznosa. S druge strane, u Q1 2008. godine ostvaren je vrlo visok procenat izvršenja ove budžetske pozicije (38%) u odnosu na ukupnu godišnju aproprijaciju. Visok stepen izvršenja te budžetske pozicije tokom Q1 posledica je dokapitalizacija u kojima je učestvovala država, kao što je dokapitalizacija Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i Poštanske štedionice<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Dokapitalizacija Komercijalne banke u iznosu od 3,25 milijardi dinara tretirana je kao ulaganje države u hartije od vrednosti i nije uključena u rashode. Ovakav tretman dokapitalizacije Komercijalne banke odražava činjenicu da Banka posluje profitabilno, ima znatno viši nivo kapitala od propisanog i ispunjava druge prudencione norme NBS.

Tabela T7-2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države<sup>1)</sup>, 2005–2008

	realni rast (u %)														
	2006		2007			2008		12-m					u odnosu na prethodni period		
	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	2006		2007		2008			
								Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q1/Q4
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>865,8</b>	<b>226,4</b>	<b>240,0</b>	<b>251,3</b>	<b>290,1</b>	<b>1.007,8</b>	<b>268,3</b>	<b>6,8</b>	<b>15,2</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>6,5</b>	<b>-10,3</b>
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR <sup>2,3)</sup>	855,6	224,9	237,2	250,3	289,9	1.002,2	268,3	8,9	13,5	8,3	8,6	9,3	9,9	7,2	-10,2
1. Tekući prihodi	855,5	223,1	237,4	248,9	286,7	996,0	265,5	6,7	14,8	8,4	8,2	6,4	9,2	7,0	-10,1
Poreski prihodi	756,0	195,7	209,9	216,5	248,2	870,3	234,6	5,4	15,6	8,0	6,6	3,4	8,0	7,7	-8,3
Porez na dohodak	118,6	24,9	28,2	29,1	33,6	115,8	29,7	11,9	-8,9	-8,0	-6,7	-10,1	-8,4	7,1	-14,3
Porez na dobit	18,3	11,7	5,6	4,6	7,8	29,7	15,0	58,0	39,2	82,4	25,0	79,0	52,1	15,2	86,3
PDV	225,1	60,5	65,0	66,9	73,1	265,5	73,2	-7,3	23,4	5,7	11,9	4,6	10,6	8,7	-2,8
od čega: Neto PDV <sup>2)</sup>	224,5	59,1	62,3	65,8	73,1	260,3	73,2	0,3	16,5	5,1	6,9	7,8	8,8	11,3	-2,8
Akize	86,9	20,1	24,1	26,0	28,4	98,6	23,7	8,3	23,3	3,2	5,8	-0,3	6,5	5,7	-18,9
Carine	45,4	12,0	13,9	14,6	16,9	57,4	14,8	3,9	18,1	18,3	19,4	18,3	18,6	10,5	-14,9
Doprinosi	231,4	58,6	64,8	67,6	79,6	270,6	69,7	12,5	14,6	14,9	7,1	4,2	9,7	7,0	-15,0
od čega: Doprinosi bez kompenzacija sa FZR <sup>3)</sup>	221,9	58,5	64,7	67,6	79,2	270,1	69,7	11,3	14,8	14,7	14,7	12,6	14,3	7,2	-14,7
Ostali poreski prihodi	30,3	7,9	8,4	7,7	8,8	32,8	8,5	11,1	13,0	9,5	-9,0	-4,0	1,7	-3,9	-6,6
Neporeski prihodi	99,6	27,4	27,4	32,4	38,5	125,7	31,0	17,4	9,7	11,6	19,7	30,0	18,4	1,7	-21,9
2. Kapitalni prihodi	10,3	3,2	2,6	2,4	3,4	11,7	2,8	15,2	48,2	10,6	-13,3	-4,8	7,2	-23,8	-21,8
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>-871,4</b>	<b>-214,9</b>	<b>-220,8</b>	<b>-254,5</b>	<b>-334,1</b>	<b>-1.024,3</b>	<b>-252,3</b>	<b>12,1</b>	<b>11,0</b>	<b>7,1</b>	<b>11,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,3</b>	<b>5,5</b>	<b>-26,7</b>
1. Tekući rashodi	-790,0	-194,8	-203,8	-230,2	-279,0	-907,9	-238,5	8,9	6,1	6,7	10,1	7,5	7,8	10,0	-17,0
Rashodi za zaposlene	-204,4	-53,3	-57,7	-59,6	-67,6	-238,3	-64,1	7,0	6,2	17,3	15,5	0,6	9,4	8,0	-8,0
Rashodi za zaposlene bez otpremnina <sup>4)</sup>	-201,6	-53,3	-57,7	-59,6	-66,7	-237,3	-63,8	6,2	11,6	20,4	15,5	0,8	10,4	7,4	-7,2
Kupovina roba i usluga	-135,9	-30,3	-36,2	-41,0	-60,7	-168,2	-38,1	12,9	9,2	14,1	8,5	26,6	16,1	13,1	-39,1
Otplata kamata	-30,2	-6,2	-3,4	-4,7	-3,5	-17,9	-6,0	52,6	0,5	-37,3	-51,7	-67,5	-44,4	-12,2	65,7
Subvencije	-55,6	-9,4	-10,5	-17,9	-25,9	-63,7	-13,4	-10,0	-12,2	-21,6	23,1	25,0	7,6	28,0	-49,9
Socijalni transferi	-343,4	-91,1	-91,8	-101,8	-111,3	-395,9	-112,7	9,9	7,8	7,3	12,6	5,0	8,2	11,2	-1,6
od čega: penzije <sup>5)</sup>	-227,7	-62,0	-63,3	-64,9	-69,7	-259,9	-74,8	11,1	11,0	8,5	4,1	5,0	7,1	8,5	4,2
Ostali tekući rashodi	-20,5	-4,6	-4,1	-5,2	-10,0	-23,9	-4,2	2,9	5,8	-27,4	2,9	45,1	9,2	-17,3	-59,3
2. Kapitalni rashodi <sup>6)</sup>	-81,3	-20,0	-17,0	-24,4	-55,1	-116,4	-13,8	57,7	101,6	12,5	24,3	28,8	34,3	-38,2	-75,7
<b>III OPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>-30,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>-10,2</b>	<b>-26,5</b>	<b>-12,6</b>	<b>46,3</b>	<b>173,0</b>	<b>-62,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-52,4</b>	<b>-19,6</b>	<b>15,7</b>	<b>19,6</b>
1. Penzije	-20,3	-8,9	0,0	0,0	-4,4	-13,4	-5,0	30,2	431,7	-100,0	-100,0	-68,9	-38,1	-49,7	9,8
2. Budžetski krediti, neto <sup>7)</sup>	-10,7	-0,8	-1,0	-5,5	-5,8	-13,1	-7,6	91,5	-56,5	12,6	273,1	-20,2	15,5	726,9	27,0
<b>IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)</b>	<b>-902,3</b>	<b>-224,6</b>	<b>-221,8</b>	<b>-260,1</b>	<b>-344,3</b>	<b>-1.050,8</b>	<b>-264,9</b>	<b>12,9</b>	<b>13,9</b>	<b>6,2</b>	<b>10,9</b>	<b>6,3</b>	<b>9,3</b>	<b>6,0</b>	<b>-25,3</b>

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

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

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

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

4) Procena FREN. Videti tabelu P-10 u Analitičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

6) Kapitalni rashodi ne sadrže projekte finansirane iz inostranih izvora (osim u 2004. Videti fusnotu 16 u Tabeli P-10).

7) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJK, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita, dokapitalizacijama i sl.

Napomena:

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

## Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici

Odlazeća Vlada Republike Srbije usvojila je Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2009. godinu s projekcijama za 2010. i 2011. godinu. Memorandum sadrži smernice za najvažnije segmente ekonomske politike (fiskalnu, monetarnu, spoljnotrgovinsku, politiku plata i politiku cena), kao i širok spektar strukturnih reformi za naredne tri godine. U delu o fiskalnoj politici relativno detaljno su izložene smernice za program fiskalnog prilagođavanja, date konture poreske politike kao i najvažnije aktivnosti za unapređenje upravljanja javnim finansijama, a naročito rashodima. S obzirom na to da usvojeni Memorandum ne sadrži predizborna obećanja stranaka, nije izvesno u kojoj meri će biti modifikovan nakon formiranja nove Vlade.

**Planira se smanjenje učešća javne potrošnje u BDP i prelaz sa deficita na suficit**

Projekcije konsolidovanog bilansa države u Memorandumu zasnovane su na projekcijama makroekonomskih agregata i planirnoj fiskalnoj politici. U okviru makroekonomskih projekcija predviđa se rast BDP po stopi od 6,5% u naredne dve godine, a potom ubrzanje do nivoa od 7% u 2011. godini. Takođe, projektovan je rast zarada po stopama između 5% i 5,5% godišnje, kao i rast uvoza po stopi od oko 11% godišnje (u evrima) i izvoza po stopi od oko 18% godišnje (u evrima).

Na osnovu makroekonomskih projekcija i planirane fiskalne politike predviđa se smanjenje učešća javne potrošnje<sup>2</sup> u BDP u naredne tri godine za 3,6 procentnih poena u odnosu na 2007, odnosno

<sup>2</sup> U usvojenom Memorandumu podaci o javnim prihodima i rashodima su u velikoj meri usaglašeni sa GFS metodologijom. Najvažnije promene u istorijskim podacima su isključivanje prihoda od licence iz redovnih javnih prihoda i uključivanje budžetskih neto pozajmica, dokapitalizacija i isplata duga prema penzionerima u javne rashode. Osim toga uključivanjem JP Putevi Srbije i dela sopstvenih prihoda i rashoda budžetskih korisnika u konsolidovani bilans države, proširen je obuhvat javnih prihoda i rashoda. Nakon ovih promena iskazivanje javnih prihoda i rashoda u QM-u i u Memorandumu je u velikoj meri usaglašeno.

za 3,2 procentna poena u odnosu na procenu za 2008. godinu. Najintenzivnije smanjenje učešća javne potrošnje u BDP planirano je u 2009. godini (1,6 procentnih poena) i 2010. godini (1,5 procentnih poena). Zbog visokog rasta BDP realni nivo javne potrošnje bi rastao po stopi malo nižoj od četiri prosečno godišnje, pri čemu bi tekuća potrošnja rasla po realnoj stopi od 3,5% prosečno godišnje, dok bi javne investicije rasle približno kao i BDP. Kao rezultat navedene dinamike povećalo bi se učešće javnih investicija u okviru konsolidovane javne potrošnje.

U Memorandumu je projektovano da učešće konsolidovanih javnih prihoda u BDP ostane približno nepromenjeno u naredne tri godine. Najznačajnije promene u strukturi javnih prihoda su smanjenje učešća carina usled očekivanog postepenog smanjenja carina u trgovini sa EU, kao i povećanje učešća prihoda od poreza na dobit i akciza.

Kao rezultat prethodno opisanog kretanja prihoda i rashoda ostvario bi se prelaz sa procenjenog deficita u konsolidovanom bilansu u 2008. godini od 1,7% BDP, na deficit od 0,4% BDP u 2009. godini i suficit od oko 1% BDP u 2010. i 2011. godini.

Ključne mere za realizaciju planiranog smanjenja učešća javne potrošnje u BDP su usporavanje rasta plata i penzija u narednom trogodišnjem periodu, što je i razumljivo zbog činjenice da ove dve kategorije učestvuju sa oko 55% u konsolidovanim javnim rashodima.

***Sporiji rast plata i penzija u odnosu na BDP je ključna poluga fiskalnog prilagođavanja***

Memorandum predviđa da fond plata u državnom sektoru u naredne dve godine ostvari realan rast po stopi od 2% prosečno godišnje, dok bi rast plata u 2011. godini bio približno jednak rastu BDP. Kao rezultat navedene dinamike učešće troškova za zaposlene u konsolidovanom bilansu javne potrošnje bi se smanjilo za 1 procentni poen. Rashodi za penzije projektovani su uz pretpostavku da će se indeksacija penzija u periodu 2009–2011. godine postepeno vraćati na švajcarsku formulu, kao i da dalje neće važiti zakonska odredba o usklađivanju odnosa prosečnih penzija i plata na minimalnom nivou od 60%. Planirano je da rashodi za robe i usluge rastu po stopi od 2% realno u 2009. i 2010. godini, usled čega bi njihovo učešće u BDP opalo za 0,7 procentnih poena. Takođe, planirano je da se učešće subvencija i budžetskih pozajmica u BDP smanji za 0,5 i 0,3 procentna poena, respektivno.

Posebna pažnja u Memorandumu je posvećena unapređenju upravljanja javnim rashodima, a naročito unapređenju upravljanja javnim dugom, javnim investicijama i subvencijama. U funkciji toga najavljeno je poboljšanje postojećih i donošenje novih zakona, unapređenje kapaciteta države i dr. Unapređenje upravljanja javnim rashodima treba da doprinese kako smanjenju njihovog nivoa tako i povećanju ekonomske i društvene koristi od državne potrošnje.

Konačno u Memorandumu su navedeni neki od relevantnih fiskalnih rizika koji bi mogli da rezultiraju u znatnom pogoršanju konsolidovanog bilansa države u odnosu na planirani nivo. Neki od značajnijih rizika su: sporiji rast BDP od projektovanog, izostanak planiranih prihoda od privatizacije, populistička ekonomska politika, dugovi i docnje javnih preduzeća (Putevi Srbije, Železnice Srbije), obaveza finansiranja gubitaka NBS, zahtevi rezervista za isplatu duplih ratnih dnevnica (prihvaćeni zahtevi iznose oko 2 milijarde dinara, aktuelni zahtevi iznose oko 12 milijardi dinara, ukupni potencijalni zahtevi 40–50 milijardi dinara).

Takođe, s obzirom na prirodu Memoranduma razumljivo je što nisu detaljnije analizirani rizici koji proizilaze iz predizbornih obećanja stranaka, a koji će po svemu sudeći predstavljati najozbiljniju opasnost za fiskalnu poziciju države u ovoj i narednim godinama.

### **Izazovi fiskalne politike do kraja 2008. godine**

***Neophodna su značajna dodatna sredstva za održanje likvidnosti budžeta Srbije u drugoj polovini 2008. godine***

Neposredni izazov sa kojim se suočava fiskalna politika u Srbiji je obezbeđenje likvidnosti budžeta Republike Srbije u drugoj polovini 2008. godine. Ukoliko u drugoj polovini 2008. mesečni prihodi od privatizacije budu na nivou mesečnog proseka iz prva četiri meseca (što je verovatno) tekuće godine procenjuje se da će uz nepromenjenju fiskalnu politiku (nepromenjena poreska politika, rashodi i servisiranje javnog duga u skladu s usvojenim budžetom i dr.) u budžetu Republike Srbije nedostajati 25–30 milijarde dinara. Eventualno, ostvarenje većih prihoda od privatizacije,



kroz, na primer ubrzanje raspodele sredstava od Robnih kuća i dr. – umanjilo bi nedostajuća sredstva ali ne bi rešilo problem likvidnosti budžeta Republike Srbije. Stoga redovno izmirenje postojećih obaveza budžeta Republike Srbije u drugoj polovini 2008. zahteva zaduživanje države na domaćem ili stranom finansijskom tržištu.

***U predizbornoj kampanji stranke su obećale značajno smanjenje prihoda i rast rashoda***

Od predloženih mera u predizbornoj kampanji najznačajniji uticaj na povećanje konsolidovanih javnih rashoda imalo bi povećanje odnosa između prosečne penzije i prosečne zarade na 70%, kao i indeksacija penzija prema kretanju zarada nakon toga. Procenjuje se da bi primena te mere od sredine 2008. zahtevala dodatna sredstva za penzije do kraja tekuće godine u iznosu od oko 250–300 miliona evra (0,8% BDP), a u narednoj godini dodatna sredstva u iznosu od oko milijardu evra (2,5% BDP).

Najsnažniji efekat na smanjene javnih prihoda imalo bi smanjenje opšte stope PDV sa 18% na 12%<sup>3</sup>, tj. za jednu trećinu kao i smanjenje fiskalnog opterećenja zarada sa sadašnjih 64% na 35%–40%. Ukoliko bi se primenile ove dve mere to bi imalo za posledicu smanjenje učešća javnih prihoda u BDP za 5–6 procentnih poena<sup>4</sup>.

### Okvir 1. Predizborna obećanja u oblasti javnih finansija

Najvažnija predizborna obećanja stranaka u oblasti javnih finansija:

DS: smanjenje stopa poreza na zarade sa 12% na 10% i povećanje neoporezovanog dela zarade sa ovogodišnjih 5.555 dinara na 8.000 dinara, smanjenje poreza na prenos apsolutnih prava na promet nekretnina sa 2,5% na 1%, smanjenje carina na uvoz automobila sa 20% na 10%, populaciona politika.

SRS: smanjenje opšte stope PDV sa 18% na 16%, a potom na 12%, smanjenje fiskalnog opterećenja zarada sa 64% na 35%–40% u roku od pet godina, smanjenje stope poreza na dobit sa 10% na 8%, populaciona politika.

DSS–NS: smanjenje fiskalnog opterećenja zarada na 50%, smanjenje stope poreza na dobit sa 10% na 8%, podrška zahteva rezervista za isplatu duplih dnevnica.

SPS–PUPS–JS: podizanje minimalnog odnosa penzije i zarade na 70%, a kasnije i na 80%, indeksacija penzija prema kretanju zarada, besplatno školovanje, besplatna zdravstvena zaštita.

LDP: smanjenje učešća javne potrošnje u BDP na 35% (sada iznosi 44%).

***Realizacija predizbornih obećanja povećala bi ekspanzivnost fiskalne politike umesto neophodne restriktivnosti***

Eventualne promene fiskalne politike u pravcu koji je većina stranaka najavila na izborima (smanjenje poreskih stopa i povećanje javnih rashoda) dodatno bi povećale nedostajuća sredstva za finansiranje fiskalnog deficita i glavnice javnog duga, ne samo u drugoj polovini 2008. nego i u narednim godinama. Bar delimična realizacija predizbornih obećanja imaće za posledicu smanjenje učešća javnih prihoda i povećanje učešća javnih rashoda i fiskalnog deficita u BDP u odnosu na planove sadržane u Memorandumu. Na taj način, umesto neophodnog fiskalnog prilagođavanja u pravcu smanjenja učešća javne potrošnje u BDP i prelaska sa fiskalnog deficita na fiskalni suficit, Srbija bi se suočila sa povećanjem ekspanzivnosti fiskalne politike.

***Rast ekspanzivnosti ugrozio bi makroekonomsku stabilnost i doveo u pitanje likvidnost budžeta Srbije***

Povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike ne samo da bi produbilo problem likvidnosti budžeta Republike Srbije, nego bi imalo značajne negativne makroekonomske implikacije. Rast ekspanzivnosti fiskalne politike bi doprineo dodatnom povećanju domaće tražnje, koja je već duže vreme na visokom nivou. U takvim okolnostima rast domaće tražnje bi se prelio na povećanje uvoza i spoljnog deficita, kao i na rast domaćih cena. Štaviše, realizacija nekih od predloženih

<sup>3</sup> Predložena opšta stopa PDV od 12% niža je od minimalne stope za zemlje članice EU, koja iznosi 15%.

<sup>4</sup> Pri proceni efekata navedenih mera uzet je u obzir i uticaj smanjenja stope PDV na rast obima prometa, kao i efekat smanjenja fiskalnog opterećenja zarada na rast zarada i zaposlenosti. Uključivanje navedenih efekata uticalo je na to da pad prihoda od navedenih poreskih oblika bude manji od smanjenja poreskih stopa.

## 7. Fiskalni tokovi i politika

---

mera, kao što je značajno smanjenje poreskih stopa na najvažnije poreske instrumente, uticala bi na visok nivo fiskalnog deficita i u nekoliko narednih godina.

Značajno povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike mogao bi da doprinese pokretanju negativne spirale. Naime, značajno povećanje ekspanzivnosti dovodi do povećanja inflacije, koju onda prati povećanje zarada, da bi se došlo do dodatnog povećanja ekspanzivnosti fiskalne politike. Negativni makroekonomski efekti povećanja ekspanzivnosti fiskalne politike, naročito bi došli do izražaja ukoliko bi se smanjili prilivi u kapitalnom bilansu.

## 8. Monetarni tokovi i politika

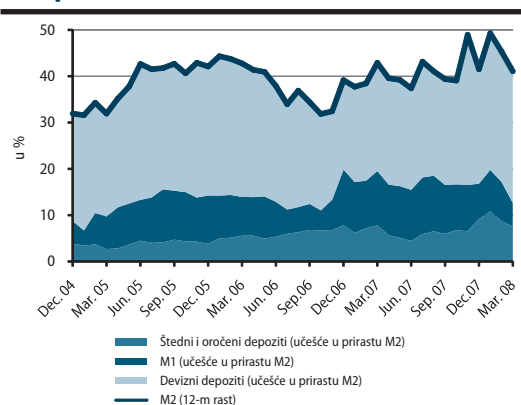
Trend ubrzanja rasta nominalnog M2 iz 2007, u Q1 se zaustavlja, dok realni 12-m rast M2 nastavlja da usporava. Monetarni rast u Q4 posledica je porasta neto stare aktive i rasta kredita nedržavnom sektoru. U Q1 dolazi do usporavanja rasta kredita nedržavnom sektoru, pri čemu banke plasiraju novih 614 miliona evra u kredite privredi i stanovništvu, što je približno isti iznos kao i u Q4 2007. Četiri petine novih kredita stanovništvu odnosi se na stambene kredite, a novih potrošačkih i gotovinskih kredita je sve manje. Preduzeća nastavljaju da se zadužuju u inostranstvu za novih 590 miliona evra. Izvore za nove plasmane banke nalaze u oslobađanju sredstava sa depozita banaka kod NBS, novoj deviznoj štednji i dokapitalizaciji. Banke manjim tempom plasiraju u repo ugovore, novih 116 miliona evra, iako Narodna banka Srbije podiže referentnu stopu u više navrata, ukupno za 4,5 procentnih poena u Q1. Budući da je u istom periodu kurs depresirao, a inflacija ostala na visokom nivou, ne postiže se i znatno povećanje stepena restriktivnosti monetarne politike. Primarni novac se smanjuje u Q1 kao posledica povećanja državnog depozita kod NBS i sterilisanja putem repo tržišta.

### Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

*Trend ubrzanja rasta nominalnog M2 iz 2007, u Q1 se zaustavlja...*

U Q1, trend ubrzanja 12-m rasta ukupne novčane mase (M2) se zaustavlja i on na kraju Q1 beleži 41% (gotovo ravno rastu s kraja 2007. od 41,5%). Realni M2 je pak i u Q1 2008. nastavio uspostavljeni trend usporavanja od Q2 2007.

**Grafikon T8-1. Srbija: novac i njegove komponente<sup>1)</sup>, 2004–2008**



Izvor: Tabela P-11 u Analičkom prilogu.

1) Učesće komponenti novca dobijeno je kao odnos njihovog prirasta prema vrednosti M2 u istom periodu prethodne godine, čime je zbir tako dobijenih odnosa jednak 12-m rastu ukupnog novca (M2).

Tako je ostvarena 12-m stopa realnog rasta M2 26,2% (27,8% Q4 2007, Tabela T8-2). Nominalni 12-m rast ukupnih kredita nedržavnom sektoru, ali i obe njegove komponente – kredita privredi i kredita stanovništvu, pokazuje usporavanje u Q1. Usporavanje rasta uočava se kako u čisto dinarskom znaku – 36,4% (38,3% u Q4 2007), tako i u vidu korigovanih tokova za promenu kursa dinara tokom Q1, 35,3% (38,4% u Q4 2007, Tabela T8-2). Kada posmatramo doprinos pojedinih oblika upotrebe (držanja) novčane mase, uočavamo da je u Q1, kao i u Q4 2007. neznatno povećan udeo štednih i oročenih dinarskih depozita u strukturi M2. To se dogodilo na račun smanjenja doprinosa dinarskog M1, dok i dalje najveći doprinos rastu M2 daje rast deviznih depozita (Grafikon T8-1).

*...dok realni 12-m rast M2 nastavlja da usporava*

*Monetarni rast u Q4 posledica je porasta neto strane aktive*

Ukupan prirast novčane mase u Q1 2008. od 5,5% od M2 s početka godine (Tabela T8-2) nastao je kao rezultat povećanja neto strane aktive (NSA) u Q1 od 3,6% M2 s početka godine i povećanja neto domaće aktive (NDA) od 1,9% od početnog M2. Od ukupnog povećanja NSA, čak 2,1% od početnog M2 odnosi se na kursne razlike (prirast dinarski izražene NSA u Q1, koji je nastao usled deprecijacije kursa dinara na kraju Q1 u poređenju sa kursom skraja 2007). Ostatak prirasta NSA od 1,5% od početnog M2 odnosi se na prirast NSA u deviznom znaku. Povećanju NDA u Q1 doprinelo je povećanje kredita nedržavnom sektoru (4,8% od početnog M2), i smanjenje neto kredita državi od -0,6% od početnog M2, Tabela T8-2. Na konačni porast M2, s negativne strane, uticao je i porast kapitala monetarnog sektora od -3,5% od početnog M2, Tabela T8-2.

*... i rasta kredita nedržavnom sektoru*

## 8. Monetarni tokovi i politika

Tabela T8-2. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2006–2008

	2006				2007				2008
	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.
	<b>12m, u %</b>								
M2 <sup>1)</sup>	42,8	37,9	34,4	39,2	42,9	37,4	39,4	41,5	41,0
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup>	45,3	44,4	34,6	17,5	21,6	23,9	28,0	38,3	36,4
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> , korigovani <sup>3)</sup> tokovi	39,6	41,6	38,0	24,1	26,3	30,2	36,7	39,9	35,3
Domaćinstva	100,6	96,6	80,8	62,2	58,4	54,7	60,2	52,2	43,3
Privreda	25,0	26,9	24,7	11,1	14,2	20,2	26,2	33,7	31,0
	<b>12m realni, u %</b>								
M2 <sup>1)</sup>	24,7	19,8	20,5	30,6	35,4	30,7	29,7	27,8	26,2
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup>	26,9	25,4	20,7	10,3	15,2	17,8	19,1	24,9	22,0
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> , korigovani <sup>3)</sup> tokovi	21,5	22,7	23,6	16,4	19,8	24,1	27,4	26,3	21,1
Domaćinstva	74,8	70,4	61,9	52,2	50,2	47,4	49,2	37,5	28,2
Privreda	8,8	9,9	11,7	4,2	8,3	14,5	17,6	20,7	17,3
	<b>kumulativni, u % od početnog M2<sup>4)</sup></b>								
M2 <sup>1)</sup>	3,1	12,4	23,8	39,2	5,9	11,0	23,9	41,5	5,5
M2 dinarski <sup>1)</sup>	-0,5	3,6	8,8	19,8	-0,1	0,8	6,8	16,8	-2,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) <sup>5)</sup>	2,6	8,4	18,1	25,7	4,0	10,1	17,3	24,5	5,6
Kursne razlike <sup>6)</sup>	1,0	0,4	-3,1	-6,4	1,9	0,0	-0,1	0,2	2,4
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-4,0	2,4	30,9	41,1	5,2	12,0	14,5	24,4	3,6
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	-4,7	2,1	34,3	48,4	3,1	12,0	14,7	24,2	1,5
Kursne razlike <sup>6)</sup>	0,7	0,3	-3,4	-7,3	2,2	0,0	-0,1	0,3	2,1
Neto domaća aktiva (NDA)	7,1	10,0	-7,1	-1,9	0,6	-1,1	9,4	17,1	1,9
od čega: kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> , korigovani <sup>3)</sup> tokovi	5,1	15,6	25,0	27,3	6,6	19,6	33,7	38,0	4,8
od čega: kreditni državi, neto <sup>7)</sup>	-0,7	-1,3	-21,8	-17,4	-4,1	-7,7	-7,0	-1,9	-0,6
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	-1,2	-7,5	-8,5	-13,2	-2,2	-7,4	-11,6	-17,9	-3,5
	<b>kumulativni, u % od sadašnjeg BDP-a<sup>8)</sup></b>								
Kreditni državi, neto <sup>7)</sup>	-0,2	-0,3	-4,8	-3,4	-1,3	-2,2	-1,9	-0,5	-0,3
od čega: dinarski	-0,2	-0,9	-0,7	0,6	-1,2	-2,4	-2,0	-1,1	-0,8
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> , korigovani <sup>3)</sup> tokovi	1,6	3,8	4,8	4,3	2,6	5,5	7,5	9,8	2,7

Izvor: Tabela P-11 u Analitičkom prilogu.

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

2) Kreditni nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

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

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

5) Doprinos deviznih depozita rastu M2 meri samo doprinos prirasta deviznih depozita u deviznom znaku, tako da njihova revalorizacija daje kursne razlike.

6) Kursne razlike odnose se na razliku u doprinosu NSA rastu M2 merenom u dinarskom znaku i doprinosu NSA rastu M2 merenom u deviznom znaku.

7) Krediti državi, neto – razlika između kredita (dinarskih i deviznih) i depozita (dinarskih i deviznih) države. Država ne uključuje lokalnu samoupravu koja je tretirana kao nedržavni sektor.

8) BDP korišćen u proračunima centriran je na godišnjem nivou.

**U Q1 opada nivo  
gotovine u odnosu na  
dinarske depozite...**

**...i raste udeo deviznih  
depozita u  
ukupnom M2**

U Q1 se nastavlja trend smanjenja odnosa gotovog novca u opticaju i dinarskih depozita. Taj odnos, koji je iznosio čak 31,9% na kraju 2006. godine, na kraju Q1 2008. iznosi 23,7%, Tabela T8-3. Udeo deviznih depozita u ukupnom M2, međutim, u istom tom periodu nije smanjen. On je čak u Q1 dostigao rekordnih 61,4% (56,8% u Q4 2007, 58,2% u Q1 2007, Tabela T8-3). Uprkos konstantnom i izrazito visokom rastu ukupnih bankarskih kredita privredi i stanovništvu, udeo nenaplativih kredita (tj. kredita sa docnjom od preko 90 dana) u ukupnim obavezama po osnovu kredita nije porastao u proteklih godinu i po dana, koliko pratimo ovaj pokazatelj finansijske stabilnosti. Taj pokazatelj je u Q1 2008. iznosio 4,4%, Tabela T8-3.

Tabela T8-3. Srbija: monetarni pregled, 2006–2008

	2006				2007				2008
	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.
<b>u milionima dinara, na kraju perioda</b>									
<b>STANJE</b>									
Neto strana aktiva (NSA)	200.462	229.984	360.685	407.565	441.048	484.388	500.302	563.524	596.215
od čega: rezerve NBS	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668	751.920	765.615	788.296
od čega: obaveze poslovnih banaka	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860	-299.659	-264.865
Neto domaća aktiva (NDA)	272.642	285.856	207.195	231.055	234.991	224.279	291.193	-112.290	357.307
Krediti državi, neto <sup>1)</sup>	-31.129	-33.954	-124.159	-100.061	-128.909	-149.081	-144.385	-34.251	-120.644
Dinarski krediti, neto	-25.479	-38.649	-35.438	-8.776	-35.782	-62.290	-56.369	-78.039	-53.126
Devizni krediti, neto	-5.650	4.695	-88.721	-91.285	-93.127	-86.791	-88.016	842.512	-67.518
Krediti nedržavnom sektoru <sup>2)</sup>	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402	786.873	-390.048	908.598
Ostale stavke	-243.793	-271.460	-283.344	-278.055	-302.107	-359.042	-351.295		-430.647
Novčana masa: M2 <sup>3)</sup>	473.103	515.840	567.881	638.620	676.039	708.667	791.495	903.698	953.522
Novčana masa: dinarski M2 <sup>3)</sup>	189.911	208.606	232.506	283.116	282.299	288.329	326.341	390.307	367.648
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	283.192	307.234	335.375	355.504	393.740	420.338	465.154	513.391	585.874
<b>STRUKTURNI POKAZATELJI</b>									
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	31,8	30,6	28,9	31,9	26,2	29,1	25,1	24,6	23,7
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)/M2 (%)	59,9	59,6	59,1	55,7	58,2	59,3	58,8	56,8	61,4
Koeficijent obrta (BDP <sup>4)</sup> / M2)	3,9	3,7	3,5	3,3	3,2	3,2	3,0	2,6	2,6
M2 / BDP <sup>4)</sup>	0,26	0,27	0,29	0,30	0,31	0,32	0,3	0,4	0,39
Krediti nedržavnom sektoru / BDP <sup>4)</sup>	0,30	0,31	0,31	0,29	0,30	0,33	0,33	0,35	0,37
Nenaplativi krediti <sup>5)</sup> (u % od ukupnih)	..	..	..	4,7	4,9	4,7	5,20	5,10	4,4
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	2,1	2,1	2,1	2,0	2,4	2,0	2,3	2,3	2,6

Izvor: Tabela P-12. u Analičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 7) u Tabeli T8-2.

2) Videti fusnotu 2) u Tabeli T8-2.

3) Novčana masa: komponente – videti Analičke i notacijske konvencije.

4) Videti fusnotu 8) u Tabeli T8-2.

5) Udeo kredita po osnovu kojih postoji kontinuirana docnja u plaćanju obaveza od 90 i više dana u ukupnim kreditima. Izvor za ovaj podatak je Kreditni biro Udruženja banaka Srbije; videti detaljnije u: J.Dimitrijević, "Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?", Pod lupom 1, QM6.

## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

**U Q1 banke plasiraju novih 614 miliona evra u kredite privredi i stanovništvu...**

**... u približno istom iznosu kao i u Q4 2007.**

**Preduzeća nastavljaju da se zadužuju u inostranstvu i u Q1**

Banke su u Q1 plasirale nove kredite privredi i stanovništvu u gotovo istom iznosu kao i u Q4 2007. (614 miliona evra u Q1 2008. prema 630 miliona u Q4 2007). Oko 400 miliona evra novih kredita usmereno je preduzećima (isto toliko i u Q4 2007), dok je stanovništvu usmereno oko 200 miliona evra (isto kao i u Q4 2007), Tabela T8-4. Interesantno je da se u Q1 čak 83% prirasta kredita stanovništvu odnosi na stambene kredite, dok je udeo zbira gotovinskih nenamenskih i potrošačkih kredita u ukupnom prirastu kredita u istom periodu čak negativan (smanjuje se stok ovih kredita). Pre samo tri kvartala, u Q2 2007, na primer, na stambene kredite odnosilo se tek 33% prirasta kredita stanovništvu, a na potrošačke nenamenske i gotovinske kredite čak 60%, Tabela T8-5.

Preduzeća su se, prema uspostavljenom trendu koji traje već više od jedne godine, i u Q1 zaduživala direktno u inostranstvu, za nijansu slabijim intenzitetom nego u prethodnim kvartalima – novih oko 600 miliona evra (900 miliona u Q4), čime se nastavlja zaobilazanje domaćeg bankarskog sistema.

Iz svega prethodnog zaključujemo da je već od Q4 2007. došlo do kočenja apsolutnog rasta kredita koje se u Q1 2008. nastavilo, a usporio se i međugodišnji rast. Krediti preduzećima nisu usporili – ni apsolutno u poređenju sa prethodnim kvartalima, ni relativno u odnosu na stanje pre godinu dana. Usporen je, međutim, kredit stanovništvu i to njegova kratkoročna komponenta – potrošački i gotovinski krediti, dok su stambeni krediti u usponu od sredine 2007. Budući da su ovi kratkoročni krediti stanovništvu upravo bili meta strogih administrativnih mera NBS (ograničenje roka nenamenskih gotovinskih kredita na dve godine iz avgusta 2007. i obaveza usklađivanja kredita stanovništvu sa 150% kapitala banaka<sup>1)</sup>), čini se da se na efektu administrativnih mera zaustavlja domet monetarne politike kada su u pitanju ukupni bankarski krediti. Drugim rečima, na osnovu ovih uvida o kretanju kredita i njihovih osnovnih komponenti – utisak je da je efekat kamatne stope NBS, na količinu novoodobrenih kredita, a implicitno i na kamatne stope na kredite banaka – za sada, ipak, veoma oskudan.

1 Detaljnije o prirodi ovih mera u QM br.9, deo 8. "Monetarni tokovi i politika", Okvir 1, str.59

**Tabela T8-4. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2006–2008**

	2006				2007				2008
	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.
<b>u milionima evra, kumulativi od početka godine</b>									
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	-539	-2.208	-3.468	-5.237	-325	-1.061	-2.574	-4.582	258
Domaći depoziti	-116	-550	-1.322	-2.245	-339	-757	-1.819	-3.254	-162
Depoziti stanovništva	-178	-413	-795	-1.200	-329	-652	-1.059	-1.652	-192
dinarski depoziti	-13	-54	-51	-124	-35	-57	-97	-135	-18
devizni depoziti	-165	-359	-744	-1.076	-295	-595	-963	-1.518	-174
Depoziti privrede	63	-137	-527	-1.045	-10	-105	-760	-1.602	29
dinarski depoziti	36	-52	-295	-739	23	112	-324	-1.138	365
devizni depoziti	27	-85	-232	-307	-33	-218	-437	-464	-336
Zaduživanje u inostranstvu	-401	-1.278	-1.433	-1.660	-10	266	207	114	564
Kapital i rezerve	-22	-380	-713	-1.331	25	-569	-962	-1.441	-144
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	-190	-191	-36	-77	-14	5	-17	695	-333
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	417	1.193	1.906	3.100	687	1.294	2.488	3.626	697
Ukupno privreda i stanovništvo	272	847	1.320	1.541	575	1.508	2.315	2.945	614
Privreda	85	390	557	536	313	865	1.271	1.660	406
kratkoročni plasmani	85	254	258	194	195	549	699	939	341
dugoročni plasmani	1	136	299	341	118	315	572	722	66
Stanovništvo	187	457	763	1.006	263	644	1.044	1.285	207
kratkoročni plasmani	50	106	169	194	36	101	148	221	-8
dugoročni plasmani	137	351	594	811	226	543	896	1.064	215
Plasmani u hartije NBS (repo i trajna prodaja)	162	448	740	1.637	200	-11	438	849	116
Neto kreditiranje države <sup>2)</sup>	-20	-107	-157	-79	-89	-203	-264	-168	-33
<b>PRO MEMORIA</b>									
Obavezne rezerve i depoziti	216	1.182	1.535	1.813	-146	242	349	441	-369
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>3)</sup>	-56	-75	-46	0	13	-44	-104	-44	6
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-55	-59	-73	-50	20	-56	-103	-92	0
Ostale stavke <sup>4)</sup>	168	130	166	499	-110	-464	-57	-78	-202
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>5)</sup>	32	38	38	36	34	37	34	31	30

Izvor: Tabela P-13. u Analitičkom prilogu

1) Prirasti plasmana dobijeni su pod pretpostavkom da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru, pri čemu je pretpostavljeno da su dugoročni plasmani privredi i stanovništvu indeksirani u celosti. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period, za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat kursnih razlika od preračunavanja ostatka bilansa.

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

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

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

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

6) Procenat 9,1% BDP odnosi se na kredit Telekomu za kupovinu Telekoma Republike Srpske.

7) U proračunu je korišćen odgovarajući kvartalni BDP.

**Tabela T8-5. Struktura novih kredita stanovništvu, 2007–2008**

	2007				2008
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<b>udeo u % u prirastu ukupnih kredita stanovništvu</b>					
Ukupni krediti stanovništvu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gotovinski nenamenski	46,5%	53,6%	36,0%	-3,5%	23,5%
Potrošački	24,4%	6,6%	4,3%	8,2%	-28,1%
Adaptacija	10,8%	2,2%	3,1%	3,4%	2,8%
Stambeni	43,7%	33,8%	49,2%	76,7%	83,7%
Ostali	-25,3%	3,7%	7,3%	15,3%	18,0%
<b>udeo u % u ukupnom stanju kredita na kraju kvartala</b>					
Ukupni krediti stanovništvu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gotovinski nenamenski	47,7%	48,5%	47,3%	43,2%	42,2%
Potrošački	9,0%	8,7%	8,3%	8,3%	6,3%
Adaptacija	1,0%	1,2%	1,4%	1,5%	1,6%
Stambeni	26,2%	27,3%	29,4%	33,2%	35,9%
Ostali	16,2%	14,4%	13,7%	13,8%	14,0%

Izvor: Kreditni biro Udruženja banaka Srbije.

**Banke sporijim tempom plasiraju u repo u Q1...****...novih 116 miliona evra****Izvore za nove plasmane banke nalaze u oslobađanju sredstava sa svojih depozita kod NBS...****... novoj deviznoj štednji i dokapitalizaciji**

Tokom Q1 banke daleko manje plasiraju novih sredstava u repo plasmane i šestomesečne hartije od vrednosti NBS, u poređenju s prethodnim periodom – novih 116 miliona evra (oko 400 miliona evra u Q4 2007. i u Q3 2007). Najverovatnije objašnjenje za to leži u činjenici da je u Q1 došlo do povećanja premije rizika, s jedne strane, i depresijacije dinara i relativno visoke inflacije, s druge strane, koje, delujući istovremeno – nisu dozvolile da se poveća prinos i atraktivnost repo plasmana za banke čak i sa povećanjem nominalne repo stope za skoro 5 procentnih poena u toku Q1 (detaljnije o povećanju repo stope u Okviru 1, a o prinosu na repo plasmane u odeljku 9. “Finansijska tržišta”, Grafikon T9-6).

Među izvorima za nove plasmane u Q1 2008. dominiraju: oslobađanje sredstava sa računa obavezne rezerve kod NBS, nova devizna štednja i dokapitalizacija banaka.

Po osnovu oslobađanja sredstava sa računa obaveznih rezervi i depozita kod NBS, banke su u Q1 obezbedile 370 miliona evra za nove plasmane i vraćanje starih dugova. Jedan deo tih oslobođenih sredstava od oko 160 miliona evra sigurno se odnosi na razduživanje banaka u inostranstvu (45% od 400 miliona evra koliko se prema platnom bilansu odnosi na razduživanje banaka u inostranstvu u Q1).

Nova devizna štednja stanovništva porasla je za 174 miliona evra u Q1, što je značajno manje nego u prethodnim kvartalima (550 miliona evra u Q4, 400 miliona evra u Q3 2007, 300 miliona evra u Q1 2007, Tabela T8-4).

S druge strane, u toku Q1, zaustavljen je trend velikog priliva depozita preduzeća kod bankarskog sektora iz protekle godine koje već nekoliko kvartala zaredom bez potpuno jasnog uzroka dominira u izvorima za nove plasmane banaka (840 miliona evra u Q4, 400 miliona u Q3 2007). U Q1 2008. je priliv depozita preduzeća zaustavljen i čak dolazi do odliva od oko 30 miliona evra. U okviru ove ukupne promene, pak, došlo je do preraspodele u valutnoj strukturi depozita preduzeća. Drugim rečima, dinarski depoziti preduzeća smanjeni su za protivvrednost od oko 360 miliona evra, dok su devizni depoziti preduzeća u istom periodu porasli za oko 330 miliona evra.

**Tabela T8-6. Srbija: zaduživanje privrede i stanovništva – uticaj na ukupnu tražnju**

	2006				2007				2008
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
Ukupni krediti preduzećima i stanovništvu iz domaćeg sistema i zaduživanje preduzeća direktno u inostr.	<b>kvartalni prirast stanja, u milionima evra</b>								
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema <sup>1)</sup>	272	575	473	222	575	933	807	630	614
Preduzeća	85	305	167	-21	313	552	406	389	406
Stanovništvo	187	270	306	243	263	381	400	241	207
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	239	268	535	524	478	1.224	730	912	590
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećima iz domaćeg sistema	325	573	702	503	791	1.776	1.137	1.301	996
Ukupni krediti preduzećima i stanovništvu iz domaćeg sistema i zaduživanje preduzeća direktno u inostr.	<b>kvartalni prirast stanja, u % kvartalnog BDP-a</b>								
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema <sup>1)</sup>	9,9	14,2	15,4	10,4	16,3	30,1 <sup>2)</sup>	20,0	18,0	15,9
Preduzeća	1,6	5,1	2,5	-0,3	4,8	7,7	5,3	4,5	5,4
Stanovništvo	3,6	4,5	4,7	3,4	4,1	5,3	5,2	2,8	2,7
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	4,6	4,5	8,1	7,3	7,4	17,1 <sup>2)</sup>	9,5	10,7	7,8
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećima iz domaćeg sistema	6,3	9,6	10,7	7,0	12,3	24,8	14,8	15,2	13,2

Izvor: FREN

1) Videti fusnotu 1 u Tabeli T8-4.

2) Od toga se 9,1% BDP-a odnosi na jedan kredit Telekomu za kupovinu Telekoma Republike Srpske.

Banke su u Q1 smanjile iznos duga prema inostranstvu i obaveze prema nerezidentima (stavka Zaduzivanje u inostranstvu, Tabela T8-4) za čak 564 miliona evra (povećanje od oko 100 miliona evra u Q4 2007, povećanje od 10 miliona evra u Q1 2007). Iz platnog bilansa (odeljak 6) saznajemo

## 8. Monetarni tokovi i politika

da se od tog iznosa, oko 400 miliona evra odnosi na razduživanje banaka u inostranstvu. Ta pojava, ispoljena u tolikoj meri, može se objasniti viškom likvidnih sredstava u bankarskom sistemu koji su banke pribavile putem dokapitalizacije u prethodnom periodu na koju su ih obavezivale mere NBS o usklađivanju kapitala sa plasmanima stanovništvu. Podsećamo da je pojava značajnog prikupljanja izvora banaka putem zaduživanja u inostranstvu bila dominantna tokom 2005. i 2006. godine, dok je već u 2007. započelo razduživanje banaka u inostranstvu, za doista ne tako visoke delove ukupnog duga, kao što je to slučaj u Q1 2008.

U Q1 se ukupan bankarski sektor dokapitalizovao sa 144 miliona evra (500 miliona u Q4 2007, 400 miliona u Q3 2007). Smanjenje neto kreditiranja države od 33 miliona evra u Q1 (povećanje od 100 miliona u Q4 2007) bilo je dodatan izvor plasmana banaka i – u najvećoj meri se odnosi na priliv sredstava na dinarski depozit države kod bankarskog sektora.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

**Primarni novac se smanjuje u Q1: kao posledica povećanja državnog depozita kod NBS...  
...i sterilisanja putem repo tržišta**

*Nivo primarnog novca* je značajno smanjen u Q1 2008. za 26,2% od nivoa skraja 2007, Tabela T8-7. Primarni novac (H) povećava se u Q4 kao rezultat sledećih neto promena stanja pojedinih njegovih komponenti. (a) Prirast neto sopstvenih deviznih rezervi NBS iznosio je 3,5% od početnog H. (b) Neto domaća aktiva NBS je u Q1 značajno smanjena, za 29,7% od početnog H, Tabela T8-7. U okviru NDA zabeleženo je smanjenje primarnog novca po osnovu svih njenih komponenti: povećanje dinarskog depozita države od 21,2% od početnog H, povećanje stanja repo plasmana od 8,4% od početnog H, smanjenje ostale neto domaće aktive za 0,3% od početnog H, Tabela T8-7.

**Tabela T8-7. Srbija: NBS – otkup deviza i sterilizacija, 2006–2008<sup>1)</sup>**

	2006				2007				2008
	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.
<b>TOK</b>									
	<b>u milionima dinara, kumulativi od početka godine</b>								
Neto sopstvene rezerve NBS <sup>2)</sup>	4.628	49.014	78.899	145.315	15.055	46.176	60.267	97.182	4.703
<i>Neto sopstvene rezerve NBS (u evrima)</i>	53	564	933	1.783	188	577	756	1.218	58
Neto Domaća aktiva (NDA)	-20.755	-54.348	-74.989	-105.744	-46.267	-57.974	-72.100	-71.986	-39.760
Dinarski krediti države	-1.595	-1.856	-1.858	120	-710	-735	-735	-5.639	267
Dinarski depoziti države	-4.789	-14.422	-10.572	17.540	-30.939	-56.748	-44.985	-10.107	-28.386
<i>od čega: lokalna samouprava</i>	-6.068	-5.339	-5.505	-3.500	-6.768	-13.485	-11.933	-516	-8.329
Repo operacije <sup>3)</sup>	-14.258	-39.152	-63.335	-132.903	-16.675	-2.094	-34.961	-67.950	-11.243
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>4)</sup>	-113	1.082	776	9.499	2.057	1.603	8.581	11.710	-398
Primarni novac	-16.127	-5.334	3.910	39.571	-31.212	-11.798	-11.833	25.196	-35.057
od čega: gotovina u opticaju	-7.825	-4.724	-1.540	14.811	-9.792	-3.395	-3.088	8.488	-6.613
od čega: slobodne rezerve	-8.643	-7.916	-2.106	16.516	-13.061	-3.309	-6.293	20.605	-39.840
<b>PORAST</b>									
	<b>kumulativi, u % od stanja početnog H<sup>5)</sup></b>								
Neto sopstvene rezerve NBS <sup>2)</sup>	7,9	52,5	73,5	135,1	11,2	34,5	45,0	72,6	3,5
Neto Domaća aktiva (NDA)	-25,0	-58,1	-69,4	-93,2	-34,6	-43,3	-53,8	-53,8	-29,7
Dinarski depoziti države	-5,1	-15,3	-11,2	19	-23,1	-42,4	-33,6	-7,5	-21,2
Repo operacije <sup>3)</sup>	-15,1	-41,5	-67,1	-141	-12,5	-1,6	-26,1	-50,7	-8,4
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>4)</sup>	-4,8	-1,4	9,0	29	1,5	1,2	6,4	8,7	-0,3
Primarni novac	-17,1	-5,7	4,1	41,9	-23,3	-8,8	-8,8	18,8	-26,2
od čega: gotovina u opticaju	-8,3	-5,0	-1,6	16	-7,3	-2,5	-2,3	6,3	-4,9
od čega: slobodne rezerve	-9,2	-8,4	-2,2	18	-9,8	-2,5	-4,7	15,4	-29,7
<b>PRO MEMORIA</b>									
Bruto dev. rezerve (kumul. od poč. god, u evrima)	387,7	1.420,9	2.945,0	4.083,1	-233,3	193,9	482,7	610,4	-85,8
Bruto dev. rezerve (u % H s poč. god., u evrima)	43,1	132,1	237,5	307,6	3,2	11,6	27,5	37,7	14,3
Primarni novac (stopa rasta, 12-m, u %)	13,7	24,3	20,8	41,9	31,3	37,2	24,2	18,8	20,8
Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m, u %)	16,4	15,6	10,2	27,6	28,0	33,0	25,5	12,4	19,9

Izvor: Tabela P-13 u Analitičkom prilogu

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

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

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

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

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



*Ukupno smanjenje primarnog novca* od 35 milijardi dinara u Q1, proizvod je sledećih apsolutnih promena njegovih komponenti:

- (a) NBS je u Q1 plasirala oko 4,7 milijardi dinara kao rezultat deviznih transakcija (prodaja deviza bankama, neto otkup od menjača i otkup deviza od države)
- (b) Država je povećala stanje na svom dinarskom depozitu kod NBS i time povukla 28 milijardi dinara, od čega se 8 milijardi odnosi na depozit lokalnih samouprava kod NBS
- (c) NBS je povećala stanje repo plasmana na kraju Q1 u odnosu na kraj 2007. i time sterilisala oko 11 milijardi dinara, Tabela T8-7.

### Okvir 1. Narodna banka Srbije podiže referentnu stopu za 4,5 procentnih poena u Q1, ali ne postiže i znatno povećanje stepena restriktivnosti svoje politike

Referentnu kamatnu stopu koja je od početka januara podignuta na 10,75% (sa 10%), NBS je na kraju februara povećala na 11,5%, a zatim 13. marta i na 14,5%. Krajem aprila repo stopa je još jednom korigovana nagore, do nivoa od 15,25%. NBS pribegava tim restriktivnim potezima da bi odgovorila na sve uočljivije inflatorne pritiske. Devizni kurs dinara je u Q1 nominalno depresirao za 3,9%, a realno za 2,6% (videti detaljnije u odeljku 3. "Cene i devizni kurs"). Uzevši u obzir promenu kamatne stope i promenu deviznog kursa, utisak je da je monetarna politika, s aspekta stepena restriktivnosti, u Q1 bila tek blago restriktivna ili gotovo neutralna. Taj utisak potvrđuje i činjenica da je stanje repo plasmana tokom Q1 relativno malo povećano u odnosu na početak godine, jer su realni prinosi kao i prinosi u odnosu na evro (*carry trade*) bili niski, naročito ako se uzme u obzir i realna mogućnost da je u istom periodu došlo do povećanja premije za rizik na ulaganja u Srbiji usled političkih faktora.

Narodna banka Srbije nije menjala stope obavezne rezerve u Q1 2008, ali je promenjen *način držanja obavezne rezerve na deviznu osnovicu*. Izmenom propisa koji je stupio na snagu 17. maja 2008, banke su obavezne da 10% obračunate obavezne rezerve na deviznu osnovicu drže u dinarima na računu kod NBS, umesto u devizama – kako je do tada važilo i kako nastavlja da važi za preostalih 90%. Ova promena sigurno je doprinela jačanju kursa dinara koje je počelo od sredine marta 2008. i trajalo do kraja aprila iste godine (ukupno oko 4,5%). Naime, moglo se očekivati da će banke, po ovom osnovu, da konvertuju oko 340 miliona evra u dinare (10 % od 3,4 milijarde evra koliko iznosi stanje deviznih obaveznih rezervi banaka kod NBS, Tabela T8-8).

Primarna svrha donete mere jeste, sudeći prema saopštenjima iz NBS ali i prema uočljivim i mogućim efektima, da se *jednokratno poveća ponuda deviza i smanji depresijacija dinara*. Dalje, kako je najavljeno, cilj mere je i da se poveća izloženost banaka valutnom riziku, te da se tako stimulišu banke da prikupljaju dinarske depozite. Drugim rečima, nastoji se da se smanji stepen finansijske evroizacije. Iako ovi efekti na smanjenje stepena evroizacije, po svojoj prirodi, ne deluju momentalno i treba vremena da se osete, taj cilj je verovatno bio tek u drugom planu prilikom donošenja mere. Smanjenje finansijske evroizacije pak, trebalo bi da pospeši delovanje kanala kamatne stope, odnosno da pojača prenos repo stope pod kontrolom NBS na sve ostale stope na bankarske plasmane<sup>1</sup>. Podaci o kamatnim stopama sa međubankarskog tržišta novca – BEONIA i BELIBOR 2w, Grafikon T9-7, svedoče da postoji veoma efikasno prenošenje repo stope na kamatne stope na međubankarske kredite za likvidnost (prekonočne i na veoma kratke rokove od nekoliko dana do nekoliko nedelja). To, međutim, nije dovoljno da bismo mogli da tvrdimo da deluje kanal kamatne stope, tj. da se promene repo stope prenose i na ostale aktivne i pasivne kamatne stope banaka i na duže ročnosti. Smanjenje evroizacije jeste dobar put da se taj prenos s vremenom pojačava. Ipak, skrećemo pažnju na to, da je evroizacija u Srbiji sada, kao i na početku reformi monetarnog sistema, pre sedam godina, na izuzetno visokom nivou – udeo deviznih depozita u ukupnim depozitima kod banaka je 66%.

<sup>1</sup> Detaljnije o ovom mehanizmu kao i o preprekama za njegovo puno delovanje u Srbiji videti u: J.Dimitrijević "Monetarn politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije", odeljak 2.1, QM10

Tabela T8-8. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS <sup>1)</sup>, dec. 2004–maj 2008

	12/2004	05/2005	07/2005	10/2005	11/2005	03/2006	04/2006	05/2006	11/2006	12/2006	10/2007
<b>Stopa na: (u %)</b>											
DINARSKU OSNOVICU	21	20	20	18	18	18	18	18	15	10	10
od čega:											
dinarski depoziti oročeni na preko 1 meseca											5
sredstva na nerezidentnim računima sa rokom dospeća do 2 godine:								60	60		
sredstva na nerezidentnim računima sa rokom dospeća preko 2 godine:								40	40		
DEVIZNU OSNOVICU	21	26	29	35	38	40	40	40	40	45	45
od čega:											
zaduženje banaka u inostranstvu sa rokom dospeća do 2 godine <sup>2)</sup> :							60	60	60	45	
NOVU DEVIZNU ŠTEDNJU <sup>3)</sup>	47	47	45	41	38	40	40	40	40	40	40
SUBORDINIRANI KAPITAL						20	20	20	20	20	20
Najvažnije izmene i dopune:		uvodenje obavezne rezerve na kredite iz inostranstva	razdvajanje dinarske i devizne osnovice			stopa 38% važi i za novu deviznu štednju		uvodenje obavezne rezerve na subordinirani kapital			

Izvor: NBS.

1) Primenjuje se na prosečno dnevno knjigovodstveno stanje osnovice u poslednjem kalendarskom mesecu. Važi od 17-og u narednom mesecu. Banka je obavezna da u obračunskom periodu održava prosečno dnevno stanje izdvojene rezerve u visini obračunate rezerve.

2) Do aprila 2006. godine i od decembra 2006. zaduženje banaka u inostranstvu je jedinstveno tretirano bez obzira na ročnost. Stoga, ova potkategorija nema vrednosti zaključno s martom 2006. i od decembra 2006. odnosno jedinstvena devizna osnovica se primenjuje na sve prilive iz inostranstva po osnovu zaduženja poslovnih banaka.

3) Prema važećoj regulativi do decembra 2005. godine obaveze poslovnih banaka da izdvajaju sredstva kod NBS po osnovu prikupljene nove devizne štednje stanovništva (štedni uložni položeni posle 30.06.2001) – bile su regulisane posebnom odlukom NBS. Regulative postaje jedinstvena od trenutka izjednačavanja stope obavezne rezerve na sva devizna sredstva poslovnih banaka.

Napomene:

Prema važećim propisima u obaveznu rezervu banaka kod NBS ulaze:

– u dinarsku osnovicu: dinarski depoziti (uključujući i državu), dinarski krediti (uključujući i državu), hartije od vrednosti i druge dinarske obaveze.

– u deviznu osnovicu: devizni depoziti (uključujući i državu), dinarski depoziti indeksirani na stranu valutu, devizni krediti (uključujući i državu), subordinirani kapital, hartije od vrednosti, druge devizne obaveze i druga devizna sredstva primljena iz inostranstva po poslovima koje banka obavlja u ime i za račun trećih lica.

Iz dinarske i devizne osnovice isključuju se: iznos obaveza prema NBS; do decembra 2005. godine – iznos obaveza po deviznoj štednji položenoj kod banaka posle 30.06.2001: iznosi nastali u vezi s regulisanjem duga po staroj deviznoj štednji i iznosi u vezi s reprogramiranim dugom prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba. Osnovica se umanjuje za iznose dugoročnih stambenih kredita osiguranih kod Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita.

Od 17. maja 2007. godine 10% obračunate devizne rezerve drži se u dinarima.

**Država je najviše doprinela povećanju neto sopstvenih rezervi NBS...**

**...konverzijom svojih deviznih sredstava**

Neto sopstvene rezerve NBS povećane su u Q1 za svega 58 miliona evra (460 miliona u Q4 2007, Tabela T8-9). Po osnovu transakcija na deviznom tržištu – prodaja deviza bankama i otkupa od menjača (Tabela T8-10) – u Q1 su smanjene neto sopstvene rezerve NBS za 168 miliona evra. Do povećanja neto sopstvenih rezervi NBS dovela je stoga transakcija otkupa deviza od države. Nemamo tačne podatke o toj transakciji. Ali budući da je suficit konsolidovanog sektora države tek oko 3,4 milijardi dinara, gotovo ceo priliv na dinarskom depozitu države kod NBS (28 milijardi dinara, Tabela T8-7, manje 3,4 milijarde konsolidovanog suficita, Tabela T7-1, Odeljak 7, tj. oko 25 milijardi dinara ili 300 miliona evra), odnosi se na konverotvanje deviza sa državnog depozita kod NBS u dinare. Prethodna transakcija, dakle, presudno je uticala na porast neto sopstvenih rezervi NBS u Q1. Stanje na deviznom depozitu države je, uprkos ovoj konverziji, povećano u Q1 za 160 miliona evra (Tabela T8-9). Konvertovanih 300 miliona evra kao i ovo povećanje od 160 miliona evra odnose se, po svoj prilici, na privatizacione prilive u toku Q1.

Smanjenje neto deviznih rezervi NBS u Q1 od 101 milion evra (Tabela T8-9) ne podudara se s infomacijom koju nam donosi platni bilans – da je u istom periodu došlo do blagog porasta deviznih rezervi NBS od 29 miliona evra. Ta razlika, međutim, posledica je promene metodologije platnog bilansa koja, počev od Q1 2008, uvažava promenu cene zlata i hartija od vrednosti koje ulaze u devizne rezerve u toku perioda na koji se odnosi platni bilans (u ovom slučaju Q1 2008). Monetarni računi, koji su izvor podataka u Tabeli T8-9, najverovatnije još nisu uzeli u obzir ovaj činilac promene vrednosti deviznih rezervi NBS.

Tabela T8-9. Struktura deviznih rezervi Srbije – stanja i tokovi, 2006–2008

	2006				2007				2008
	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.
<b>u milionima evra, stanja</b>									
Neto strana aktiva Srbije	2.303	2.674	4.403	5.164	5.413	6.130	6.347	7.116	7.246
Poslovne banke, neto	-2.042	-2.921	-2.920	-3.188	-3.213	-2.918	-2.998	-2.379	-2.147
Bruto rezerve	594	593	748	707	693	712	690	1.403	1.070
Obaveze	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688	-3.782	-3.218
Narodna banka Srbije, neto	4.345	5.595	7.323	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495	9.394
Bruto rezerve	5.357	6.390	7.914	9.052	8.819	9.246	9.535	9.662	9.577
Obaveze	-1.011	-795	-591	-700	-193	-198	-190	-168	-183
MMF	-787	-575	-373	-181	6	1	3	4	3
Ostale obaveze	-225	-220	-218	-519	-200	-199	-193	-171	-186
<b>STRUKTURA NETO REZERVNI NBS</b>									
1. Narodna banka Srbije, neto	4.345	5.595	7.323	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495	9.394
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-1.995	-2.858	-3.126	-3.210	-3.358	-3.478	-3.584	-3.409	-3.411
1.2 Depoziti države	-247	-123	-1.213	-1.309	-1.247	-1.160	-1.172	-1.034	-874
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	2.103	2.614	2.983	3.833	4.021	4.410	4.589	5.051	5.109
<b>u milionima evra, kumulativi od početka godine</b>									
Neto strana aktiva Srbije	-240	131	1.859	2.620	249	967	1.183	1.952	131
Poslovne banke, neto	-591	-1.469	-1.468	-1.737	-24	270	190	809	232
Bruto rezerve	-190	-191	-36	-77	-14	5	-17	695	-333
Obaveze	-401	-1.278	-1.433	-1.660	-10	266	207	114	564
Narodna banka Srbije, neto	350	1.600	3.328	4.357	274	696	993	1.143	-101
Bruto rezerve	388	1.421	2.945	4.083	-233	194	483	610	-86
Obaveze	-37	179	383	274	507	502	510	532	-15
MMF	-38	173	375	567	187	182	184	185	0
Ostale obaveze	1	6	8	-294	320	320	327	348	-15
<b>STRUKTURA NETO REZERVNI NBS</b>									
1. Narodna banka Srbije, neto	350	1.600	3.328	4.357	274	696	993	1.143	-101
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-270	-1.133	-1.401	-1.485	-148	-269	-374	-200	-2
1.2 Depoziti države	-27	97	-993	-1.089	63	149	137	275	161
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	53	564	933	1.783	188	577	756	1.218	58

Izvor: NBS.

Napomena:

Devizne obaveze NBS tretiraju se različito u monetarnom pregledu i u bilansu NBS. U ovu kategoriju u monetarnom pregledu uključeni su krediti od MMF-a i ostale obaveze prema inostranstvu, dok su u bilansu NBS, pored navedenih stavki, obuhvaćeni i devizni depoziti poslovnih banaka (sredstva obavezne rezerve i ostali devizni depoziti).

Tabela T8-10. Neto mesečna trgovina devizama NBS – banke i menjači, nov.2006–mart 2008

	Na međubankarskom deviznom tržištu (NBS-posl. banke)    Od menjača    Ukupno		
(-, neto prodaja deviza od strane NBS)			
<b>u milionima evra</b>			
Prosečna mesečna trgovina jan.-okt. 2006.	-64	151	87
Novembar 2006.	260	131	391
Decembar 2006.	154	86	240
Januar 2007.	-412	42	-370
Februar 2007.	-14,8	86	72
Mart 2007.	-54,1	114	60
April 2007.	0	137	137
Maj 2007.	-75,9	160	84
Jun 2007.	-19	86	67
Jul 2007.	-22	94	72
Avgust 2007.	-23	106	83
Septembar 2007.	-20	60	40
Oktober 2007.	-4	72	68
Novembar 2007.	-20	76	56
Decembar 2007.	-40	128	88
Januar 2008.	-57	63	6
Februar 2008.	-129	39,6	-89
Mart 2008.	-105	20,6	-84

Izvor: NBS.

## 9. Finansijska tržišta

U Q1 2008. došlo je do značajnog pada vrednosti i obima prometa na domaćem tržištu akcija i obveznica. U odnosu na prethodni kvartal vrednost prometa akcijama i broj obavljenih transakcija pali su za 50,5 %, odnosno 40,5%, dok su obim i promet obveznicama SDŠ smanjeni za oko 49% i 45% respektivno. Indeksi Beogradske berze dostigli su svoje godišnje minimume i izgubili između 19% i 25% svoje vrednosti. Pad kako indeksa domaće berze, tako i indeksa berzi u okruženju, posledica je globalne finansijske krize zbog koje svetski investitori imaju povećanu averziju ka riziku. Veći pad indeksa Beogradske berze od indeksa ostalih berzi u regionu ukazuje da je politička nestabilnost dodatno uticala na negativan trend. Svi domaći investicioni fondovi zabeležili su smanjenje vrednosti investicione jedinice, ali procentualno manje nego što je gubitak indeksa Beogradske berze u istom periodu. Mere monetarne politike NBS podigle su nominalne prinose na 2w repo operacije za čitavih 450bp u Q1 i dodatnih 125bp u Q2, tako da je referentna stopa na nivou od 15,75%. Ovaj rast je krajem Q1 "izvukao" i realne prinose na repo iz negativne zone, merene kako u odnosu na inflaciju tako i u odnosu na kretanje kursa evro/dinar. Još jedna posledica podizanja referentne stope NBS je i paralelno pomeranje krive prosečnih prinosa na obveznice SDŠ. Sama kriva ostaje kao i u Q4 invertovana - veće prinose imaju obveznice čije je prispeće u skorijem vremenu.

***U Q1 dolazi do značajnog pada obima prometa na tržištu akcija mereno i brojem obavljenih transakcija i dinarskom vrednošću***

U Q1 2008. nastavio se trend smanjenja obima prometa na domaćem tržištu akcija koji je počeo u Q3 2007. (Grafikon T9-1). Za razliku od prethodnih kvartala pad obima je u Q1 mnogo veći. Mereno brojem obavljenih transakcija obim se smanjio za 40,55% u odnosu na Q4 2007, dok je ukupna vrednost obima pala na 16,58 milijardi dinara što je smanjenje za 50,5%. Budući da je broj transakcija pao manje nego njihova ukupna vrednost, smanjena je i vrednost prosečne transakcije, koja je u Q1 iznosila oko 486 hiljada dinara, ili 16,74% manje nego u Q4 2007.

Posmatrano u odnosu na Q1 2007. pad obima je još izraženiji. Broj obavljenih transakcija i ukupna vrednost prometa pali su za 48,91% i 58,07% respektivno.

***Pad obima prometa izraženiji na diskontinualnom tržištu***

Padu obima u Q1 2008. doprineli su i diskontinualni i kontinualni segment tržišta, ali ne podjednako. Diskontinualni segment tržišta ostvario je veći procentualni pad nego kontinualni – mereno i brojem obavljenih transakcija i ukupnom dinarskom vrednošću. U odnosu na Q4 2007. na diskontinualnom segmentu tržišta obavljeno je 49,06% manje transakcija, dok je kontinualni segment pao za 31,24%. Ukupna dinarska vrednost obima u Q1 2008. na diskontinualnom segmentu tržišta akcija pala je za 69,60%, a na kontinualnom za 30,48%.

***Pet akcija s najvećim obimom trgovanja zaslužno za 60% prometa u kontinualnom trgovanju***

U Q1 pet akcija s najvećom vrednošću obima trgovanja zaslužno je za skoro 60% ukupnog prometa akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja. Ovih pet najtrgovanijih akcija bile su: AIKB (Aik banka), AGBN (Agrobanka), SJPT (Soja protein a.d. Bečej), MTBN (Metals banka) i ENHL (Energoprojekt holding). Kao i prethodnih kvartala AIKB je bila apsolutno najtrgovanija, i bila je odgovorna za nešto više od 34% vrednosti ukupnog obima kontinualnog segmenta tržišta akcija.

Što se kapitalizacije tržišta tiče, sektor finansijskog posredovanja i dalje je ostao vodeći i u Q1 s tržišnom kapitalizacijom koja je poslednjeg meseca kvartala iznosila 309,4 milijarde dinara.

***Indeksi Beogradske berze zabeležili snažan pad vrednosti i nove istorijske minimume***

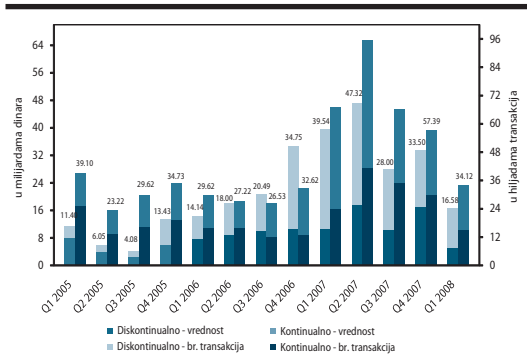
Pad vrednosti indeksa Beogradske berze nastavio se i tokom Q1 2008. i to oštrije nego u prethodnom kvartalu (Grafikon T9-2). Od prvog do poslednjeg dana trgovanja u Q1 tekuće godine indeksi BELEX151 i SRX2 EUR izgubili su oko 25% svoje vrednosti, dok je BELEXline3 izgubio 19,35%. Početkom februara došlo je do kratkotrajnog oporavka indeksa kada su indeksi i dostigli svoje maksimalne vrednosti u posmatranom kvartalu. Maksimalne vrednosti su dostignute 4. februara i iznosile su za indekse BELEX15, BELEXline i SRX EUR redom: 2.346,24, 3.835,16

1 Indeks najlikvidnijih akcija Beogradske berze.

2 Indeks osam najlikvidnijih akcija Beogradske berze koji izračunava Bečka berza (Wiener Börse).

3 Opšti indeks akcija Beogradske berze.

**Grafikon T9-1. Obim i struktura trgovanja akcijama, 2006–2008**



Izvor: www.belex.co.yu.  
 Legenda: MPC metod preovlađujuće cene, MCMK - minimalna cena minimalna količina, BLOK-cena blok transakcija.

i 1.272,71 indeksnih poena. Nakon toga dolazi do oštrog pada vrednosti sva tri indeksa koji se nastavlja sve do sredine marta meseca kada indeksi dostižu svoje minimalne vrednosti u Q1 2007. Za indeks SRX EUR vrednost od 827,75 indeksnih poena ostvarena 13. marta ujedno je i najniža vrednost od kada se ovaj indeks izračunava, a istoga dana BELEX15 je pao na vrednost od 1.589,33 indeksnih poena, što je najniža vrednost tog indeksa od decembra 2006. Sutradan je i BELEXLine sa ostvarenih 2.995,39 indeksnih poena dostigao najnižu vrednost od januara prošle godine. Iako je u drugoj polovini marta došlo do uzlazne korekcije indeksa opšti trend je ostao negativan posmatrano kako na kvartalnom, tako i na mesečnom nivou. Samo

tokom marta indeks BELEX15 izgubio je 17,63% svoje vrednosti, što je najveći mesečni gubitak ikada za ovaj indeks. Pad vrednosti indeksa nastavljen je i tokom aprila.

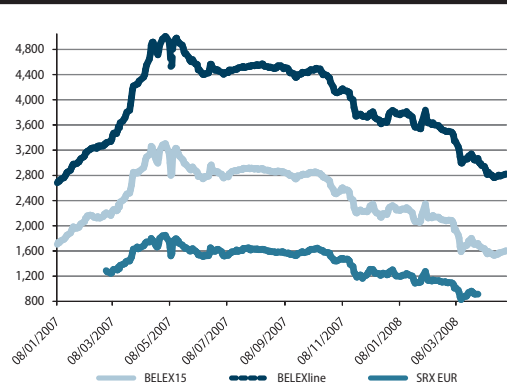
**Pad indeksa Beogradske berze prati pad berzi u okruženju istog nivoa**

U Q1 i ostale berze u regionu zabeležile su pad vrednosti približno istog nivoa kao na Beogradskoj berzi. BIRS, banjalučke berze i makedonski MBI-10 su najmanje izgubili na vrednosti padom od 16,81%, odnosno 12,78%. Crnogorski indeksi MOSTE i NEX20 izgubili su 24,66% i 24,51% respektivno, dok su hrvatski Crobex, rumunski BET, bugarski SOFIX izgubili, redom, po 26,70%, 27,67%, i 29,01%.

Pad berzi u regionu i Beogradske berze većim delom je posledica globalne finansijske krize. Krupni investitori značajno su smanjili ulaganje u rizičnije investicije u koje naravno spadaju i tranziciona tržišta. Dodatno opterećenje za Beogradsku berzu predstavlja i politička neizvesnost koja je pojačana u Q1. Nestabilnost smanjuje mogućnost investitora da predvide buduća ekonomska kretanja, tako da se investitori koji imaju manji afinitet prema riziku povlače, dok se ostali investitori opreznije odlučuju na nova ulaganja – što je imalo uticaja na pad obima trgovanja na domaćem tržištu kapitala.

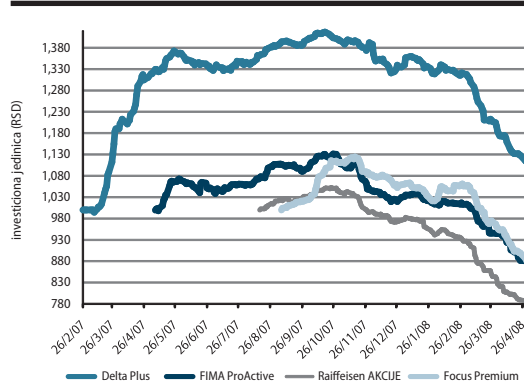
**U Q1 svi investicioni fondovi ostvarili su pad vrednosti, ali manji od pada indeksa Beogradske berze**

**Grafikon T9-2. BELEXfm, BELEX15 i SRX EUR indeksi, 2007–2008**



Izvor: www.belex.co.yu, www.wienerbourse.at

**Grafikon T9-3. Delta Plus, FIMA ProActive, Raiffeisen AKCIJE i Focus Premium investicioni fondovi, 2007–2008**

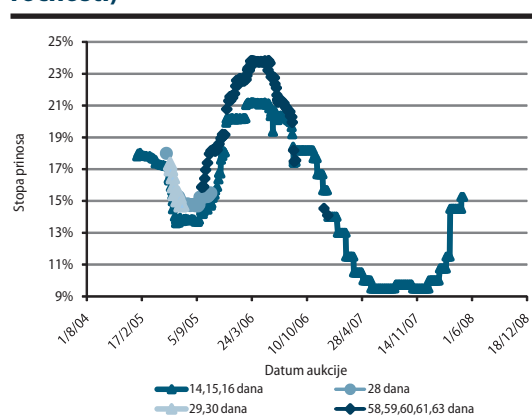


Izvor: www.deltainvestments.co.yu, www.fimainvest.com, www.focusinvest.biz, www.raiffeiseninvest.co.yu

Investicioni fondovi su, u Q1, ostvarili gubitak vrednosti (Grafikon T9-3). Investicione jedinice domaćih fondova izgubile su procentualno manje vrednosti od indeksa Beogradske berze u istom periodu. Fondovi FIMA ProActive i Focus Premium izgubili su 8,35% i 8,84% respektivno. Najveći pad tokom Q1 2008. ostvario je fond Raiffeisen AKCIJE sa gubitkom vrednosti investicione jedinice od 13,79%, dok je fond Delta Plus izgubio 10,12%. U istom periodu indeks BELEX15 izgubio je oko 25%. Ako se posmatraju performanse fondova od njihovog osnivanja, pa do kraja Q1 2008. – svi fondovi, osim fonda Delta Plus, imali su negativan rast. Budući da svi fondovi nisu počeli s trgovanjem istovremeno da bi se moglo napraviti ispravno poređenje njihovog performansa, može se posmatrati prinos na godišnjem nivou koji su fondovi ostvarili od osnivanja do kraja Q1. Prinos na godišnjem nivou fonda Delta Plus od osnivanja je 18,73%, dok su prinosi fondova FIMA ProActive, Raiffeisen AKCIJE i Focus Premium, redom, -6,02%, -25,12% i -5,84%.

**NBS je u Q1 2008. povisila referentnu stopu za 450bp na 14,5%. Krajem aprila još jedno povećanje od 75bp na 15,25%**

**Grafikon T9-4. Repo prinosi 2004 – 2008 (po ročnosti)**



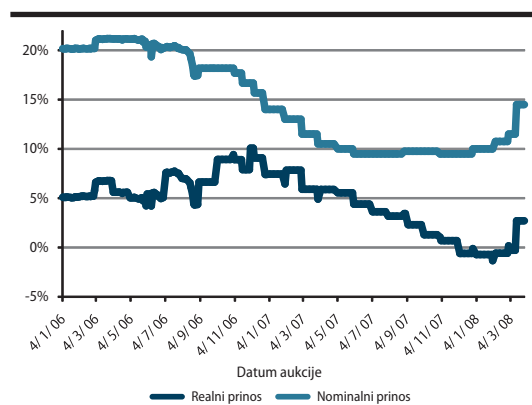
Izvor: NBS.

Tokom Q1 2008, Narodna Banka Srbije povećavala je referentnu kamatanu stopu čak tri puta, i to za ukupno 450 bp (Grafikon T9-4). Početkom Q1 stopa na 2w repo bila je 10%, nakon povećanja od 50bp krajem 2007. Prvo povećanje od 75bp obavljeno je na zasjedanju Monetarnog odbora početkom februara, da bi krajem februara usledilo još jedno povećanje od 75bp. Konačno, sredinom marta Monetarni odbor povećao je referentnu stopu NBS za čitavih 300bp na 14,5%. Krajem aprila NBS je nastavila s politikom podizanja referentne stope koja je podignuta za još 75 bp na 15,25%.

**Realni prinosi na repo operacije nakon negativnih vrednosti sredinom marta ponovo pozitivni**

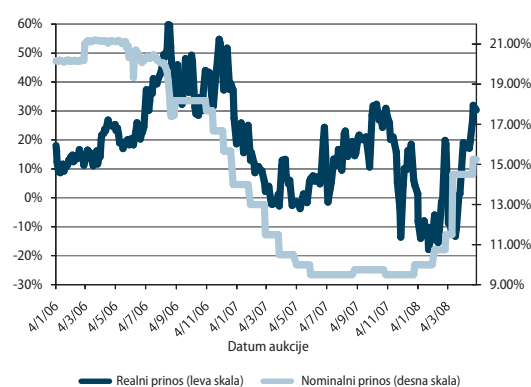
u odnosu na godišnju stopu inflacije realni prinosi su se kretali od -0,71% do -0,29% da bi tek nakon povećanja referentne kamate za 300bp sredinom marta porasli na 2,71% (Grafikon T9-5). Mereno u odnosu na kretanje kursa evro/dinar (promena kursa iz prethodna tri meseca<sup>4</sup>) realni prinosi na repo operacije NBS, takođe su bili negativni tokom većeg dela Q1. Nakon povećanja referentne stope sredinom marta i apresijacije dinara krajem marta i ovi prinosi postaju pozitivni i krajem kvartala dostižu 1,40% (Grafik T9-6).

**Grafikon T9-5. Realni (u odnosu na inflaciju) i nominalni REPO prinosi, 2006–2008**



Izvor: NBS.

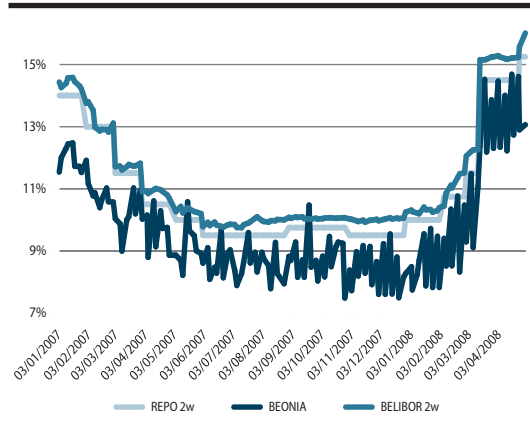
**Grafikon T9-6. Realni (u odnosu na kurs evro/dinar) i nominalni repo prinosi, 2006–2008**



Izvor: NBS.

4 Obrazloženje takvog pristupa računanju realnih stopa prinosa detaljno je razmatrano u tekstu Pod lupom 1: "Devizni kurs i politika NBS u Srbiji 2002–2006" iz QM-a broj 5.

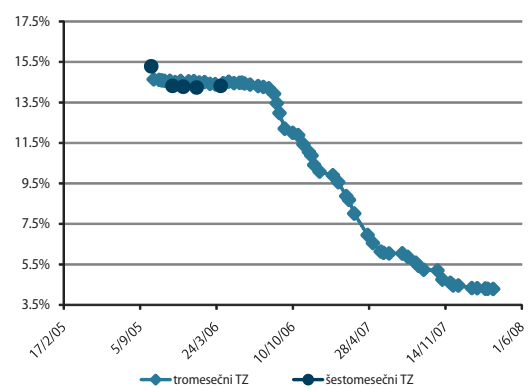
**Grafikon T9-7. Kretanje REPO, BEONIA i BELIBOR 2W stopa, 2007–2008**



Izvor: NBS i Reuters.

milijardi dinara, isto kao i u Q3 i Q4 2007.

**Grafikon T9-8. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa, 2005–2008**



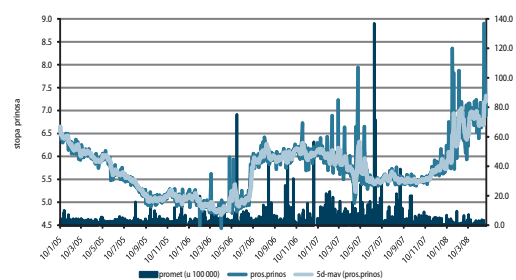
Izvor: Ministarstvo finansija RS.

Kamatne stope na tržištu novca pratile su nominalnu repo stopu (Grafik T9-7). Tokom Q1 dolazi do povećanja raspona između repo stope i BELIBORA s rokom od dve nedelje (ista ročnost kao repo ugovori), dok je raspon između repo stope i prekonoćne BEONIA stope uglavnom stabilan.

Prinosi na Trezorske zapise Republike Srbije nakon dugog trenda pada u Q1 izgubili su samo 4bp<sup>5</sup>. Na poslednjoj aukciji u Q1 ostvarena je kamatna stopa od 4,29% (Grafik T9-8). Kao i u prethodnim kvartalima na aukcijama su nuđeni samo zapisi ročnosti tri meseca, a vrednosti emisija bile su 400 miliona, 800 miliona ili milijardu dinara. Ukupna nominalna vrednost svih TZ emitovanih tokom Q1 iznosila je 3,8

*Prinosi na Trezorske zapise Republike Srbije u Q1 stagnirali*

**Grafikon T9-9. Prosečan prinos na obveznice SDŠ<sup>1)</sup>**



Izvor: www.belex.co.yu.

1) Na grafikonu su prikazane prosečne vrednosti, kada se izuzme abnormalni prinos od 42% na obveznici A2006 10. marta 2006.

Napomena: Grafikon je dobijen kao ponderisani prosek prinosa na hartije A2006 do A2016. Kao ponderi su korišćene vrednosti prometa na svakoj od hartija.

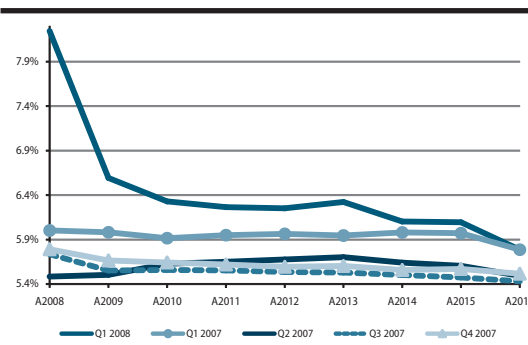
*Obim i promet na tržištu obveznica SDŠ prepolovljeni su u odnosu na prethodni kvartal*

*U Q1 2008. na tržištu SDŠ dolazi do značajnog rasta prosečnih prinosa po svim ročnostima*

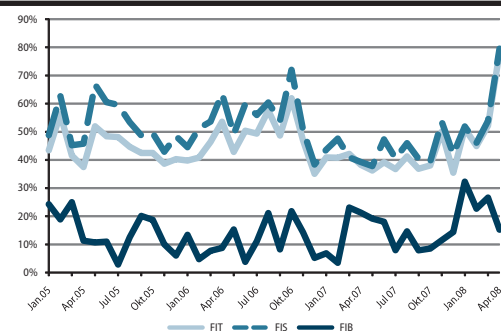
U Q1 2008. nastavio se trend smanjenja obima i prometa na tržištu obveznica stare devizne štednje koji je počeo u Q2 prošle godine (Grafikon T9-9). Ostvareni obim iznosi oko 13,2 miliona evra, a promet 10,2 miliona evra, što je za 48,86%, odnosno 44,93% manje nego u prethodnom kvartalu (u Q4 2007. obim i promet su se smanjili za 49,59%, odnosno 49,81%, u odnosu na Q3 2007). Ako se posmatra promena na godišnjem nivou, u odnosu na Q1 2007. obim i promet su se smanjili za 74,35% i 72,10% respektivno.

Rast prinosa na obveznice SDŠ nastavio se i u Q1 2008 tako da se kriva prosečnih prinosa pomerila dalje na gore (Grafik T9-10). Najveći rast ostvarila je obveznica A2008 čiji prosečni prinos je porastao za 245bp, dok je najmanji rast od 27bp zabeležila obveznica A2016. Ovaj rast prinosa značajniji je nego u prethodnom kvartalu kada su prosečni prinosi porasli između 11bp i 6bp. Takođe za razliku od prethodnog kvartala kriva je pomerena na gore i u odnosu na Q1 2007. Paralelo pomeranje krive prinosa na gore pre svega je posledica povećanja referentne stope NBS, što je uzrokovalo rast svih kamatnih stopa na domaćem tržištu. Kriva prinosa u Q1 ostala je opadajuća, tj. obveznice skorijeg dospeća imaju veći prosečan prinos od onih duže ročnosti, što je u Srbiji pre svega posledica nestabilnosti.

<sup>5</sup> U Q3 i Q4 2007. prinosi na TZ pali su za 80bp i 75bp respektivno.

**Grafikon T9-10. Krive prosečnih prinosa na obveznice SDŠ**

Izvor: www.belex.co.yu.

**Grafikon T9-11. Stope učešća stranih investitora u prometu na Beogradskoj berzi 2005–2008**

Izvor: www.belex.co.yu.

Legenda: FIT - Učešće stranih investitora u ukupnom prometu, FIS - strani investitori na tržištu akcija, FIB - strani investitori na tržištu obveznica.

***Učešće stranih investitora u prometu na Beogradskoj berzi povećalo se početkom Q1 2008, da bi na tržištu akcija i ukupnom prometu u aprilu dostiglo istorijski maksimum, a na tržištu obveznica palo na nivo iz decembra 2007.***

Relativno učešće stranih investitora u prometu na Beogradskoj berzi povećalo se početkom Q1 2008. Na tržištu akcija (kriva FIS, Grafik T9-11) u Q4 prosečno učešće stranih investitora u prometu je poraslo za oko 5,6% u odnosu na prethodni kvartal. U aprilu je zabeleženo učešće od 79,5%, što je istorijski najveća participacija stranih investitora na tržištu akcija. Na tržištu obveznica (kriva FIB, Grafik T9-11) učešće je u proseku poraslo za 15,7% – za šta je najodgovorniji mesec januar kada je učešće poraslo na 32,25% sa 14,39% koliko je iznosilo na kraju 2007. Nakon januara učešće stranih investitora na tržištu obveznica SDŠ je u padu da bi u aprilu iznosilo 15,20%. Posle dužeg perioda, učešće stranih investitora u ukupnom prometu Beogradske berze (kriva FIT, Grafik T9-11) prešlo je 50% u januaru 2008. U aprilu, sa 78,16% – učešće stranih investitora u ukupnom prometu dostiglo je istorijski maksimum.



# POD LUPOM

## Makroekonomski i fiskalni aspekti decentralizacije

Lazar Šestović\* U tekstu koji sledi analiziramo javne finansije lokalnih vlasti (opština, gradova i pokrajina) u Srbiji. Ispitujemo u kom stepenu lokalni budžeti utiču na ukupan fiskalni deficit Srbije i razmatramo moguće mehanizme i mere koje se mogu koristiti u cilju harmonizacije prihoda i rashoda različitih nivoa vlasti. Lokalni nivo vlasti trenutno učestvuje sa skoro petinom ukupne javne potrošnje, a postoji tendencija da se taj nivo dodatno poveća, čime bi se stvorili značajni deficiti konsolidovanog bilansa države. Mogućnost zaduživanja lokalnih vlasti će se uvećati kada im se, kao što je predviđeno Ustavom, vrati vlasništvo nad državnom imovinom koju trenutno koriste, i time će se dodatno podstaći rast javne potrošnje. Da bi se izbegle nepovoljne makroekonomske posledice, neophodna je čvršća koordinacija fiskalne politike na lokalnom i republičkom nivou.

### 1. Uvod

Mogućnost da Srbija dostigne makroekonomsku stabilnost i nastavi sa restrukturiranjem svojih javnih finansija bila je i biće u dobroj meri uslovljena aktivnostima delova vladinog sektora na lokalnom nivou vlasti<sup>1</sup>. U mnogim zemljama fiskalne performanse lokalnih vlasti (izraz "lokalne vlasti" koristićemo za opštine, gradove i pokrajinsku vladu) izazivale su brojne poteškoće u vođenju dobre makroekonomske politike. Razlog leži u tome što su lokalne vlasti često imale visoke deficite, preterano i bez kontrole su se zaduživale, akumulirale su docnije prema svojim dobavljačima i dr. U ovom tekstu ćemo analizirati kretanja u prihodima i rashodima lokalnih nivoa vlasti u Srbiji, stepen u kom su ona uticala na makroekonomska dešavanja u zemlji, i konačno – koje mehanizme i mere može Srbija da koristi u cilju harmonizacije aktivnosti različitih nivoa vlasti. Razlog za ovu analizu jeste činjenica da lokalne vlasti raspolazu sa sve značajnijim sredstvima (trenutno skoro petina ukupne javne potrošnje ide preko njih), kao i to da u skorij budućnosti mogu da dobiju još veća sredstva na raspolaganje (kroz eventualni povratak imovine). Istovremeno, taj deo državnog sektora je značajno pogoršao strukturu svojih rashoda i počeo je da ostvaruje značajne deficite. Da bismo došli do zaključka o kvalitetu finansija na nižem nivou vlasti poredili smo ih s fiskalnim performansama republičke vlade, koja je i inače u centru pažnje većine analitičara. Glavni je zaključak – da se struktura rashoda na lokalnom nivou značajno pogoršala i to naročito u periodu 2004–2005, kada je inače došlo do značajnog fiskalnog prilagođavanja, gledano ukupno za čitav državni sektor u Srbiji. Upravo u tom periodu nosilac prilagođavanja javnih finansija bilo je smanjenje troškova za plate i subvencije na republičkom nivou, što nije koincidiralo s prilagođavanjem na lokalnom nivou. Na kraju ovog teksta analiziramo moguće oblike institucionalnog okvira za kontrolu ukupnih javnih finansija u državi, kako bismo dali neke predloge za Srbiju. To je značajno budući da je došlo do budžetskih deficita na lokalnom nivou vlasti koji su prošle godine činili čak trećinu ukupnog deficita države, uprkos u poslednje vreme poboljšanom kapacitetu Ministarstva finansija da sagledava ukupne javne finansije (i to uglavnom *ex post*). Takođe, lokalni nivo vlasti je negativno doprinio povećanju deficita tekućeg računa bilansa plaćanja, što je dodatni razlog za ovu analizu.

\* Makroekonomista Svetske banke za Srbiju. Ovaj tekst predstavlja nastavak rada u oblasti fiskalnog i makroekonomskog uticaja decentralizacije koji su izmedju ostalog obradjeni u nedavno objavljenoj studiji Svetske banke "Decentralizacija i pružanje lokalnih usluga u Srbiji", mart 2008.

1 Za potrebe ovog rada kao ispod nacionalni nivoi vlasti su analizirani opštine, gradovi i Autonomna Pokrajina Vojvodina.

## 2. Fiskalne performanse lokalnih nivoa vlasti

Ukoliko posmatramo ukupni sektor države njihovi budžeti su prošli kroz tri faze od početka tranzicije, tj. od 2001. godine. Prvu fazu, 2001–2003. godine, karakterisala je rastuća javna potrošnja i nešto sporiji rast prihoda, tako da je svake od tih godina Srbija imala fiskalni deficit (v. Tabelu L 1-1). U toku druge faze 2004. i 2005. godine – Srbija je zabeležila izuzetno uspešno prilagođavanje javnih finansija, tako da su ostvareni izbalansirani budžeti ili suficiti. U trećoj fazi, od 2006. do 2007. godine – Srbija je nažalost napravila zaokret u javnim finansijama i zbog povećane javne potrošnje ponovo su zabeleženi deficiti. Kao što se vidi iz Tabele L 1-1, tokom sve tri faze ukupni rashodi republičke vlade i ukupno gledano nižih nivoa vlasti kretali su se približno istom putanjom. Međutim, značajne razlike pokazale su se u strukturi tih rashoda i to će biti predmet analize u nastavku teksta.

**Tabela L1-1. Fiskalne performanse državnog sektora, kao% BDP-a**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ukupni prihodi, uklj. donacije	35,8	40,1	40,7	41,5	41,4	40,8	41,2
Ukupni rashodi	36,2	43,4	43,7	41,4	40,6	42,3	43,0
u čemu Republička vlada	16,7	20,9	24,3	23,7	22,8	22,6	23,7
u čemu lokalne vlasti	3,7	6,7	7,2	6,9	6,8	7,3	8,1
Bilans, nakon uklj. donacija	-0,4	-3,4	-2,8	0,0	0,8	-1,5	-1,8

Izvor: MMF; Ministarstvo finansija

Razlike u strukturi javne potrošnje na lokalnom i republičkom nivou su naročito došle do izražaja u drugoj fazi (2004–2005) kada je republička vlada bila nosilac uspešnog fiskalnog prilagođavanja, dok su ukupno gledano fiskalni rezultati lokalnih vlasti u mnogome anulirali ono što je postigla republička vlada i njeno Ministarstvo finansija. Sagledavanje kretanja javne potrošnje na svim nivoima državnog sektora jeste bitno – kako bi se osiguralo da se ostvare maksimalni efekti fiskalnog prilagođavanja i kako bi se čitav taj proces učinio održivim na srednji i dugi rok (da ne bi dolazilo do zaokreta kakvi su se dešavali u Srbiji u poslednjih nekoliko godina). Dodatni razlog za analizu lokalnih finansija je i činjenica da se preko pokrajinskog, gradskih i opštinskih budžeta troši skoro petina javnih sredstava i njihovo učešće stalno raste poslednjih godina (v. Tabelu L1-2). Do sada je uloga tih nivoa vlasti bila uglavnom zanemarivana zbog nedostatka podataka i teškoća u koordinaciji aktivnosti na tom nivou vlasti<sup>a)</sup>.

a) Neki od modela koordinacije javnih finansija na raznim nivoima vlasti su razmatrani u poslednjem delu ovog teksta.

**Tabela L1-2. Učešće prihoda i rashoda lokalnih vlasti u konsolidovanom bilansu države, u%**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ukupni prihodi	11,2	17,2	18,1	17,6	17,1	17,6	18,2
Ukupni rashodi	10,3	15,5	16,6	16,6	16,8	17,2	18,7

Izvor: sopstvene kalkulacije bazirane na podacima MMF-a i Ministarstva finansija

**Prihodi lokalnih vlasti prošli su kroz brojne izmene od 2001. godine.** Do ovih izmena je dolazilo zbog brojnih promena u poreskom sistemu republike, izmena u Zakonu o lokalnoj samoupravi, uvođenja novog Zakona o finansiranju lokalne samouprave i Zakona o nadležnosti autonomne pokrajine, i konačno usvajanjem novog Ustava Srbije. Trenutno niži nivoi vlasti (opštine, gradovi i pokrajina) imaju tri osnovna izvora finansija: (1) sopstvene prihode (poreze, takse, nadoknade i dr.), (2) zajedničke prihode sa drugim nivoima vlasti, i (3) različite vrste transfera iz republičkog budžeta. Sopstveni i zajednički prihodi lokalnih vlasti su se u prvim godinama povećavali (porast između 2001. i 2004. godine bio je za 1,9 procentnih poena BDP-a). U 2005. godini došlo je do pada tih izvora prihoda (sa 4,9% BDP-a u 2004. na 3,7% u 2005. godini), i to pre svega kao rezultat uvođenja PDV i automatskog ukidanja poreza na promet, koji je ranije bio zajednički porez lokalnih i republičkih vlasti<sup>2</sup>. Zbog tog pada sopstvenih prihoda republička vlada je povećala transfer ka lokalnom nivou vlasti. Sopstveni prihodi posmatrani po užoj definiciji u proseku su donosili 16,2% ukupnih prihoda lokalnih vlasti. Kada se ovoj grupi

<sup>2</sup> Transferi iz republičkog budžeta su povećavani kad god bi došlo do nekih promena u poreskom sistemu koje bi dovele do pada sopstvenih prihoda lokalnih vlasti, kao što je na primer bio slučaj 2004. godine kada je ukinut porez na fond zarada i dr.

prihoda dodaju i neporeski prihodi, kao i kapitalni prihodi, njihovo prosečno učešće u ukupnim приходима lokalnih vlasti u prethodnih sedam godina bilo je oko 36,7%. Tokom prethodnih sedam godina došlo je i do značajnog povećanja transfera iz republičkog budžeta što je donekle pokazalo drugačiji politički stav republičke vlade prema lokalnom nivou u odnosu na praksu iz devedesetih godina kada su finansije i nadležnosti nižih nivoa vlasti uglavnom bili smanjivani. To se posebno videlo u sadržaju novousvojenih: Zakona o lokalnoj samoupravi i Zakona o finansiranju lokalne samouprave. Konačno, treba napomenuti da je određen broj opština imao i koristi od privatizacionog procesa koji je počeo nakon 2001. godine<sup>3</sup>.

**Promene koje su se dešavale u strukturi rashoda imale su pozitivan uticaj i na ukupno raspoloživa sredstva za lokalne vlasti.** Prethodno spomenuti zakoni i druga regulativa omogućili su značajno povećanje budžeta lokalnih vlasti, što je u mnogome reflektovalo jedan novi drugačiji politički stav prema decentralizaciji nakon političkih promena iz 2000. godine<sup>b)</sup>. I dok su prihodi lokalnim vlastima značajno povećavani, obim odgovornosti i nadležnosti nije proporcionalno povećan, čime im je stvorena jedna rasterećena fiskalna pozicija. Budući da su kroz reforme prošle kao neto dobitnici, lokalne vlasti su u poslednjih nekoliko godina od počinjanja reformi značajno povećale finansiranje postojećih nadležnosti. Čak mnoge opštine i gradovi su i po nekoliko godina zaredom ostvarivali značajne suficite<sup>4</sup>. To povećanje je bilo najočiglednije 2002. godine kada su ukupni prihodi lokalnih vlasti za samo godinu dana povećani sa 4 na 6,9% BDP-a. Taj rast prihoda bio je pre svega rezultat povećanih poreskih prihoda lokalnih vlasti, ali i povećanog transfera iz republičkog budžeta. Prikupljeni porezi su povećani sa 2,8 na 4,7% BDP-a, dok je transfer povećan sa veoma niskih 0,1% BDP-a na 1,3. Nakon tog naglog skoka prihoda lokalnih vlasti u 2002. godini, oni su 2003. godine porasli još dodatnih 0,5% BDP-a i zatim su stalno bili na nivou između 7,1 do 7,5% BDP-a. Maksimalni nivo ukupno raspoloživih sredstava za lokalne vlasti ostvaren je prošle godine kada su dostigli 7,5% BDP-a. Ovom prilikom je još bitno napomenuti da je sva diskusija u ovom tekstu bazirana na konsolidovanim podacima koje ima Trezor Republike Srbije, međutim, postoje indikacije da određen deo sopstvenih prihoda lokalnih vlasti, kao i prihodi određenih vanbudžetskih institucija čiji su osnivači lokalne i pokrajinske vlasti nisu adekvatno obuhvaćeni sistemom izveštavanja. To praktično znači da je vrlo verovatno da su i prihodna i rashodna strana tih nivoa vlasti donekle potcenjeni, pa time i njihov fiskalni i opšti makroekonomski uticaj.

**Veličina rashoda lokalnih vlasti imala je slično kretanje kao i prihodi, ali su promene u strukturi njihovih rashoda imale znatno lošiju tendenciju kretanja i automatski negativniji uticaj na makroekonomsku situaciju.** U prvih nekoliko godina (2001–2003) došlo je do značajnog rasta rashoda, da bi onda usledila faza blagog smanjenja potrošnje na lokalnom nivou vlasti (2004–2005) i konačno u poslednje dve godine dolazi do naglog povećanja javne potrošnje na tom nivou vlasti. Globalno posmatrano ovo je slično kretanju javne potrošnje na republičkom nivou. Međutim, ukoliko se uporedi struktura javnih rashoda na ta dva nivoa vlasti uočavamo značajne razlike. Štaviše, možemo reći da postoje dva potpuno suprotna trenda u kretanjima učešća pojedinih troškova, koji su bili posebno očigledni u fazi uspešnog fiskalnog prilagođavanja (2004–2005). Ono što je najbitnije napomenuti, a što će kasnije i detaljnije biti obrađeno, jeste činjenica da je na lokalnom nivou vlasti došlo do izuzetno velikog povećanja potrošnje na zarade zaposlenih i na subvencije. Tako je fond zarada na lokalnom nivou povećan sa 0,7% BDP-a (iz 2001. godine) na rekordnih 2,3% BDP-a prošle godine, što predstavlja više nego trostruko povećanje učešća u BDP-u te kategorije troškova. Dodatno, lokalne vlasti su skoro utrostručile potrošnju na subvencije (pre svega svojim lokalnim javnim preduzećima). Tako su subvencije kao procenat BDP-a porasle sa 0,47 u 2001. godini na 1,31 prošle godine. I dok je povećanje potrošnje na te prethodne dve kategorije svakako loša tendencija, bitno je reći da je bilo i pozitivnih pomaka koji se pre svega ogledaju u tome da su na lokalnom nivou značajno povećani i kapitalni rashodi (sa minimalnih 0,1% BDP-a u 2001. godini na značajnih 1,6% u 2007).

<sup>3</sup> Pitanje raspodele i isplate privatizacionih prihoda prema navodima zvaničnika nekoliko opština mogli bi da se učini transparentnijim i predvidljivijim.

<sup>4</sup> Ovo je postalo posebno očigledno kod većih gradova koji su imali značajan porast sopstvenih prihoda usled većih investicija i ubrzane izgradnje stambenih objekata.

b) Naime u prethodnoj deceniji, tokom devedesetih, lokalne vlasti su u mnogome izgubile od svojih nadležnosti i od svojih prihoda.

**Tabela L1-3. Konsolidovani bilans nižih nivoa vlasti, kao procenat BDP-a**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Ukupni prihodi i grantovi</b>	<b>4,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>
Ukupni prihodi	4,0	6,9	7,4	7,3	7,1	7,1	7,5
1. Tekući prihodi	4,0	6,9	7,0	6,9	6,6	6,7	7,0
Poreski prihodi	2,8	4,7	5,0	4,9	3,7	3,9	3,4
Zajednički porezi	2,2	3,5	4,2	3,3	2,5	2,7	2,3
1. Porez na dohodak	0,2	0,9	1,6	1,5	2,5	2,6	2,2
2. Porez na dobit	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
3. PDV (ranije porez na promet)	1,0	1,5	1,5	1,8	0,0	0,0	0,0
4. Porez na zarade	1,0	1,1	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sopstveni porezi	0,7	1,1	0,8	1,5	1,2	1,2	1,1
1. Porez na imovinu	0,3	0,4	0,4	0,8	0,9	0,9	0,8
2. Ostali poreski prihodi	0,4	0,8	0,4	0,7	0,3	0,4	0,4
Neporeski tekući prihodi	1,1	1,0	0,7	1,0	1,2	1,1	1,3
Transferi od drugih nivoa vlasti	0,1	1,3	-	1,0	1,7	1,7	2,3
2. Kapitalni prihodi	0,0	0,0	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
3. Grantovi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ukupni rashodi i neto pozajmice</b>	<b>3,7</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,3</b>	<b>8,1</b>
Ukupni rashodi	3,7	6,7	7,2	6,9	6,8	7,3	8,1
Tekući rashodi	3,6	6,3	7,1	6,7	5,9	5,9	6,1
Rashodi za robu i usluge	1,7	3,6	4,7	4,5	3,6	3,5	3,8
Rashodi za zaposlene (bruto)	0,7	1,9	1,8	1,7	2,1	2,1	2,3
Korišćenje roba i usluga	0,9	1,7	2,8	2,8	1,6	1,4	1,5
Otplata kamata	0,1	0	0	0	0	0	0
Subvencije i transferi	1,9	2,6	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3
Subvencije	0,5	0,8	0,6	0,6	1,5	1,1	1,3
Transferi po osnovu prava iz	1,4	1,8	1,8	1,7	0,8	1,2	1
Kapitalni rashodi	0,1	0,5	0,1	0,1	0,9	1,4	1,6
Ostali rashodi	0	0	0	0	0	0	0,3
<b>Ukupni saldo</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>

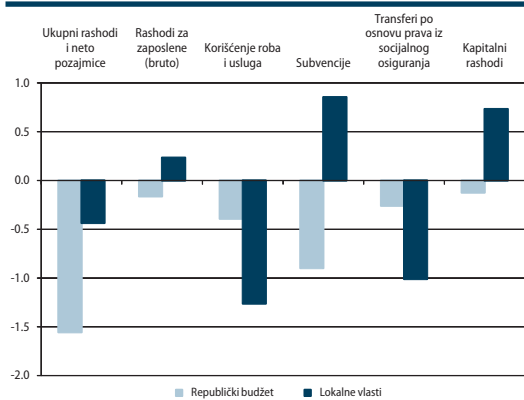
Izvor: Ministarstvo finansija i MMF

**Kao što smo već rekli za našu analizu je najinteresantniji period od 2004. do 2005. godine jer je u tom periodu Srbija prošla kroz značajno i kvalitetno fiskalno prilagođavanje.** Naime, u tom periodu, dok su ukupni prihodi državnog sektora održavani na jednom još uvek visokom nivou od oko 41,5% BDP-a (pogledati tabelu L 1-1) – ukupni rashodi su smanjeni za veoma značajnih 3,1% BDP-a. Rashodi su smanjeni sa 43,7% BDP-a (koliko su iznosili 2003. godine) na 40,6 procenata BDP-a u 2005. godini. Najveći deo tog smanjenja ukupnih rashoda državnog sektora došao je usled ušteta u republičkom budžetu, gde je smanjena potrošnja za 1,5% BDP-a. To smanjenje potrošnje na republičkom nivou bilo je dosta teško postići, budući da je republička vlada morala još uvek da finansira dosta visoke deficite u organizacijama obaveznog socijalnog osiguranja, a pre svega u penzionim fondovima. I niži nivoi vlasti su u te dve godine uspeli da smanje svoje ukupne rashode, ali u nešto manjem iznosu, tj. za 0,4% BDP-a. Ukupno posmatrano, za državni sektor smanjenje potrošnje je došlo preko manjih tekućih rashoda, dok su se kapitalni rashodi čak malo i povećali u ove dve godine (sa 2,4 na 2,6% BDP-a), što se može smatrati izuzetno dobrim promenama.

Republička vlada je smanjenje svojih tekućih rashoda pre svega bazirala na smanjenju subvencija preduzećima i smanjenju rashoda na zarade, ali praktično i svih drugih stavki (što se može videti na Grafikonu 1). To je u potpunosti u skladu s osnovnim ciljevima tranzicije da se kreira što manji i što efikasniji državni sektor, a da se realni sektor, tj. preduzeća, učine nezavisnim od stalnih subvencija. Kao što Grafikon 1 pokazuje, lokalni nivoi vlasti su u te dve godine povećali upravo ove dve kategorije: *rashode za zaposlene* (povećanje sa 1,8 na 2,1 procenat BDP-a) i *subvencije* preduzećima (povećanje sa 0,6 na 1,5% BDP-a). Subvencije preduzećima čiji su osnivači opštine, gradovi ili pokrajina rasle su pre svega zbog izuzetno visoke neefikasnosti tih preduzeća. Naime, u 2005. godini, kada je iznos rashoda na subvencije dostigao svoj maksimum, 43,5% javnih lokalnih preduzeća poslovalo je sa gubitkom. Situacija je možda bila još gora jer se taj

procenat odnosi na podatke samo za ona preduzeća koja su dostavila svoje finansijske izveštaje. Ovo je svakako poremetilo ukupnu fiskalnu politiku koja je težila smanjenju fiskalnog pritiska na makroekonomske tokove, ali i na proces ubrzanja privatizacije i restrukturiranja, koji pre svega zahtevaju čvrsto budžetsko ograničenje, tj. smanjenje subvencija. Ono što se može navesti kao pozitivan tok događaja u ovom periodu jeste to da su lokalni nivoi vlasti povećali svoje kapitalne rashode (dok su istovremeno ti rashodi opali na republičkom nivou). Kapitalni rashodi su povećani sa samo 0,1% BDP-a u 2003. godini na 0,9% u 2005. (ovi troškovi na republičkom nivou smanjeni su za 0,1% BDP-a).

**Grafikon L1-4. Promene u nivou potrošnje na republičkom i lokalnom nivou vlasti, kao procenat BDP-a, 2003–2005**



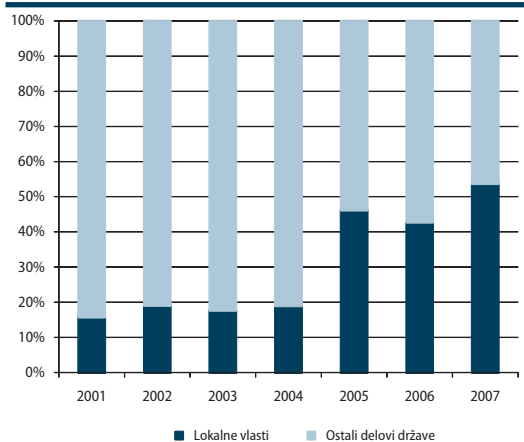
Izvor: Sopstvene kalkulacije bazirane na podacima Ministarstva finansija.

Postojale su oblasti gde su se rashodi kretali u istom smeru na ta dva nivoa vlasti. Kao što se vidi na Grafikonu 1, i republička vlada i niži nivoi vlasti su uspeli da smanje učešće u BDP-u rashoda za robe i usluge i transfere po osnovu prava iz socijalnog osiguranja. Rashodi na korišćenje usluga i kupovinu roba su na lokalnom nivou smanjeni sa 2,8% BDP-a iz 2003. godine na 1,6% u 2005. U istom periodu transferi po osnovu prava iz socijalnog osiguranja su smanjeni sa 1,8% BDP-a (u 2003. godini je bio rekordni nivo potrošnje na ove stavke) na 0,8% BDP-a, što s druge strane predstavlja minimalni iznos ovih rashoda u posmatranom periodu 2001–2007.

**3. Subvencije sa lokalnog nivoa**

Rashodi na subvencije lokalnih nivoa vlasti naglo su se povećali u prethodno analiziranom periodu (2004–2005), a nakon toga (u periodu 2006–2007) su blago pali kao procenat BDP-a dostižući u 2007. godini 1,3%. Iako su blago pali kao procenat BDP-a, rashodi na subvencije dati sa lokalnih nivoa vlasti zauzeli su sve veći udeo u ukupnim subvencijama koje daje državni sektor (videti Grafikon L1-5). Tako je prošle godine više od polovine ukupno isplaćenih subvencija od strane državnog sektora dato sa nižih nivoa vlasti (53,7% ukupnog iznosa). Ovi rashodi su predstavljali čak 16,1% ukupnih rashoda lokalnih vlasti. Subvencije su uglavnom isplaćivane javnim lokalnim preduzećima, jer je samo kod 20 opština zabeleženo da su subvencije isplaćivane i privatnim preduzećima.

**Grafikon L 1-5. Udeo subvencija lokalnih vlasti u ukupnim subvencijama državnog sektora, 2001–2007**



Izvor: sopstvene kalkulacije bazirane na podacima Ministarstva finansija

Inače u Srbiji trenutno postoji 608 preduzeća čiji su osnivači nosioci nižih nivoa vlasti i oni zapošljavaju oko 69.000 ljudi čija je prosečna zarada u 2007. godini bila za oko 18% veća nego u preduzećima u privatnom sektoru<sup>c)</sup>. Uvodeći bolju finansijsku disciplinu u javna lokalna preduzeća, omogućilo bi se smanjenje potrebe za njihovim subvencionisanjem i time bi se stvorio prostor ili za smanjenje ukupne potrošnje na lokalnom nivou i posledično smanjenje poreskog opterećenja – ili bi se time omogućilo da se finansiraju neki drugi prioriterniji rashodi. Dodatni problem koji stvara nedostatak

c) Bazirano na podacima za prvih jedanaest meseci 2007. godine, a prema Biltenu javnih finansija, Decembar 2007.

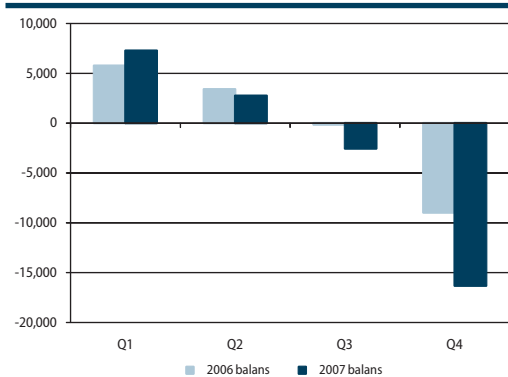
restrukturiranja i uvođenja finansijske discipline među ovim preduzećima leži u činjenici da u mnogim slučajevima ona akumuliraju velike iznose docnji (i to uglavnom prema drugim javnim preduzećima kao što su NIS i EPS). To su *de facto* kvazi-fiskalni deficiti za koje se očekuje da će ih pokriti lokalne vlasti kao njihovi osnivači. Oni predstavljaju indirektnu obavezu lokalnih vlasti koja nije nigde prikazana, te je slika o njihovim finansijama i njihovoj zaduženosti iskrivljena. Ovakav razvoj u finansijama lokalnih vlasti, ali i u preduzećima gde su oni osnivači, sigurno je uticao i na tržište rada kreirajući pritisak na zarade u privatnom sektoru čime se automatski smanjuje njegova konkurentnost. S druge strane, kreira se potpuno neprirodan podsticaj za one koji traže posao da preferiraju rad u državnom sektoru umesto u privatnom.

#### 4. Karakteristike javnih finansija na lokalnom nivou u poslednje dve godine

**U periodu 2006–2007. došlo je do značajnog preokreta u fiskalnoj politici i posledično u javnim finansijama, i to praktično na svim nivoima.** Ukupno gledano državni sektor je sporije povećavao tekuće rashode, ali su značajno povećani kapitalni rashodi. Ukupni kapitalni rashodi državnog sektora su povećani za 1,9% BDP-a, od čega je značajni deo došao sa lokalnog nivoa (0,7% BDP-a). Zasebno gledani niži nivoi vlasti su ponovo počeli da povećavaju svoju potrošnju kao procenat BDP-a i ona je dostigla svoj maksimum prošle godine na nivou od 8,1% BDP-a. Pošto prihodi nižih nivoa vlasti nisu rasli podjednako brzo kao rashodi oni su počeli da beleže direktne deficite. Tako je prošle godine ukupni fiskalni deficit nižih nivoa vlasti dostigao 0,6% BDP-a što je predstavljalo jednu trećinu ukupnog deficita državnog sektora.

Kvartalni podaci o finansijama lokalnih vlasti ukazuju na još jedan moguć problem. Deficiti na ovom nivou vlasti se uglavnom generišu u poslednjim mesecima u toku godine, tj. u poslednjem kvartalu. To je zato što rashodi naglo rastu u poslednjim mesecima u toku godine, a s druge strane njihovi prihodi, uključujući i transfer iz republičkog budžeta je relativno stabilan. Jedan od glavnih razloga je to što u trenutku kada lokalne vlasti budu sigurne da će im prikupljeni prihodi biti veći od planiranih počnu sa nekontrolisanim povećanjem diskrecionih rashoda. Ovo se nažalost uglavnom odnosi na manje produktivne, tekuće rashode – jer da bi se taj višak raspoloživih sredstava prelio u nove kapitalne rashode potrebno je više vremena za pripremu projekata. Premda, treba reći da u određenoj meri rastu i kapitalni rashodi u poslednjem kvartalu, što je uticaj sezonskih faktora, tj. činjenice da se u tom periodu završava građevinska sezona, pa se tada vrše i plaćanja. Ovo je verovatno posledica lošeg budžetiranja i ne tako kvalitetnog određivanja mesečnih i kvartalnih kvota, i takva praksa može da izazove ozbiljne uticaje na upravljanje likvidnošću. Dodatno, takva praksa može uticati i na sposobnost Ministarstva finansija da vodi adekvatnu politiku javnog duga, jer, ukoliko se u poslednjim mesecima iznenada pojavi veliki broj opština i gradova za zahtevima za novo zaduženje – mogu se probiti limiti koji su originalno određeni za tu godinu makroekonomskim okvirom iz Memoranduma o budžetu.

**Grafikon L1-6. Kvartalni fiskalni deficiti za niže nivoe vlasti 2006–2007, milioni dinara**



Izvor: sopstvene kalkulacije bazirane na podacima Ministarstva finansija

**Proces podele državne imovine po nivoima vlasti može da dovede do dodatnog povećanja javne potrošnje.** Zato je izuzetno značajno da se ovaj proces dobro osmisli i pažljivo sprovede. Naime, ustavno rešenje za definisanje državne imovine po nivoima vlasti je značajan napredak, ali je bitno da se svi potencijalni efekti (i pozitivni i negativni) kontrolišu. Jedan moguć negativni efekat je da opštine i gradovi počnu mnogo više da se zadužuju jer će imati mogućnost davanja svoje imovine kao hipoteke. Zato kontrola i nadzor svih oblika zaduživanja nižih nivoa vlasti mora da bude jedan od prioriteta Vlade. Drugi potencijalni problem jeste kontrola korišćenja i

prodaje imovine na lokalnom nivou. Jedna od mogućnosti jeste da se iskoriste kapaciteti Agencije za privatizaciju da pomognu lokalnim vlastima u pripremi i izvršenju privatizacije na lokalnom nivou. Svakako jedan od prioriteta u privatizaciji trebalo bi da bude poslovni prostor koji poseduju lokalne vlasti. Ovo nije jedna od uobičajenih nadležnosti državnog sektora pa ni lokalnih vlasti, te bi zato možda i zakonom moglo predvideti i oročiti njegovu privatizaciju. Prihodi prikupljeni od privatizacije na lokalnom nivou bi mogli da budu iskorišćeni za uvođenje pravog kapitalnog budžeta, tj. da svi ti prihodi budu iskorišćeni za finansiranje investicionih projekata.

## 5. Koja je prava veličina javne potrošnje na lokalnom nivou?

**Teško je reći koji je nivo potrošnje na lokalnom nivou u Srbiji adekvatan, odnosno kada je ta potrošnja predimenzionirana, a kada je premala.** Međutim, ukoliko se pažljivije analizira struktura rashoda može se zaključiti da postoji prostor za smanjenje. Jedna od glavnih karakteristika potrošnje na lokalnom nivou jeste da je povećano učešće diskrecionih troškova, što ukazuje na to da postoji višak likvidnih sredstava koja su na raspolaganju. Nekoliko puta je došlo do povećanja fonda zarada iznad onoga što je predviđeno Memorandumom o budžetu kao glavnom dokumentu koji definiše javnu potrošnju u zemlji. Tako je 2005. godine ukupni iznos rashoda za zaposlene imao realni rast od 27%, što ponovo ukazuje da su verovatno raspoloživa sredstva bila prevelika pa su dozvoljavala ovakvo ponašanje.

Takođe je teško zaključiti koji je nivo potrošnje adekvatan i kada se pogledaju nivoi potrošnje u drugim zemljama u tranziciji koje su postale članice Evropske Unije (Tabela L1-7), jer svaka od tih zemalja ima različitu teritorijalnu organizaciju i podelu nadležnosti između različitih nivoa vlasti. Tako neke zemlje imaju i srednji nivo vlasti između opština/gradova i nivoa centralne/republičke vlade. To su obično okruzi, regioni, pokrajine i slično. S druge strane, neke države su više decentralizovane od drugih, odnosno prenele su veći stepen nadležnosti na lokalne vlasti. Takođe je interesantno primetiti da su mnoge od tih zemalja prošle kroz faze povećavanja i smanjenja potrošnje na ovom nivou vlasti (videti, na primer, podatke za Poljsku, Mađarsku, Bugarsku, Slovačku, Rumuniju i Češku). Ovo se dešavalo pre svega zato što su sve ove zemlje kao i Srbija u stalnom procesu reformi poreskog sistema, raspodeli nadležnosti u brojnim socijalnim i ekonomskim sferama i drugim reformama karakterističnim za zemlje u tranziciji. Takođe se može reći da su pojedine zemlje (kao što su Češka Republika, Estonija i Letonija) smanjile potrošnju na lokalnom nivou, dok su druge (npr. Slovačka i Rumunija) povećale.

**Tabela L1-7. Potrošnja na lokalnom nivou kao procenat BDP-a**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
EU-27	..	..	..	..	..	..	10,9	11,1	11,1	11,1	11,2	11,2
Bugarska	..	..	..	..	..	..	7,7	6,2	7,2	6,2	7,0	7,2
Češka Rep.	14,6	9,2	10,2	9,2	9,1	9,7	10,6	12,8	12,4	11,8	11,6	11,3
Estonija	9,9	10,0	9,4	9,1	8,1	9,2	9,1	8,6	8,5	8,3	8,4	8,5
Letonija	..	..	..	..	9,1	9,7	9,5	9,0	9,0	8,2	8,2	8,1
Litvanija	..	..	10,3	9,8	9,4	8,8	9,3	9,4	9,9	9,3	10,1	10,7
Mađarska	12,8	12,4	12,6	12,4	11,4	12,0	12,0	13,0	12,5	12,5	12,2	11,5
Poljska	14,8	9,3	8,8	13,6	12,9	13,6	13,1	12,5	12,9	13	13,3	13,2
Slovenija	8,0	8,3	8,2	8,5	8,6	8,7	8,6	8,8	8,8	8,8	8,7	8,4
Slovačka Rep.	3,8	3,3	2,7	2,8	3,0	3,0	3,9	7,3	6,9	6,7	6,3	6
Rumunija	..	..	..	..	..	6,3	6,6	6,7	7,0	7,1	8,3	9,8

Izvor: Eurostat.

d) Uključuje sve niže nivoe vlasti.

U proseku u Evropskoj Uniji na lokalnom nivou<sup>d)</sup> se troši 11,2% BDP-a. Najdecentralizovanije zemlje u smislu veličine potrošnje na lokalnom nivou su skandinavske zemlje, Italija i Holandija. S druge strane, najniže učešće potrošnje sa lokalnog nivoa u BDP-u imaju, kao što se i očekuje, manje zemlje – Malta, Kipar i Luksemburg, ali i neke druge zemlje koje su sličnije Srbiji po veličini: Slovačka, Grčka i Portugal.

e) Agregati koji se dobijaju iz sistema nacionalnih računa.

## 6. Uticaj lokalnih finansija na platnobilansnu ravnotežu

Uticaj lokalnih budžeta na makroekonomske varijable se retko kada analizira jer se radi o velikom broju pojedinačnih nosilaca budžeta (opština, gradova i pokrajina), premda taj uticaj nije zanemarljiv. U ovom radu ćemo se pre svega usredsrediti na uticaj na deficit tekućeg računa bilansa plaćanja, pošto je to verovatno jedan od najvećih problema Srbije. Deficit tekućeg računa bilansa plaćanja je jednak razlici između nacionalne štednje i investicija (tzv. S-I jaz)<sup>e)</sup>, koje se pak mogu dalje podeliti na privatni i javni (državni) sektor. U okviru državnog sektora, možemo dalje da vršimo kalkulacije po pojedinim delovima tog sektora i u Tabeli L 1-8 su dati rezultati za Srbiju. Nalazi prezentirani u Tabeli L 1-8 pokazuju da je državni sektor značajno doprineo povećanju platnobilansne neravnoteže u 2002. i 2003. godini, i u nešto manjoj meri u 2006. i 2007. godini. Deficit tekućeg računa platnog bilansa je naročito porastao u 2002. godini (rast sa 2,4 na 7,9% BDP) i to pre svega zato što se S-I jaz vladinog sektora smanjio za 3,5% BDP-a. Kretanje S-I jaza lokalnog nivoa vlasti je u određenom stepenu imalo suprotnu tendenciju nego ukupni državni sektor, a naročito u periodu 2002–2005. kada su imali suprotni predznak ukupni državni sektor i lokalni nivo. Prvo pogoršanje S-I jaza lokalnih vlasti bilo je 2003. godine zbog rasta njihove potrošnje, kada je došlo do pojave negativnog S-I jaza. Najnegativniji uticaj finansija lokalnih vlasti na platnobilansnu ravnotežu bio je u 2005. i 2007. godini. U toku 2005. godine lokalne vlasti su imale negativan S-I jaz, dok su ostali delovi državnog sektora zapravo uspeli da smanje ukupnu nacionalnu platnobilansnu neravnotežu. U toku 2006. i 2007. godine lokalne vlasti su ponovo imale povećanje negativnog S-I jaza i u toku 2007. godine taj nivo vlasti je zauzimao čak 55% ukupnog S-I jaza vladinog sektora.

**Tabela L1-8. S-I jaz (nakon uključenih grantova) po sektorima, (kao% BDP-a)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
S-I	-2,4	-7,9	-7	-10,5	-9,6	-11,5	-16,1
Sp - Ip	-2,8	-4,7	-4,2	-10,2	-10,1	-10,1	-14,3
Sg - Ig	0,4	-3,1	-2,8	-0,3	0,5	-1,4	-1,8
Od čega Lokalni nivo S-I	0,3	0,2	-0,3	0	-0,2	-0,6	-1

Izvor: Sopstvene kalkulacije bazirane na podacima MMF-a za nacionalne račune i bilans plaćanja, i fiskalne podatke Ministarstva finansija

## 7. Institucionalni okvir za upravljanje makroekonomskim politikama pri decentralizovanom sistemu vlasti

Mehanizmi koji obezbeđuju koordinaciju i konzistentnost fiskalne politike u sistemu gde postoji više nivoa vlasti razlikuju se od zemlje do zemlje. To uglavnom reflektuje razlike u društveno-ekonomskom uređenju i institucionalnom nasleđu. Kao i u drugim javnim politikama, tako i u vođenju fiskalne politike neke zemlje se više oslanjaju na formalizovana pravila, dok se druge više oslanjaju na neformalna pravila i tržište. Takođe, države se razlikuju i po ciljevima i prioritetima koje postavljaju pred svoju fiskalnu politiku: balansirani budžet, smanjenje javne potrošnje, smanjenje primarnog bilansa, kontrola javnog duga i sl. U zemljama OECD-a (prema nalazima Joumard i Kongsrud<sup>5)</sup>) mogu se identifikovati četiri mehanizma koji obezbeđuju koordinaciju fiskalnih politika na raznim nivoima državnog sektora, u zavisnosti od nivoa korišćenja administrativne, tj. pravno-formalne kontrole. *Prvi model* podrazumeva potpuno oslanjanje na direktnu kontrolu lokalnih budžeta od strane republičkog Ministarstva finansija. *Drugi model* podrazumeva uvođenje preciznih pravila od strane republičke Vlade za dozvoljenu veličinu budžeta, deficita i načina njihovog finansiranja. *Treći model* se bazira na saradnji između predstavnika raznih nivoa vlasti u definisanju veličine javne potrošnje i deficita, a ta saradnja je institucionalizovana kroz neki od oblika saveta ili koordinacionog tela ili zajedničkog ugovora.

5 Joumard, Isabelle i Per Mathis Kongsrud – Fiscal Relations Across Government Levels, OECD Economic Studies No. 36, 2003/1.



Četvrti model je najliberalniji i on se bazira na potpunom oslanjanju na tržište da osigura fiskalnu disciplinu svih nivoa vlasti. Sledeća Tabela (Tabela L 1-9) daje pregled koje zemlje se oslanjaju na koji od četiri prethodno opisana mehanizma.

**Tabela L1-9. Mehanizmi za obezbeđenje fiskalne koordinacije i discipline**

Administrativna kontrola	Centralno uvedena pravila	Zvanična saradnja raznih nivoa vlasti	Oslanjanje na tržište
Francuska, Grčka, Irska, Japan, Koreja, Luksemburg, Turska, Velika Britanija	Brazil, Finska, Mađarska, Novi Zeland, Italija, Norveška, Poljska, Portugal, Slovačka Republika, Švedska	Australija, Austrija, Belgija, Danska, Nemačka, Island, Holandija, Španija	Kanada, Češka Republika, Meksiko, Švajcarska, Sjedinjene Američke Države

Izvor: OECD.

**Srbija ne pripada u potpunosti ni jednom od ovih modela jer se oslanja na indirektni uticaj republičke Vlade na lokalne budžete i uvedena su pravila za zaduživanje svih delova državnog sektora.** Indirektno uticanje na budžete nižih nivoa vlasti se ogleda kroz definisanje iznosa transfera koji se daje nižim nivoima vlasti iz republičkog budžeta i njegova raspodela. Drugi indirektni način na koji utiče republička vlada na budžete nižih nivoa vlasti uveo je Zakon o javnom dugu (usvojen 2005. godine), kojim su precizno definisana pravila za zaduživanje lokalnih vlasti i čime se dosta sužava prostor za deficitarno finansiranje aktivnosti lokalnih vlasti. Ovo je izuzetno značajno, naročito u ranim fazama tranzicije kada ne postoji još uvek čvrsto uspostavljeni institucionalni okvir za kontrolu javnih finansija. Odeljenje za javni dug pri državnom trezoru prikuplja podatke o svim uzetim kreditima nižih nivoa vlasti, i čim se primeti da je neka opština, grad ili pokrajina probila zakonom propisane limite – oni mogu da nalože korektivne mere pa čak i zaustavljanje transfera. I dok postoji ova vrsta indirektnog uticaja republičke Vlade na javnu potrošnju na nižim nivoima vlasti, oni su slobodni da sami određuju svoje budžete i prioritete u svojoj potrošnji. Lokalni budžeti se usvajaju u njihovim skupštinama bez ikakvog naknadnog odobravanja od strane Ministarstva finansija.

**Jedan od sledećih prioriteta Ministarstva finansija i Vlade Srbije trebalo bi da bude uvođenje jednog od modela fiskalne koordinacije i konsolidacije.** To ne mora da bude nužno neki od opisanih modela koji postoji u zemljama OECD-a, ali je bitno da se uvede mehanizam koji će omogućiti da svi delovi državnog sektora budu odgovorni za ukupni makroekonomski efekat njihovih finansija. Početni korak u tom pravcu bi mogao da bude veće oslanjanje na konsolidovano predstavljanje ukupnih finansija državnog sektora (kako planiranih tako i njihovog izvršenja), koji bi redovno (npr. kvartalno) zajednički analizirali predstavnici svih nivoa vlasti. Ovo će imati sve veći značaj kako pritisak nižih nivoa vlasti za novim zaduživanjem raste, i kako budu dobijali sve veće izvore sredstava baziranih na povratku imovine i dr. A da bi se uspešno sprovela koordinacija fiskalnih aktivnosti, moraju se dodatno poboljšati standardi budžetskog računovodstva i izveštavanja lokalnih vlasti<sup>6</sup>, kao i da se poveća obuhvat finansija lokalnih vlasti da bi se uključile sve kvazi-fiskalne aktivnosti i performanse lokalnih javnih komunalnih preduzeća.

<sup>6</sup> Jedan od početnih koraka ka povećanju transparentnosti finansija nižih nivoa vlasti bi mogao da bude objavljivanje usvojenih i izvršenih budžeta svih opština, gradova i pokrajine na njihovim internet prezentacijama, što trenutno nije slučaj.

## 8. Zaključci

Od otpočinjanja tranzicije, u Srbiji je relativno malo pažnje bilo posvećeno finansijama lokalnih samouprava i pokrajine, iako je njihovo učešće u ukupnim javnim rashodima stalno raslo. Prošle godine niži nivoi vlasti su dostigli i maksimalni nivo potrošnje i maksimalno učešće u fiskalnom deficitu i u subvencijama. Prethodno, u periodu uspešnog fiskalnog prilagođavanja (2004–2005) lokalne vlasti su menjale strukturu svojih rashoda u smeru suprotnom od onog koji je vodila republička vlada, čime su anulirale neke pozitivne aspekte fiskalnog prilagođavanja. Konačno, iako je kod nosilaca javnih politika prilično zanemaren, uticaj lokalnih vlasti na platnobilansnu ravnotežu nije zanemarljiv. Pri tom, Srbija još uvek nema formalno uspostavljen i definisan mehanizam koordinacije fiskalne politike na različitim nivoima vlasti, što se nameće kao jedan od prioriteta za nosioce vlasti u narednom periodu. Imajući sve ovo u vidu može se zaključiti da sve dok se ne uvedu jasnija pravila i modeli fiskalne koordinacije i kontrole – treba pažljivo ići na dalju decentralizaciju u Srbiji.

## 9. Literatura

- *Bilten Javnih Finansija*, Ministarstvo finansija, razni brojevi.
- Joumard, Isabelle i Per Mathis Kongsrud – “Fiscal Relations Across Government Levels”, OECD *Economic Studies* No. 36, 2003/1.
- Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2008. godinu, Ministarstvo finansija, 2007.
- Svetska banka: „Decentralizacija i pružanje lokalnih usluga u Srbiji“, mart 2008.

## Tranzicioni trošak uvođenja obaveznih privatnih penzijskih fondova

Katarina Stanić\*  
Nikola  
Altiparmakov\*\*  
Jurij Bajec\*\*\*

Uvođenje obaveznih privatnih penzijskih fondova (II stub) u uslovima gde već postoji obavezan državni penzijski sistem zasnovan na sistemu tekućeg finansiranja (I stub), zahteva dodatna sredstva, za pokriće tzv. *tranzicionog troška*. Tekst se bavi procenom obima tranzicionog troška za Srbiju u hipotetičkom slučaju uvođenja II stuba. Pokazujemo da je najveći deo tranzicionog troška unapred fiskiran, da je trošak po obimu značajan i da traje više decenija. Ovu „cenu“ društvo u svakom slučaju mora da podnese, bez obzira na buduće performanse II stuba. Takođe pokazujemo da je obim tranzicionog troška proporcionalan obimu doprinosa koji se uplaćuju u II stub, dok inicijalni broj osiguranika koji prelaze u ove fondove ne utiče na ukupni iznos tranzicionog troška.

Najosetljivije pitanje jeste finansiranje tranzicionog troška, pogotovo u zemlji gde već postoji veliki deficit I stuba. Upozoravamo da prebacivanje tog troška na penzionere nije socijalno prihvatljivo a da, s druge strane, povećanje stope doprinosa, umanjuje konkurentnost privrede. Eventualno finansiranje putem preostalih privatizacionih prihoda treba uporediti s njihovom alternativnom upotrebom u investicione svrhe. Najzad, finansiranje tranzicionog troška putem javnog duga, zapravo znači da država pored ovog troška pokriva i visoke naknade funkcionisanja II stuba. Odatle sledi zaključak da je potreban veliki oprez prilikom razmatranja opravdanosti uvođenja II stuba u penzijski sistem Srbije.

### 1. Uvod

Starenje stanovništva kao dugoročan i svuda prisutan proces nametnulo je potrebu reforme penzijskog sistema, pogotovo u zemljama u kojima dominira sistem finansiranja penzija iz tekućih doprinosa zaposlenih, tzv. *pay-as-you-go* (nadalje PAYG).

Suprotno mišljenju koje je kod nas rašireno – da postoji jedinstven “recept” za reformu penzijskog sistema – razlike i dileme o tome kako reformisati penzijske sisteme su značajne. Tačno je, međutim, da postoji trend povećanja učešća privatnih penzija. Takođe, prethodne decenije, na osnovu čileanskog iskustva iz 1981, a uglavnom pod vođstvom Svetske banke i drugih međunarodnih finansijskih institucija, veći broj zemalja (uglavnom Latinske Amerike i Centralno-istočne Evrope) reformisao je svoje penzijske sisteme.

Model reforme koju je 90-tih ponudila Svetska banka oslanja se na tzv. tri stuba: prvi stub (I), – obavezni državni penzijski sistem koji se finansira na PAYG principu, ali sa značajno smanjenom ulogom; drugi stub (II) – uvođenje obaveznih privatnih penzijskih fondova, i treći stub (III) – tzv. dobrovoljni privatni penzijski fondovi.

Uvođenje drugog stuba (II)– koji dobrim delom zamenjuje ulogu državnog sistema, i generalno sve veće oslanjanje na kapitalno fundirane sisteme, glavna je odlika ovog tipa reforme. Među

\* Doktorant iz ekonomije Univerziteta Notingem (Velika Britanija) i konsultant Bearing Point-a na USAID projektu podrške ekonomskom razvoju Srbije.

\*\* Ekonomista u Bearing Point-u na USAID projektu podrške ekonomskom razvoju Srbije.

\*\*\* Profesor na Ekonomskom fakultetu u Beogradu.

mnogobrojnim prednostima koje se obično navode za uvođenje drugog stuba, možemo reći: prvo, da glavna argumentacija pre svega leži u činjenici da je prethodnih decenija visina stope prinosa na kapital bila značajno viša od rasta zarada, i drugo, da postoji potreba diversifikacije rizika, tj. dobijanja penzije sa “više adresa”.

Međutim, uvođenje drugog stuba (II) – obaveznih privatnih penzijskih fondova, u uslovima kada već postoji državni sistem penzijskog osiguranja i tekuće obaveze po tom osnovu, zahteva značajna dodatna finansijska sredstva. Ovaj finansijski jaz naziva se *tranzicioni trošak*. On nastaje tako što se deo doprinosa koji se uplaćuju u obavezni državni penzijski fond “skrene” u privatne fondove. Tada su potrebna dodatna sredstva kojima bi se finansirale obaveze prema sadašnjim penzionerima i budućim koji će ostati samo u prvom stubu. Nastaje tzv. problem *dvostrukog finansiranja (double-payment burden)* za sadašnju generaciju zaposlenih, koja u isto vreme finansira sadašnje i buduće penzionere u državnom sistemu tekućeg finansiranja penzija (PAYG), ali i štedi za svoju penziju.

U međuvremenu, otvorena su brojna pitanja adekvatnosti i nedostataka drugog stuba (II). Dugogodišnje iskustvo u Čileu ukazuje na probleme i nedostatake, a sada već i skoro desetogodišnje iskustvo nekih zemalja u okruženju. Takođe, postoji značajan pravac u literaturi koji se bavi uticajem demografije na sve makroekonomske varijable, i koji dovodi u pitanje postojeći odnos prinosa na kapital i rasta ukupnih zarada (produktivnosti) u budućnosti, a samim tim i takvu superiornost drugog stuba (II) o kojoj je do sada bilo reči. Tako, na primer, tzv. hipoteza o “topljenju” tržišta kapitala predviđa da će doći do kolapsa tržišta kapitala kada “baby boom” generacija počne da deakumulira svoju imovinu. Sva ta pitanja, međutim, nisu tema kojom se bavimo u ovom tekstu, već su predmet posebnog istraživanja. U ovom tekstu polazimo od pretpostavke adekvatnosti uvođenja drugog stuba (II) i u vezi s tim otvaramo pitanje tranzicije i njene izvodljivosti.

U nastavku teksta objašnjavamo *pojam tranzicionog troška*, dajemo *računicu ukupnog tranzicionog troška u Srbiji za hipotetički scenario*, a potom se bavimo pitanjem njegovog *finansiranja i uticaja načina finansiranja tranzicionog troška na nacionalnu štednju*.

## 2. Pojam tranzicionog troška

*Tranzicioni trošak* nastaje pri uvođenju drugog stuba (II) stoga što se u jednom dugom periodu pojavljuje potreba da se finansiraju dva penzijska sistema: postojeći PAYG, jer država mora da obezbedi finansiranje penzija postojećih penzionera, i novog sistema, koji se zasniva na akumulaciji doprinosa za buduće penzije. To dvostruko finansiranje obično se ispoljava kao “skretanje” dela doprinosa, koji se do tada uplaćivao u državni fond u obavezne privatne fondove. Zbog toga su potrebna dodatna sredstva da bi se finansirale postojeće obaveze prema sadašnjim i budućim penzionerima.

**Tranzicioni trošak se smanjuje tek sa prvim uštedama u PAYG sistemu po osnovu uvođenja drugog stuba (II).** Ove uštede nastaju *kada prve generacije koje su uplaćivale doprinose u oba stuba počnu da se penzionišu*. Ideja uvođenja višestubnog sistema i jeste da bi se uloga PAYG sistema smanjila, pa bi budući penzioneri – oni koji su doprinosili i u drugi stub – penziju dobijali sa “nekoliko adresa”. Jedna od adresa bi bio državni PAYG sistem sa znatno nižom penzijom nego što one danas iznose, i drugi deo penzije iz drugog stuba. **Tranzicioni trošak potpuno nestaje kada uštede u PAYG po osnovu uvođenja drugog stuba (II) premaše gubitak u vidu “skrenutih doprinosa” (cross-over date)**<sup>a)</sup>. Dakle, tranzicioni trošak je vezan za vrlo dug period.

Ovde odmah ukazujemo na moguće razlike u definiciji, pa stoga i načinu računanja tranzicionog troška.

Tako, na primer, kada računaju hipotetički tranzicioni trošak za SAD, Feldstein i Samwick (1996) polaze od pretpostavke da penzije iz njihovog državnog sistema ostaju na istom nivou na kom bi bile bez privatizacije, tj. da će se u budućnosti primenjivati važeći zakon (*scenario current law benefit path*). Prema tom scenariju, tranzicioni trošak počinje da se smanjuje s prvim

a) U slučaju posmatranja tranzicionog troška kao više stope doprinosa, *cross-over datum nastupa kada se ukupna stopa doprinosa potrebna da se finansiraju oba sistema izjednači sa stopom koja bi bila potrebna samo za finansiranje PAYG sistema.*

isplatama iz privatnog kapitalizovanog sistema, dakle, kada nastanu prve uštede u državnom sistemu po osnovu privatizacije/kapitalizacije<sup>1</sup>.

Pored ovog scenarija, Feldstein i Samwick računaju i scenario koji pretpostavlja da će se posle 2030. godine, za koju je većina aktuarskih računica pokazala da se uz postojeću stopu doprinosa od 12,4% US Social Security Trust Fund iscrpljuje, penzije smanjiti tako da se mogu finansirati iz postojeće stope doprinosa<sup>2</sup>. U ovom slučaju se polazi od pretpostavke da će penzije u prvom stubu (I) posle 2030. biti niže nego što postojeći zakon to predviđa, tako da su i ove uštede uzete u obzir. Feldstein taj scenario koristi kao osnovni (*baseline benefit path*) scenario. Prema tom scenariju, tranzicioni trošak je niži, jer se pored ušteda vezanih za privatizaciju/kapitalizaciju sistema, uzimaju u obzir i uštede po osnovu smanjenja PAYG penzija nakon 2030.godine.

S druge strane, Miles i Iben (1998) pri računanju tranzicionog troška za Veliku Britaniju i Nemačku polaze od postojećeg odnosa penzije prema zaradi za prosečnog radnika (*replacement rate*) i pretpostavljaju da će isti odnos da važi i u budućnosti. Dakle, oni fiksiraju odnos prosečne penzije i prosečne zarade. Pri tome, napominju da je takva pretpostavka u suprotnosti sa postojećim zakonom u Velikoj Britaniji, po kome se penzije indeksiraju prema troškovima života, što neumitno drastično smanjuje odnos penzije prema zaradi, posebno na tako dugi rok za koji se računa tranzicioni trošak. Međutim, oni takvo smanjenje penzija smatraju neodrživom pretpostavkom, i dodaju da “ako se penzije budu isplaćivale 2100. godine, onda je malo verovatno da će one imati istu realnu vrednost koju imaju i danas. Stoga fiksiran odnos penzije u zaradi smatramo prirodnom pretpostavkom.”

Definicija koja se koristila u računicama za zemlje u okruženju koje su već uvele drugi stub (II), obično odmah uzima u obzir ono što zapravo predstavlja jedan od načina finansiranja tranzicionog troška (o čemu će više reći biti u odeljku 4.) – a to su uštede u PAYG sistemu koje nisu direktno vezane za smanjenje obaveza po osnovu uvođenja drugog stuba. Tako na primer, za Hrvatsku “tranzicioni trošak se definiše kao razlika između ukupnih doprinosa koji odlaze u drugi stub i ukupnih ušteda u PAYG sistemu”. Ukupna ušteda u prvom stubu nastaje kroz direktno smanjenje budućih penzija usled uvođenja drugog stuba (II) (tzv. osnovna penzija za one koji participiraju u oba stuba, koja je oko 50% niža nego za ostale penzionere) i indirektno (implicitno) smanjenje penzija koje rezultira raznim promenama u drugim PAYG parametrima (Anusic, 2003).

Da bismo izbegli zabunu usled različitih načina definisanja tranzicionog troška, uvodimo termine *eksplicitan* i *implicitan* tranzicioni trošak.

*EksPLICITNI tranzicioni trošak* je finansijski jaz koji se javlja pri uvođenju drugog stuba (II) i za koji je potrebno obezbediti dodatna finansijska sredstva. Ovde su eventualne uštede po osnovu smanjenja PAYG penzija već uzete u obzir.

*IMPLICITNI tranzicioni trošak* je trošak koji nastaje kao posledica uvođenja drugog stuba (II) a pod pretpostavkom zadržavanja postojećeg standarda penzionera.

EksPLICITNI trošak, kako je npr. računat za Hrvatsku, ukazuje samo na “teret” koji je preostao sadašnjoj generaciji radnika, dok teret koji snosi generacija sadašnjih penzionera, i onih koji će se uskoro penzionisati, ostaje na neki način prikriven. Tako, na primer, trenutni odnos prosečne (neto) penzije u prosečnoj neto zaradi u Hrvatskoj je već pao na 40%, pri čemu je to uglavnom jedini izvor prihoda u starosti. Dakle, očigledno je da u Hrvatskoj generacija sadašnjih penzionera u velikoj meri učestvuje u finansiranju tranzicionog troška, što i jeste bila ideja: „Osnovni finansijski princip koga je promovisala Vlada bio je da se ostvari visok nivo međugeneracijske

<sup>1</sup> Međutim, treba napomenuti da i prema ovom scenariju, koji prati postojeći Zakon, ne znači da odnos penzije u zaradi ostaje fiksiran na istom nivou. Ono što je, međutim, sasvim izvesno jeste da u tom Zakonu svakako nije anticipirana privatizacija, što je u drugim slučajevima vrlo često. Prema postojećem Zakonu, npr. odnos neto penzije u neto zaradi za prosečnog radnika koji je 2005. godine tek ušao na tržište rada, iznosiće 51% u trenutku kada se bude penzionisao (OECD, 2005). Pri tom, prihodi u starosti u SAD se već u dobroj meri oslanjaju i na dopunske privatne programe, kao što su 401K i IRA.

<sup>2</sup> Državni US penzijski program OASDI je u suficitu (Trust Fund). Za 2016. se prognozira da će OASDI program prestati da ostvaruje suficit i da će ući u deficit koji će do 2030. da se popunjava iz Trust Fund-a. U 2030. godini Trust Fund se iscrpljuje. Feldstein polazi od pretpostavke da se stopa doprinosa neće povećavati, niti će se penzije finansirati iz nekih dodatnih prihoda (transferi, drugi poreski prihodi itd.), već da će se smanjiti penzije na način da OASDI program stalno bude u ravnoteži.

jednakosti time što bi se tranzicioni trošak približno ravnomerno generacijski raspodelio – što je sugerisalo mešovitu strategiju za finansiranje nastalog finansijskog jaza u prvom stubu.” (Anušić, 2003).

Smatramo da je važno imati uvid u ukupan “teret“ i ko ga sve snosi, tj. finansira. „Dobro je poznato da, generalno, tranzicijom od nefundiranog ka fundiranom sistemu neke generacije lošije prolaze od drugih“ (Miles and Iben 1998, kao u Breyer 1989). I pored rasprave na koju se u literaturi može naići, a to je da termin tranzicioni trošak nije adekvatan jer to zapravo ne predstavlja trošak već štednju (o čemu će biti nešto više reči u odeljku 4), ono što je svakako činjenica jeste da inicijalna akumulacija zahteva da neke generacije smanje svoju potrošnju. Važno je kako je taj teret umanjene potrošnje alociran (Miles and Timmerman, 1998).

U tom smislu smatramo *implicitni tranzicioni trošak* analitički poželjnom merom jer ukazuje na ukupni teret tranzicije, bez obzira na koji način će taj trošak biti finansiran. *Eksplicitni trošak*, s druge strane, važan je sa stanovišta informacije o potrebnim finansijskim sredstavima koja država mora da obezbedi ako se opredeli za uvođenje drugog stuba (II), ali on zamagljuje sliku o tome kako je teret smanjenja potrošnje alociran među različitim generacijama.

### 3. Visina tranzicionog troška u Srbiji

U tekstu prikazujemo ukupan tranzicioni trošak za Srbiju, izračunat kao **razlika između doprinosa koji se “skreću“ u drugi stub (II) i ušteda u prvom stubu koji nastaju po osnovu uvođenja drugog stuba**. Nisu uzete u obzir očekivane uštede po drugim osnovama, pre svega uštede u prvom stubu koje nisu u direktnoj vezi sa uvođenjem drugog stuba. Dakle, prema goreobjašnjenj terminologiji, u pitanju je *ukupan implicitni tranzicioni trošak*.

Kao što smo već napomenuli, tranzicioni trošak se može računati na različite načine, u zavisnosti od toga šta konkretno želimo da izračunamo i od kojih pretpostavki polazimo. **Tranzicioni trošak definišemo kao iznos doprinosa koji se transferišu u drugi stub (II) minus penzije koje se isplaćuju iz drugog stuba**. Tranzicioni trošak prestaje kada nivo godišnjih isplata penzija iz drugog stuba prevaziđe nivo godišnjih doprinosa u drugi stub. Ovde se polazi od pretpostavke da je PAYG sistem dizajniran tako da su *uštede u PAYG sistemu jednake isplatama penzija iz drugog stuba*. Opis modela i pretpostavke koje su korišćene opisani su u Okviru 1.

Napominjemo još jednom da naša analiza nije analiza opšteg ekvilibrijuma. To znači da simulacije ne uzimaju u obzir efekte koje bi demografska kretanja i eventualni prelazak na fundirani sistem mogle da imaju na ključne makroekonomske varijable<sup>3</sup>.

#### Okvir 1. Aktuarski model i pretpostavke\*

Za potrebe studije razvijen je odgovarajući model koji omogućava analizu tranzicionog troška za različite vrednosti ekonomskih, finansijskih i aktuarskih pretpostavki.

Sa stanovišta demografskih pretpostavki, model se oslanja na projekcije Republičkog zavoda za statistiku o broju stanovnika Republike Srbije u periodu od 2002. do 2052. godine. Prema tim projekcijama, između ostalog, očekuje se da će doći do smanjenja ukupnog broja stanovnika sa 7,5 miliona u 2002. godini na 7 miliona u 2022. godini, odnosno 6,7 miliona u 2052. godini. Pretpostavljeno je smanjenje stope smrtnosti od 0,75% godišnje, što rezultuje povećanjem prosečne dužine života od oko jedne godine na svaku deceniju. Za godine posle 2052. za koje ne postoje relevantne projekcije, preslikana je demografska projekcija za 2052. godinu. Penzijski sistem Srbije je aproksimiran PIO fondom zaposlenih koji čini blizu 90% prihoda i rashoda ukupnog sistema. Broj osiguranika u PIO fondu zaposlenih iznosio je oko 1,85 miliona u 2005. godini, dok je broj penzionera iznosio oko 1,25 miliona.

<sup>3</sup> To pitanje i pitanje adekvatnosti uvođenja drugog stuba (II), kao i njegovih prednosti i nedostataka je predmet posebnog istraživanja – studija u pripremi “Uvođenje obaveznih privatnih penzijskih fondova u penzijski sistem Srbije – adekvatnost i izvodljivost”, Bearing Point/SEGA projekat, 2008.

U ekonomskom smislu, očekuje se da bi Srbija mogla da prođe kroz tri značajna perioda u budućnosti: (1) period pridruživanja Evropskoj Uniji (2006–2012), (2) period ekonomske kovergencije ka razvijenijim članicama Unije (2013–2020) i (3) period stabilizovanog dugoročnog rasta (nakon 2020) koga bi karakterisao izjednačen rast zarada i BDP (u ranijim periodima bi se mogao očekivati brži rast BDP od rasta zarada zbog završetka tranzicije).

Iskazan kao procenat BDP-a (što je uobičajena praksa), tranzicioni trošak nije značajno senzitivan na različite makroekonomske pretpostavke. Naime, i rast BDP i apsolutna veličina tranzicionog troška vezani su za pretpostavljeni rast zarada, pa su zbog toga te dve veličine u relativnom odnosu vrlo slične za različite makroekonomske scenarije. Stoga, prikazujemo rezultate samo jednog (prilično konzervativnog) scenarija ekonomskog rasta.

Korišćene makroekonomske pretpostavke su sledeće: rast BDP-a od 5% do 2012. godine, zatim 4% do 2020, a potom 3%. Rast zarada delimično prati rast BDP-a i iznosi 4% do 2012. godine, a potom 3%. Pretpostavljeno je da će stopa nezaposlenosti u Srbiji dostići dugoročni ravnotežni nivo oko 2020. godine.

Projektovane performanse drugog stuba (II) i obim tranzicionog troška su relativno malo osetljivi na različite ekonomske i demografske pretpostavke. Najveći uticaj na projektovane performanse drugog stuba ima finansijska pretpostavka o investicionim prinosima, odnosno visina prinosa u drugom stubu u odnosu na rast zarada, odnosno na rast BDP. Takođe, visina naknada obaveznih privatnih penzijskih fondova u značajnoj meri utiče na njihove performanse.

Model pretpostavlja da svi zaposleni (i muškarci i žene) doprinose u drugi stub (II) od početka karijere u 20. godini do penzionisanja u 62. godini. U slučaju smrti osiguranika pre penzionisanja, čitava akumulirana štednja u drugom stubu isplaćuje se naslednicima, dok u slučaju penzionisanja osiguranici konvertuju akumuliranu štednju u nenaslednu doživotnu rentu. Zbog nedostatka pouzdanih statistika, model ignoriše mogućnost invalidnosti osiguranika pre penzionisanja, što delimično poboljšava projektovane performanse jer drugi stub (II) *per se* ne uključuje osiguranje od invalidnosti.

Prosečna godišnja realna stopa bruto prinosa na kapital u fazi akumulacije je pretpostavljena na 5,5% (dugoročna stopa rasta zarada, odnosno BDP + 2,5%), dok pretpostavljena realna diskontna stopa u fazi likvidacije iznosi 4,5%. Napomenućemo da se radi o pretpostavljenoj stopi prinosa koja je viša od dosadašnjih iskustava zemalja u tranziciji koje su uvele drugi stub (II).

Ulazne naknade su 3% od uplaćenih doprinosa (koliko je trenutno zakonski predviđen maksimum za dobrovoljne fondove u Srbiji), godišnje naknade za upravljanje sredstvima iznose 0,5%, a naknada za kupovinu ne-nasledne rente je 5 % vrednosti akumuliranih sredstava. Pretpostavljena struktura naknada je prilično skromna u poređenju sa iskustvima tranzicionih zemalja koje su do sada uvele drugi stub (II).

\*Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, Nikola Altiparmakov (sa Katarinom Stanić), 2006–2008.

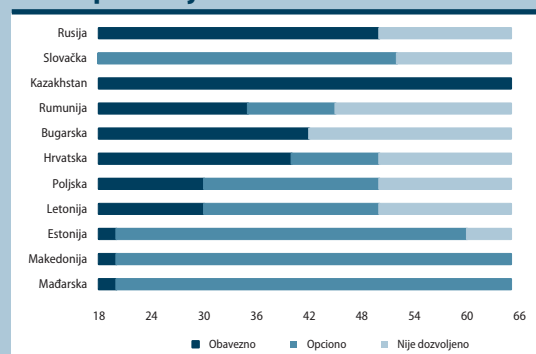
Tranzicioni trošak smo računali za nekoliko varijanti starosne granice osiguranika koji bi bili uključeni u obavezni privatni sistem (tzv. *cut-off age*) – svi mlađi od 30 godina, od 35 i od 40 godina, kao i za nekoliko varijanti stope doprinosa koja bi bila preusmerena u drugi stub – 5%, 7%, odnosno 9% doprinosa. Osnovni scenario predstavlja hipotetički slučaj uvođenja drugog stuba (II) u 2009. godini za sve osiguranike mlađe od 35 godina, pri čemu bi 7% PIO doprinosa bilo preusmereno u drugi stub.

Nije rađena analiza uvođenja sistema koji bi za određene starosne grupe bio obavezan a za druge opcion. Odlučili smo se za varijante jasnih starosnih granica, pre svega zbog jednostavnijeg modeliranja i jasnije prezentacije troška. Konačno, ovo i nema uticaja na ukupnu visinu tranzicionog troška već na njegov vremenski raspored, što će se videti u nastavku teksta.

## Okvir 2. Starosne granice za ulazak u drugi stub (II) – iskustva

Starosne granice za ulazak u drugi stub (cut-off age) bile su različite u zemljama koje su uvele drugi stub (II). Vrlo često je ulazak u drugi stub (II) za određene starosne grupe bio opcion. Postojeća iskustva nam pokazuju da je većina zemalja koja je uvela drugi stub (II) upravo iz ovog razloga

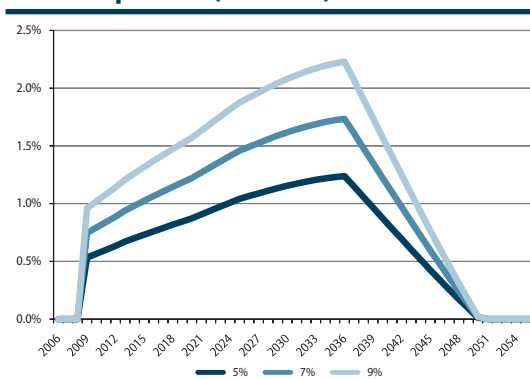
**Grafikon L2-1. Starosne granice za ulazak u II stub po zemljama**



potcenila inicijalni tranzicioni trošak, jer su potcenili verovatnoću dobrovoljnog prelaska u drugi stub osiguranika koji nisu bili u obavezi da to učine. Zemlje koje uvele drugi stub (II) su obično tranzicione zemlje, gde je visoko nepoverenje u državu i veliki procenat osiguranika se odlučuje za prelazak u privatni penzijski sistem. Tako npr. u Mađarskoj i Poljskoj tranzicioni troškovi su dosta veći od prvobitno planiranih usled loše procene broja učesnika drugog stuba (II) što vrši veliki fiskalni pritisak, posebno u Mađarskoj. Grafikon ispod prikazuje starosne granice ulaska u drugi stub (II) za zemlje u okruženju.

Grafikon L2-2 i Tabela L2-3 prikazuju tranzicioni trošak za Srbiju, u slučaju da se od postojećih 22% PIO doprinosa različite stope doprinosa preusmere u drugi stub (pri inicijalnoj starosnoj granici od 35 godina) i da se pretpostavljenije stope doprinosa tokom vremena ne menjaju. Kao što vidimo, tranzicioni trošak je vrlo visok i dugo traje. U početnim godinama/decenijama, tranzicioni trošak je praktično jednak visini "skrenutih doprinosa" u drugi stub.<sup>b)</sup> Godišnji iznos doprinosa raste tokom godina kako se povećava ukupan broj zaposlenih koji uplaćuju doprinose u drugi stub (stariji zaposleni koji nisu bili uključeni u drugi stub po njegovom osnivanju se tokom godina penzionišu i zamenjuju ih mladi radnici koji od početka radnog veka učestvuju u drugom stubu). Osetne isplate iz drugog stuba a samim tim i smanjenja tranzicionog troška, počinju tek sa penzionisanjem prvih generacija osiguranika drugog stuba. Zatim se tokom godina nivo isplate konstantno povećava i tranzicioni trošak smanjuje, da bi u jednom trenutku isplate dostigle godišnji nivo uplata u drugi stub – što predstavlja kraj tranzicionog troška, tzv. *cross-over date*.

**Grafikon L2-2. Tranzicioni trošak za različite visine doprinosa (% u BDP)**



Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, 2006–2008.

Grafikon L2-2 i Tabela L2-3 ilustruju da je **visina tranzicionog troška direktno proporcionalna visini doprinosa koji se preusmerava u drugi stub (II)**. Iako bi uvođenje, manjeg po veličini, drugog stuba (od npr. 2% doprinosa) zahtevalo skromniji dodatni finansijski napor, to je u praksi jako redak slučaj (od tranzicionih zemalja jedino je Bugarska uvela drugi stub od 2%). Razlog su, pre svega, vrlo visoki fiksni troškovi poslovanja penzijskih fondova po učesniku. Po nekim istraživanjima minimum koji uopšte opravdava uvođenje drugog stuba, tj. omogućava potencijalno viši prinos od očekivanog prinosa PAYG sistema je 4–6% doprinosa<sup>4</sup>.

4 Na primer, Dobronogov i Murti na osnovu iskustava Hrvatske, Mađarske, Kazahstana i Poljske primećuju da "postoje visoki fiksni troškovi pri osnivanju fondova. Kao posledica toga, u industriji postoji izražena ekonomija obima. Na osnovu raspoloživog iskustva, procenjuju godišnji fiksni trošak na oko \$35 po individualnom računu. Imajući u vidu taj red veličina troška, individualni računi bi trebalo da budu veličine 4–6% prosečne zarade da bi drugi stub (II) mogao da funkcioniše, tj. da ostvari stopu prinosa višu nego što se očekuje od postojećeg PAYG sistema".

b) U početnom akumulacionom periodu, isplate iz II stuba po osnovu prevremene smrti osiguranika su sasvim neznatne.

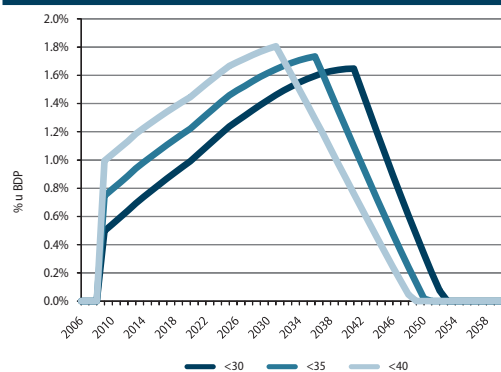


**Tabela L2-3. Visina tranzicionog troška za različite visine doprinosa u drugi stub (II)**

	5%	7%	9%
2009	0,53%	0,75%	0,96%
2010	0,57%	0,79%	1,02%
2011	0,60%	0,84%	1,08%
2012	0,63%	0,89%	1,14%
2013	0,67%	0,94%	1,21%
2014	0,70%	0,98%	1,26%
2015	0,73%	1,02%	1,32%
2016	0,76%	1,07%	1,37%
2017	0,79%	1,11%	1,42%
2018	0,82%	1,15%	1,47%
2019	0,85%	1,18%	1,52%
2020	0,87%	1,22%	1,57%
2025	1,04%	1,46%	1,88%
2030	1,16%	1,62%	2,08%
2035	1,23%	1,72%	2,21%
2040	0,87%	1,22%	1,57%
2045	0,43%	0,60%	0,77%
2050	0,01%	0,02%	0,02%
2055	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Ukupno</b>	<b>34,2%</b>	<b>47,8%</b>	<b>61,5%</b>

Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, 2006–2008.  
Napomena: Navedeni su podaci samo za pojedine godine

Često se misli da je visina tranzicionog troška direktno proporcionalna i sa procentom zaposlenih koji se uključuju u drugi stub (II) pri njegovom uvođenju tj. starosnom granicom koja se postavlja za prelazak u drugi stub. Iz tog razloga, smatra se da niža starosna granica olakšava tranziciju. To, međutim, nije tačno, što ilustruju Grafikon L2-4 i Tabela L2-5.

**Grafikon L2-4. Tranzicioni trošak – 7% doprinosa za različite kombinacije starosne granice**

Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, 2006–2008

U slučaju niže starosne granice, tranzicioni trošak zaista jeste niži u početnim godinama uvođenja, ali mnogo duže traje. Ovo iz razloga što uštede u PAYG povodom uvođenja drugog stuba (II) – u vidu nižih penzija koje će se iz PAYG sistema isplaćivati onima koji su doprinosili u drugi stub – nastaju tek kada se najstarija generacija iz drugog stuba (II) penzionise. Ukoliko ta najstarija generacija sada ima 35 godina, sasvim je jasno da će prve uštede nastati tek nakon  $62-35=27$  godina. Dakle, preciznije je reći da **visina granice godišta koja ulaze u drugi stub (II) utiče na vremenski raspored tranzicionog troška, a ne na njegovu ukupnu visinu.**

Konkretno, ukoliko u drugi stub (II) uđe samo mlađa generacija (npr. mlađi od 30 godina), tranzicioni trošak u početnim godinama jeste niži, ali duže traje budući da koristi od njegovog uvođenja (u vidu smanjenja penzije iz prvog stuba po tom osnovu) nastaju tek nakon 2041, kada ta generacija počinje da se penzionise. S druge strane, trošak uvođenja drugog stuba (II) za sve one koji su mlađi od 40 godina je prvih desetak godina značajno viši (za oko 0,5% BDP-a), ali i uštede u PAYG sistemu nastaju 10 godina ranije. U svim varijantama, godišnji obim tranzicionog troška se kreće od 0,5% do skoro 2% BDP (u godini u kojoj je nastao), tj. ukupno blizu **50% prosečne vrednosti BDP-a u relevantnom višedecenijskom periodu.**

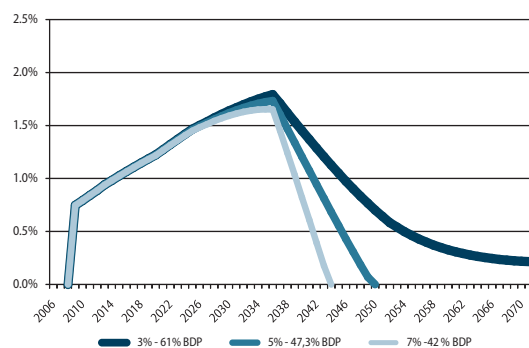
**Tabela L2-5. Tranzicioni trošak – 7% doprinosa za različite kombinacije starosne granice (% BDP)**

	<30	<35	<40
2009	0,50%	0,75%	0,99%
2010	0,55%	0,79%	1,04%
2011	0,59%	0,84%	1,09%
2012	0,64%	0,89%	1,13%
2013	0,69%	0,94%	1,19%
2014	0,74%	0,98%	1,23%
2015	0,78%	1,02%	1,27%
2016	0,82%	1,07%	1,30%
2017	0,87%	1,11%	1,34%
2018	0,91%	1,15%	1,38%
2019	0,95%	1,18%	1,41%
2020	0,99%	1,22%	1,45%
2025	1,24%	1,46%	1,67%
2030	1,43%	1,62%	1,79%
2035	1,57%	1,72%	1,39%
2040	1,65%	1,22%	0,87%
2045	1,04%	0,60%	0,34%
2050	0,33%	0,02%	0,00%
2055	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Ukupno</b>	<b>47,2%</b>	<b>47,8%</b>	<b>48,0%</b>

Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, 2006–2008.

Napomena: Navedeni su podaci samo za pojedine godine.

Iznos tranzicionog troška u početnim decenijama ne zavisi od performansi/prinosa drugog stuba i jednak je obimu “skrenutih“ doprinosa iz PAYG sistema. Nakon što prve generacije koje su doprinosile u drugi stub (II) počnu da se penzionišu, nastaju prve (opipljive) uštede u PAYG sistemu čiji obim zavisi od pretpostavljene (neto) stope prinosa na akumuliranu štednju. Otuda je i tranzicioni trošak u ovome periodu senzitivn na stopu prinosa drugog stuba, što ilustruje Grafikon L2-6.

**Grafikon L2-6. Tranzicioni trošak do 2071 – senzitivnost na različite stope prinosa**

Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, 2006–2008.

Napomena: Radi jednostavnijeg prezentovanja rezultata, u ovome slučaju je pretpostavljena diskontna stopa u fazi likvidacije jednaka neto prinosu u fazi akumulacije.

Grafikon L2-6 pokazuje da trajanje tranzicionog troška zavisi od pretpostavljene stope prinosa na kapital u drugom stubu – što je viša stopa prinosa, pre će se završiti tranzicioni trošak. Prema scenariju sa pretpostavkom neto stope prinosa od 3% godišnje, dok zarade rastu po stopi od 4% do 2012. a potom 3%, tranzicioni trošak praktično nema kraja.<sup>5</sup> Ovakav nalaz ne iznenađuje. On je zapravo samo ilustracija dobro poznatog pravila da je uvođenje drugog stuba (II) poželjno/isplativo pod uslovom da je stopa prinosa u drugom stubu veća od interne stope prinosa PAYG – koja je jednaka zbiru stope rasta zarada i odnosa broja penzionera i broja zaposlenih osiguranika (*support ratio*).

<sup>5</sup> Takav trošak bi se zapravo pre mogao nazvati troškom neefikantnosti/neisplativosti drugog stuba (II) nego tranzicionim troškom, ali to je posebna tema.

## 4. Finansiranje tranzicionog troška

U nastavku teksta navodimo osnovne načine finansiranja tranzicionog troška. Ključno pitanje je *kako* se tranzicioni trošak finansira, jer je s tim vezano i pitanje *ko* ga finansira. Takođe, način finansiranja tranzicionog troška utiče na potencijalni efekat uvođenja drugog stuba (II) na štednju državnog sektora (*government saving*), a samim tim i na ukupnu nacionalnu štednju.

Schmidt-Hebbel (1998) je definisao “dva fundamentalna načina kako se može finansirati tranzicioni deficit”. *Prvi*, implicitni PAYG dug se može zameniti za neki drugi oblik javne imovine (prodajom imovine države, kao što su, na primer, javna preduzeća) ili obaveze (eksplicitno zaduživanje). *Drugi* način da se finansira deficit jeste smanjenje javne potrošnje ili povećanje poreza (doprinosa) u periodu u kom traje tranzicija.

### 4.1. Zaduživanje i privatizacioni prihodi

Tranzicioni trošak se može finansirati zaduživanjem, a u zemljama u tranziciji prihodima iz privatizacije. U slučaju finansiranja tranzicionog troška zaduživanjem *implicitni penzijski dug* (buduće obaveze koje PAYG ima prema trenutnim penzionerima) se zapravo *pretvara u eksplicitni penzijski dug*.

U ovom slučaju, tranziciju finansiraju sadašnje i buduće generacije zaposlenih. Efekat na nacionalnu štednju je približno neutralan, jer je povećanje eksplicitnog duga neutralisano smanjenjem implicitnog duga. Štaviše, ovaj način finansiranja tranzicije može da ima i negativan uticaj na štednju države, u slučaju da je kamatna stopa na otplatu eksplicitnog duga viša nego na implicitni (tzv. interna stopa prinosa PAYG sistema), što i jeste slučaj. Takođe, naglo povećanje eksplicitnog duga i potražnja sredstava od strane države može da ima i negativni uticaj na povećanje kamatnih stopa. Povrh toga, ono što se uglavnom desilo u zemljama koje su uvele drugi stub (II) jeste to da su upravo privatni penzijski fondovi ti koji kupuju državne HOV. Tako se praktično doprinosima koji su skrenuti u drugi stub finansira taj eksplicitni dug, ali se sada u lancu pojavljuju još i privatni fondovi sa prilično visokim naknadama.

Korišćenje privatizacionih prihoda je takođe vrlo čest način finansiranja tranzicije, doduše samo u prvim godinama uvođenja obaveznih privatnih fondova – vremenom se taj izvor finansiranja iscrpljuje. Pri tome je vrlo važno ukalkulisati kamatu u vidu oportunitetnog troška korišćenja ovih finansijskih sredstava za neku drugu svrhu.

Takođe, kada je u pitanju ovaj metod finansiranja za Srbiju, treba imati u vidu da je on u velikoj meri iscrpljen – imajući u vidu da je privatizacija komercijalnog sektora gotovo završena i da je budući prihod od prodaje javnih preduzeća već (delimično) opterećen besplatnom podelom akcija stanovništvu.

### 4.2. Finansiranje uštedama u PAYG/povećanje doprinosa

Uštede u PAYG sistemu predstavljaju čest način finansiranja tranzicionog troška. Zemlje koje uvode drugi stub (II) po pravilu odmah kreću u prilično rigoroznu parametarsku reformu PAYG sistema, tako da eksplicitni tranzicioni trošak postoji u prvim godinama uvođenja drugog stuba, da bi se nakon određenog vremena – kada se počne stvarati suficit u PAYG-u, tranzicioni trošak delimično ili u potpunosti finansira uštedama iz državnog fonda (ili ređe nekim drugim budžetskim uštedama), pa eksplicitni tranzicioni trošak nestaje. Na taj način se problem dvostrukog finansiranja (*double-payment problem*) sadašnje generacije radnika prebacuje postepeno, a potom i u potpunosti na sadašnju generaciju penzionera.

Već smo pomenuli da je Hrvatska na ovaj način dobrim delom finansirala tranzicioni trošak. Hrvatska je projektovala da će uštede u PAYG sistemu prerasti tranzicioni trošak već u 2016. godini, uz dramatično smanjenje učešća prosečne penzije u prosečnoj zaradi. Ukupan tranzicioni trošak u Hrvatskoj je tako sračunat na oko 9% BDP-a (u trajanju od 14 godina). Međutim, iskustvo od skoro deceniju ukazuje na ozbiljan socijalni problem koji može čak i da poništi neke od ključnih mera reforme PAYG sistema.

Postoji i drugi način finansiranja tranzicionog troška. Umesto “skretanja” postojećih doprinosa (*carve-out* metod), uvođenje drugog stuba (II) može da se finansira *podizanjem stope doprinosa* (tzv. *add-on* ili *top-up* method) i tada se problem tranzicionog troška, tj. gubitka prihoda u PAYG sistemu i ne javlja u smislu troška, tj. ne javlja se finansijski jaz.

Ovaj način, međutim, svakako opterećuje sadašnju generaciju radnika – u vidu smanjenja potrošnje i mogućih poremećaja na tržištu rada. Metod povećanja stope doprinosa je i politički vrlo nepopularan jer povećava namete privredi, mada se često koristi u kombinaciji sa pomenutom metodom „skretanja“ postojećih PAYG doprinosa. Tako je, na primer, Estonija uvela drugi stub (II) veličine 6% zarade, od čega je 4% skrenuto iz postojećeg državnog PAYG sistema, a doprinosi su povećani još za 2% zarade. U Srbiji se taj način finansiranja međutim teško i može zamisliti, jer bi svako povećanje stope doprinosa bilo, sasvim logično, upotrebljeno za finansiranje postojećeg deficita u PAYG sistemu.

Finansiranje tranzicionog troška uštedama u PAYG-u ili povećanjem doprinosa zapravo predstavlja restriktivnu fiskalnu politiku, te bi moglo da dovede do povećanja nacionalne štednje kroz povećanje štednje države. Kritičan momenat je da li je zaista u pitanju restriktivna politika, ili se smanjenje potrošnje u PAYG-u kompenzuje povećanjem državne potrošnje na nekoj drugoj strani. Ono što je dosadašnje iskustvo pokazalo jeste – da u nedostatku drugih mogućnosti za investiranje u kombinaciji sa konzervativnim pravilima o ulaganju penzijskih fondova, na kraju jedino ili u najvećoj meri preostaju državne obveznice u koje privatni fondovi mogu da ulažu. To je, međutim, druga tema o kojoj će više biti reči u jednom drugom istraživanju<sup>6</sup>.

## 5. Zaključak

Tranzicioni trošak, koji bi u Srbiji nastao u slučaju da se deo doprinosa za PAYG “skrene“ u obavezne privatne penzijske fondove, vrlo je visok i dugo traje. Na hipotetičkom primeru, gde bi se od 22% sadašnjih doprinosa 7% “skrenulo“ u drugi stub (II) tranzicioni trošak bi trajao 40 godina i godišnje se kretao od 0,5% do iznad 1,5% BDP-a.

Taj trošak svakako postoji u vidu smanjenja potrošnje, i pitanje je samo ko bi ga platio. On bi mogao da se prevali u potpunosti ili delimično na sadašnju generaciju penzionera i na penzionere koji će se penzionisati u narednim godinama, tako što bi se smanjile njihove penzije. Međutim, ovo nije samo politički osetljiv potez, već bi donelo i negativne socijalne efekte.

Podizanje stope doprinosa takođe nije prihvatljivo jer bi se time povećalo opterećenje bruto zarade i umanjila konkurentnost privrede. To, posebno imajući u vidu da i sadašnji sistem finansiranja nije dizajniran tako da se iz stope doprinosa u potpunosti finansiraju penzije, pa bi svako povećanje stope doprinosa bilo logično koristiti za finansiranje penzija iz PAYG sistema.

Eventualna upotreba privatizacionih prihoda je moguća samo za delimično finansiranje, a imajući u vidu da je privatizacija komercijalnog sektora gotovo završena i da je budući prihod od prodaje javnih preduzeća već (delimično) opterećen besplatnom podelom akcija stanovništvu, taj način finansiranja ostavlja malo prostora. Takođe, eventualnu upotrebu privatizacionih prihoda bi trebalo uporediti sa alternativnom upotrebom ovih sredstava za druge potrebe.

Što se tiče finansiranja tranzicionog troška putem zaduživanja, pored pitanja povećanja zaduženosti zemlje, iskustvo zemalja koje su uvele drugi stub (II) ukazuje da dodatno zaduživanje uglavnom finansiraju sami penzijski fondovi, što u krajnjoj liniji dovodi samo do toga da se “doprinosima“ skrenutim u drugi stub finansira (eksplicitni) javni dug uz dodatni veliki trošak poslovanja privatnih penzijskih fondova.

Može se na kraju zaključiti da veličina tranzicionog troška, njegovo trajanje, mogućnosti finansiranja kao i početni rezultati zemalja koje su ga uvele, upućuju na veliki oprez prilikom odlučivanja o uvođenju obaveznog privatnog penzijskog osiguranja u penzijski sistem Srbije.

<sup>6</sup> Studija “Uvođenje obaveznih privatnih penzijskih fondova u penzijski sistem Srbije – adekvatnost i izvodljivost”, Bearing Point/SEGA projekat, 2008 (u pripremi).

## 6. Reference

- ANUSIC, Z. et al (2003) “Pension reform in Croatia”, *World Bank Social Protection Discussion Series*, No. 0304
- FELDSTEIN, M. and SAMWICK, A. (1996) “The transition path in privatizing social security”, *NBER Working Paper Series*, No. 5761
- MILES, D. and TIMMERMANN, A. (1999) “Risk sharing and transition costs in the reform of pension systems in Europe”, *Economic Policy*, Volume 14, Issue 29, Page 251–286
- MILES, D. and IBEN, A. (2000) “The Reform of Pension Systems: Winners and Losers Across Generations in the United Kingdom and Germany”, *Economica*, Volume 67, Page 203–228
- Pension Modeling Package, Bearing Point, Nikola Altiparmakov (sa Katarinom Stanić), 2006–2008
- OECD (2005) *Pensions at a Glance: Public Policies across OECD Countries*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD (2007) *Pensions at a Glance: Public Policies across OECD Countries*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- WHITEHOUSE, E. (2006) *Pension Panorama*, World Bank

**Aneks A. Detaljne projekcije tranzicionog troška po godinama (%BDP)**

	Različite starosne granice (stopa doprinosa 7%)			Različite stope doprinosa (starosna granica 35)		
	<30	<35	<40	5%	7%	9%
2009	0,50%	0,75%	0,99%	0,53%	0,75%	0,96%
2010	0,55%	0,79%	1,04%	0,57%	0,79%	1,02%
2011	0,59%	0,84%	1,09%	0,60%	0,84%	1,08%
2012	0,64%	0,89%	1,13%	0,63%	0,89%	1,14%
2013	0,69%	0,94%	1,19%	0,67%	0,94%	1,21%
2014	0,74%	0,98%	1,23%	0,70%	0,98%	1,26%
2015	0,78%	1,02%	1,27%	0,73%	1,02%	1,32%
2016	0,82%	1,07%	1,30%	0,76%	1,07%	1,37%
2017	0,87%	1,11%	1,34%	0,79%	1,11%	1,42%
2018	0,91%	1,15%	1,38%	0,82%	1,15%	1,47%
2019	0,95%	1,18%	1,41%	0,85%	1,18%	1,52%
2020	0,99%	1,22%	1,45%	0,87%	1,22%	1,57%
2021	1,04%	1,27%	1,49%	0,91%	1,27%	1,63%
2022	1,09%	1,32%	1,54%	0,94%	1,32%	1,69%
2023	1,14%	1,37%	1,58%	0,98%	1,37%	1,76%
2024	1,19%	1,41%	1,63%	1,01%	1,41%	1,82%
2025	1,24%	1,46%	1,67%	1,04%	1,46%	1,88%
2026	1,28%	1,49%	1,69%	1,07%	1,49%	1,92%
2027	1,31%	1,53%	1,72%	1,09%	1,53%	1,96%
2028	1,35%	1,56%	1,74%	1,11%	1,56%	2,00%
2029	1,39%	1,59%	1,77%	1,14%	1,59%	2,04%
2030	1,43%	1,62%	1,79%	1,16%	1,62%	2,08%
2031	1,46%	1,64%	1,81%	1,17%	1,64%	2,11%
2032	1,49%	1,67%	1,70%	1,19%	1,67%	2,14%
2033	1,52%	1,69%	1,60%	1,21%	1,69%	2,17%
2034	1,55%	1,71%	1,50%	1,22%	1,71%	2,19%
2035	1,57%	1,72%	1,39%	1,23%	1,72%	2,21%
2036	1,60%	1,73%	1,29%	1,24%	1,73%	2,23%
2037	1,62%	1,61%	1,19%	1,15%	1,61%	2,07%
2038	1,63%	1,48%	1,08%	1,06%	1,48%	1,90%
2039	1,64%	1,35%	0,97%	0,97%	1,35%	1,74%
2040	1,65%	1,22%	0,87%	0,87%	1,22%	1,57%
2041	1,65%	1,10%	0,76%	0,78%	1,10%	1,41%
2042	1,49%	0,97%	0,66%	0,69%	0,97%	1,25%
2043	1,34%	0,84%	0,55%	0,60%	0,84%	1,09%
2044	1,19%	0,72%	0,45%	0,51%	0,72%	0,92%
2045	1,04%	0,60%	0,34%	0,43%	0,60%	0,77%
2046	0,89%	0,47%	0,24%	0,34%	0,47%	0,61%
2047	0,75%	0,36%	0,14%	0,25%	0,36%	0,46%
2048	0,61%	0,24%	0,05%	0,17%	0,24%	0,31%
2049	0,47%	0,13%	0,00%	0,09%	0,13%	0,16%
2050	0,33%	0,02%	0,00%	0,01%	0,02%	0,02%
2051	0,20%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2052	0,07%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>ukupno</b>	<b>47,24%</b>	<b>47,81%</b>	<b>48,02%</b>	<b>34,15%</b>	<b>47,81%</b>	<b>61,47%</b>

Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, 2006–2008.

## Aneks B. Procena tranzicionog troška pri fiksnim uštedama u prvom stubu (I)

Pretpostavka iz glavnog dela teksta da su uštede u PAYG sistemu jednake visini isplata iz drugog stuba je analitički vrlo korisna s obzirom na to da precizno ukazuje na troškove i uštede koje uvođenje drugog stuba (II) donosi, i u vezi s tim jasno ilustruje efekat investicionih prinosa i naknada privatnih penzijskih fondova, tj. uzima u obzir potencijalni neuspeh drugog stuba (II) koji bi se prevalio na teret države. Zato je ovaj način računanja tranzicionog troška prikazan u glavnom delu teksta, jer smatramo da je važno da se tačno vidi “teret” koji se snosi pod različitim uslovima.

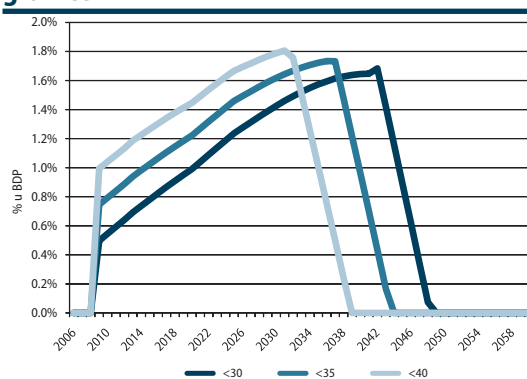
Pretpostavke da bi PAYG sistem bio dizajniran baš na ovaj način su, međutim, nerealne, s obzirom na to da bi ovakvo zakonsko rešenje verovatno bilo komplikovano, tj. praksa zemalja koje su uvele drugi stub (II) pokazuje da se zakon po pravilu ne uređuje na ovaj način. To je razlog zbog koga u ovom aneksu procenjujemo obim tranzicionog troška pod pretpostavkom fiksnih (proporcionalnih) ušteda u PAYG sistemu za osiguranike uključene u drugi stub. Ovaj metod polazi od prakse zemalja koje su već uvele drugi stub, tj. načina na koji su s tim u vezi redizajnirale svoj PAYG system.

Prilikom uvođenja drugog stuba (II), zakoni koji regulišu funkcionisanje prvog stuba bili su izmenjeni tako da svako ko participira u oba stuba ima nižu penziju iz prvog stuba. Penzija iz prvog stuba se računa po unapred definisanoj formuli, i nezavisna je od visine prinosa u drugom stubu. Takođe, penzija je obično nezavisna i od dužine uplaćivanja doprinosa u drugi stub, što praktično znači različite odnose (ukupne) prosečne penzije i prosečne zarade po kohortama.

Na ovaj način su obično regulisani zakoni u zemljama koje su uvele drugi stub (II), poput Hrvatske, Mađarske i drugih. Tako je, recimo prema Hrvatskom zakonu, “nekom ko prosečno zarađuje a doprinosi u oba stuba, ukupna akrealna stopa iz prvog stuba će u novom sistemu iznositi 0.5 procenata, tj. oko 50% niže nego što je akrealna stopa za one koji doprinose samo u prvi stub (I)” (Anusic, 2003). U Mađarskoj, akrealna stopa za one koji doprinose samo u I stub iznosi 1.65%, a 1.22% za one koji doprinose u oba stuba - što uključuje i godine u kojima su osiguranici doprinosili samo u PAYG sistem. To predstavlja smanjenje penzije iz PAYG za 25%, što je ekvivalentno učešću doprinosa koji se uplaćuje u II stub.

Mi smo reprilicirali tranzicioni trošak za dva slučaja: ušteda na rashodnoj strani PAYG sistema proporcionalna visini doprinosa koji idu u II stub ( $7/22=31.8\%$ ), što je ekvivalentno mađarskom pristupu; i metod po kome je ušteda fiksirana na 45% PAYG rashoda za osiguranike drugog stuba (II), što je nalik na hrvatski pristup.

**Grafikon B1. Tranzicioni trošak – 7% doprinosa za različite kombinacije starosne granice**



Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, 2006–2008.  
Napomena: Metod 45% uštede u PAYG.

Ovako definisan, tranzicioni trošak je nezavisan od visine prinosa u II stubu. To, međutim, u isto vreme znači i da je rizik niskog prinosa u II stubu prebačen na korisnike penzija. Znači, fiskirana je ušteda u I stubu, ali visina očekivane ukupne penzije nije izvesna, tj. zavisi od stope prinosa.

Ovaj pristup proceni tranzicionog troška, dakle pretpostavlja da država u budućnosti neće imati nikakvu finansijsku obavezu prema privatnim penzijskim fondovima, odnosno njihovim penzionerima, na primer u vidu garancija minimalnih prinosa, minimalne penzije, socijalnih davanja i slično. U praksi, međutim, investicioni rizik obično nije u potpunosti prebačen na pojedinca već država snosi određene garancije. Otuda je pri korišćenju ovoga pristupa

## Tranzicioni trošak uvođenja obaveznih privatnih penzijskih fondova

potrebno uzeti u obzir zakonske odredbe koje se odnose na garancije i izračunati koliki bi trošak države bio ukoliko bi pod određenim uslovima (niska stopa prinosa) garancije bile aktivirane.

**Tabela B2. Procena ukupnog tranzicionog troška za stopu doprinosa od 7% i fiksnim uštedama u PAYG sistemu (% BDP)**

	<30	<35	<40
<b>Metod 31,8% PAYG uštede</b>	47,8%	46,3%	43,4%
<b>Metod 45% PAYG uštede</b>	45,0%	43,4%	40,3%

Izvor: Pension Modeling Package, Bearing Point, 2006–2008.



# **ANALITIČKI PRILOG**

Tabela P-1. Srbija: cene na malo, 2003–2008

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo				
	prosek 2005=100	međugodišnji <sup>1)</sup>	kumulativ <sup>2)</sup>	ROBA	Poljoprivredni pr.	Industrijski preh. pr.	Industrijski nepreh. pr.	USLUGE
				međugodišnji <sup>1)</sup>				
				<b>godišnji indeksi<sup>3)</sup></b>				
<b>2003</b>	77,7	111,7	107,7	107,4	107,2	99,8	111,1	125,0
<b>2004</b>	85,3	110,1	113,8	110,0	103,4	112,4	109,6	110,2
<b>2005</b>	100,0	116,5	117,7	114,9	125,3	117,4	113,8	120,7
<b>2006</b>	112,7	112,7	106,6	112,4	117,6	111,2	112,3	113,3
<b>2007</b>	120,0	106,8	110,1	106,5	116,0	105,5	104,5	107,7
				<b>kvartalni indeksi<sup>3)</sup></b>				
<b>2005</b>								
Q1	95,1	116,9	105,1	114,9	112,7	116,6	114,7	122,6
Q4	105,6	117,9	117,7	115,4	130,5	115,4	115,1	124,6
<b>2006</b>								
Q1	109,2	114,8	102,2	114,6	134,4	113,2	114,4	115,4
Q2	113,1	115,6	105,7	115,7	123,6	112,2	117,1	115,4
Q3	114,0	112,5	106,1	112,3	108,8	112,4	111,9	112,8
Q4	114,3	108,2	106,6	107,6	105,8	107,4	106,5	109,8
<b>2007</b>								
Q1	115,5	105,8	101,2	105,1	101,1	104,8	103,2	107,5
Q2	118,5	104,8	104,2	103,4	92,9	102,7	102,5	108,2
Q3	121,5	106,6	106,9	105,8	113,8	103,8	104,5	108,5
Q4	124,7	109,1	110,1	110,0	125,0	110,5	107,9	106,9
<b>2008</b>								
Q1	128,5	111,3	102,8	113,6	130,6	115,2	112,0	105,3
				<b>mesečni indeksi</b>				
<b>2005</b>								
Septembar	102,3	116,6	111,8	114,1	122,1	113,3	115,1	123,3
Decembar	107,6	117,7	117,7	115,3	136,1	115,8	114,0	124,1
<b>2006</b>								
Januar	108,1	115,1	100,4	114,9	136,6	114,4	114,0	115,6
Februar	109,6	115,0	101,9	114,9	135,6	113,2	115,0	115,2
Mart	110,0	114,4	102,2	114,1	131,4	112,1	114,3	115,3
Jun	113,7	115,1	105,7	115,1	119,6	112,2	116,5	115,2
Septembar	114,1	111,6	106,1	111,3	109,6	111,5	110,4	112,3
Oktobar	113,7	109,3	105,7	108,4	102,5	108,7	107,2	111,6
Novembar	114,6	108,8	106,5	107,8	108,5	107,6	106,3	111,6
Decembar	114,7	106,6	106,6	106,7	106,2	106,0	105,9	106,3
<b>2007</b>								
Januar	115,1	106,5	100,4	106,8	104,6	105,2	105,6	106,0
Februar	115,3	105,2	100,5	104,1	100,5	105,0	101,4	108,1
Mart	116,1	105,6	101,2	104,5	98,4	104,2	102,7	108,4
April	117,1	104,7	102,1	103,2	99,6	103,6	101,2	108,2
Maj	118,8	104,5	103,6	103,0	92,5	102,7	102,1	108,2
Jun	119,5	105,1	104,2	104,0	86,7	101,9	104,2	108,1
Jul	120,2	105,8	104,8	104,6	99,2	101,1	104,9	109,1
Avgust	121,6	106,3	106,0	105,5	117,3	103,4	103,9	108,5
Septembar	122,6	107,4	106,9	107,3	125,0	106,9	104,7	107,9
Oktobar	123,3	108,5	107,5	108,8	127,7	108,3	106,9	107,7
Novembar	124,7	108,8	108,7	109,7	123,6	110,1	108,0	106,4
Decembar	126,3	110,1	110,1	111,4	123,7	113,2	108,8	106,5
<b>2008</b>								
Januar	127,5	110,7	100,9	112,1	126,7	114,1	110,4	106,7
Februar	128,3	111,3	101,6	113,9	129,7	115,2	112,6	104,8
Mart	129,8	111,8	102,8	114,7	135,5	116,3	113,0	104,2
April	131,2	112,0	103,9	114,8	133,4	120,2	111,3	104,8

Izvor: RZS.

1) Porast indeksa u odnosu na isti period prethodne godine.

2) Porast indeksa u odnosu na decembar prethodne godine.

3) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Tabela P-2. Srbija: izabrani indeksi cena, 2003–2008

	Indeks cena na malo		Troškovi života		Indeks cena proizvođača industrijskih pr.		Cene proizvođača poljopr. pr.	
	prosek 2005=100	međugodišnji <sup>1)</sup>	prosek 2005=100	međugodišnji <sup>1)</sup>	prosek preth. godine=100	međugodišnji <sup>1)</sup>	prosek preth. godine=100	međugodišnji <sup>1)</sup>
<b>godišnji indeksi<sup>2)</sup></b>								
<b>2003</b>	77,7	111,7	77,6	109,9	104,6	104,6	100,5	100,5
<b>2004</b>	85,3	110,1	86,1	111,4	109,1	109,1	110,0	110,0
<b>2005</b>	100,0	116,5	100,0	116,2	114,2	114,2	115,6	115,6
<b>2006</b>	112,7	112,7	111,7	111,7	113,3	113,3	109,2	109,2
<b>2007</b>	120,0	106,8	118,9	107,0	105,9	105,9	116,7	116,7
<b>kvartalni indeksi<sup>2)</sup></b>								
<b>2005</b>								
Q1	95,1	116,9	94,8	115,9	108,2	113,5	113,2	106,4
Q4	105,6	117,9	105,5	116,6	121,6	115,7	120,4	109,9
<b>2006</b>								
Q1	109,2	114,8	108,7	114,6	108,9	114,3	105,0	105,9
Q2	113,1	115,6	112,7	114,2	113,3	116,2	107,0	107,0
Q3	114,0	112,5	112,6	111,4	115,7	114,6	110,9	110,0
Q4	114,3	108,2	113,0	107,1	115,2	108,4	111,0	107,0
<b>2007</b>								
Q1	115,5	105,8	113,9	104,8	101,8	105,5	101,9	105,2
Q2	118,5	104,8	116,4	103,3	104,9	104,4	101,8	103,1
Q3	121,5	106,6	120,0	106,6	106,9	105,1	117,9	116,3
Q4	124,7	109,1	125,1	110,8	109,8	108,5	132,0	129,8
<b>2008</b>								
Q1	128,5	111,3	129,2	113,4	108,2	111,8	...	...
<b>mesečni indeksi</b>								
<b>2005</b>								
Septembar	102,3	116,6	101,7	114,8	118,2	114,5	120,0	108,2
Decembar	107,6	117,7	107,0	117,1	122,3	115,4	121,7	111,8
<b>2006</b>								
Januar	108,1	115,1	107,8	115,3	108,0	114,5	104,7	108,2
Februar	109,6	115,0	108,9	114,8	109,0	113,9	104,6	104,6
Mart	110,0	114,4	109,5	113,8	109,6	114,4	105,8	104,9
Jun	113,7	115,1	113,4	113,7	114,0	116,2	108,4	108,7
Septembar	114,1	111,6	112,6	110,7	115,8	112,9	112,4	108,7
Oktobar	113,7	109,3	112,2	107,9	115,5	110,0	109,7	106,5
Novembar	114,6	108,8	113,3	107,5	115,1	108,0	111,0	107,3
Decembar	114,7	106,6	113,4	106,0	114,9	107,3	112,3	107,3
<b>2007</b>								
Januar	115,1	106,5	114,0	105,8	101,6	106,2	102,7	107,5
Februar	115,3	105,2	113,7	104,5	101,6	105,1	101,7	104,6
Mart	116,1	105,6	114,1	104,2	102,2	105,1	101,2	103,4
April	117,1	104,7	115,0	103,4	103,0	103,7	99,3	101,8
Maj	118,8	104,5	116,9	103,1	105,5	104,5	101,6	102,7
Jun	119,5	105,1	117,3	103,5	106,2	104,9	104,5	104,8
Jul	120,2	105,9	117,0	104,1	106,1	104,2	109,1	110,2
Avgust	121,6	106,3	120,5	106,9	106,8	104,9	120,5	118,0
Septembar	122,6	107,4	122,6	108,9	107,7	106,1	124,2	120,6
Oktobar	123,3	108,5	123,2	109,8	108,6	107,3	130,0	130,2
Novembar	124,7	108,8	125,2	110,5	109,9	108,4	133,4	132,1
Decembar	126,3	110,1	127,0	112,0	111,0	109,8	132,6	127,2
<b>2008</b>								
Januar	127,5	110,7	128,0	112,3	107,1	111,0	115,6	127,4
Februar	128,3	111,3	128,8	113,3	107,8	111,5	117,8	132,1
Mart	129,8	111,8	130,8	114,6	109,6	112,8	...	...

Izvor: RZS.

1) Porast indeksa u odnosu na isti period prethodne godine.

2) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Tabela P-3. Kretanje kursa evra, 2003–2008

	Nominalni				USD/EUR	Realni			Indeks troškova života u Euro zoni <sup>4)</sup> (prosek 2005=100)
	Kurs <sup>1)</sup>	Bazni indeks (prosek 2005=100)	međugod. indeks	Kumulativ indeks <sup>2)</sup>		Kurs <sup>3)</sup> (prosek 2005=100)	međugod. indeks	Kumulativ indeks <sup>2)</sup>	
<b>godišnji kurs<sup>5)</sup></b>									
<b>2003</b>	64,9743	78,4	107,1	110,5	1,1241	96,7	97,7	104,6	95,8
<b>2004</b>	72,6215	87,6	111,8	115,6	1,2392	100,5	104,0	104,0	97,9
<b>2005</b>	82,9188	100,0	114,2	109,3	1,2433	100,1	99,6	94,9	100,0
<b>2006</b>	84,1879	101,5	101,5	91,7	1,2537	92,1	92,1	87,7	102,2
<b>2007</b>	79,9744	96,4	95,1	101,0	1,3705	83,9	91,1	94,6	104,4
<b>kvartalni kurs<sup>5)</sup></b>									
<b>2005</b>									
Q1	80,2421	96,8	115,9	102,7	1,3145	100,5	101,2	98,1	98,8
Q4	85,7085	103,4	111,3	109,3	1,1898	98,8	96,6	94,9	101,0
<b>2006</b>									
Q1	87,0875	105,0	108,5	101,4	1,2031	97,2	96,7	99,6	101,0
Q2	86,8674	104,8	106,1	101,0	1,2552	94,9	94,1	96,9	102,4
Q3	83,2482	100,4	99,3	96,7	1,2745	90,2	90,2	92,5	102,5
Q4	79,5486	95,9	92,8	91,7	1,2893	86,2	87,3	87,7	102,8
<b>2007</b>									
Q1	79,9849	96,5	91,8	102,7	1,3105	86,0	88,5	101,9	102,9
Q2	81,0734	97,8	93,3	103,0	1,3482	86,1	90,8	100,3	104,4
Q3	80,0302	96,5	96,1	100,8	1,3741	83,0	91,9	95,8	104,4
Q4	78,8092	95,0	99,1	101,0	1,4493	80,6	93,5	94,6	105,7
<b>2008</b>									
Q1	82,6488	99,7	103,3	104,5	1,4997	82,5	96,0	102,6	106,4
<b>mesečni kurs</b>									
<b>2005</b>									
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	1,3074	100,6	100,9	98,1	99,3
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	1,2265	100,4	100,0	97,9	100,8
Decembar	85,9073	139,6	109,3	109,3	1,1861	97,4	94,9	94,9	101,1
<b>2006</b>									
Januar	86,9033	141,2	108,8	101,2	1,2122	97,6	96,8	100,3	100,7
Februar	87,2558	141,8	108,9	101,6	1,1960	96,9	96,9	99,6	101,0
Mart	87,1033	141,5	107,9	101,4	1,2013	97,0	96,4	99,6	101,5
April	86,5391	140,6	106,4	100,7	1,2239	95,3	94,4	97,9	102,2
Maj	87,3023	141,8	106,7	101,6	1,2750	94,9	94,2	97,5	102,5
Jun	86,7609	140,9	105,1	101,0	1,2677	94,4	93,6	96,9	102,6
Jul	83,7931	136,1	101,0	97,5	1,2684	91,1	91,7	93,6	102,4
Avgust	82,8893	134,7	98,7	96,5	1,2803	89,6	89,2	92,0	102,5
Septembar	83,0621	134,9	98,3	96,7	1,2748	90,0	89,7	92,5	102,5
Oktoabar	80,9242	131,5	95,0	94,2	1,2615	88,1	88,3	90,5	102,6
Novembar	78,9404	128,2	91,7	91,9	1,2876	85,3	85,8	87,6	102,6
Decembar	78,7812	128,0	91,7	91,7	1,3210	85,4	87,7	87,7	103,0
<b>2007</b>									
Januar	79,6587	96,1	91,7	101,1	1,2993	85,6	87,6	100,2	102,5
Februar	79,3993	95,8	91,0	100,8	1,3075	85,4	88,1	100,1	102,8
Mart	80,8968	97,6	92,9	102,7	1,3246	87,0	89,7	101,9	103,5
April	80,5768	97,2	93,1	102,3	1,3516	86,4	90,7	101,3	104,2
Maj	81,4770	98,3	93,3	103,4	1,3512	86,4	91,0	101,2	104,4
Jun	81,1665	97,9	93,6	103,0	1,3420	85,6	90,7	100,3	104,5
Jul	80,6204	97,2	96,2	102,3	1,3716	84,3	92,5	98,8	104,3
Avgust	80,0703	96,6	96,6	101,6	1,3622	82,8	92,4	97,0	104,3
Septembar	79,3999	95,8	95,6	100,8	1,3884	81,8	90,9	95,8	104,7
Oktoabar	77,6627	93,7	96,0	98,6	1,4227	79,9	90,8	93,6	105,2
Novembar	79,1979	95,5	100,3	100,5	1,4689	81,1	95,1	95,0	105,8
Decembar	79,5669	96,0	101,0	101,0	1,4563	80,7	94,6	94,6	106,2
<b>2008</b>									
Januar	81,8460	98,7	102,7	102,9	1,4719	82,0	95,8	101,5	105,8
Februar	82,9685	100,1	104,5	104,3	1,4755	82,8	96,9	102,6	106,2
Mart	83,1319	100,3	102,8	104,5	1,5516	82,8	95,2	102,6	107,2
April	81,0287	97,7	100,6	101,8	1,5770	80,1	92,7	99,2	107,6

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

1) Prosek meseca, dobijen na osnovu proseka dnevnih zvaničnih 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 Euro zoni. Videti Tabelu T3-11.

4) Harmonized Index of Consumer Price (HICP).

5) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

**Tabela P-4. Srbija: registrovani zaposleni, 2004–2008**

	Ukupno zaposleni 1 (=2+3)	Zaposleni kod pravnih lica 2	Zaposleni kod fizičkih lica		Ukupan broj zaposlenih radnika 6(=2+5)	
			Ukupno 3 (=4+5)	Privatni preduzetnici 4		Zaposleni kod njih 5
<b>kvartalni podaci - u hiljadama</b>						
<b>2004</b>	2.047	1.574	473	210	263	1.837
Q1	2.036	1.576	460	207	253	1.829
Q2	2.061	1.593	468	208	259	1.853
Q3	2.051	1.576	475	209	266	1.842
Q4	2.041	1.552	489	216	273	1.825
<b>2005</b>	2.056	1.535	521	228	293	1.828
Q1	2.050	1.543	507	225	283	1.825
Q2	2.062	1.544	518	228	289	1.833
Q3	2.057	1.530	527	229	298	1.828
Q4	2.055	1.521	533	230	304	1.825
<b>2006</b>	2.028	1.472	556	236	320	1.791
Q1	2.035	1.500	535	228	307	1.806
Q2	2.031	1.481	550	234	316	1.797
Q3	2.031	1.462	569	242	327	1.789
Q4	2.014	1.444	571	241	329	1.773
<b>2007</b>	1.998	1.429	569	241	328	1.756
Q1	2.002	1.432	567	240	328	1.759
Q2	1.999	1.433	566	239	327	1.760
Q3	1.997	1.425	572	244	328	1.753
Q4	1.995	1.422	573	245	328	1.750
<b>2008</b>						
Q1 <sup>1)</sup>	1.989	1.416	573	245	328	1.744
<b>mesečni podaci - u hiljadama</b>						
<b>2006</b>						
Januar	2.037	1.506	534	229	305	1.811
Februar	2.029	1.497	535	228	307	1.804
Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
April	2.023	1.487	543	231	312	1.799
Maj	2.016	1.481	550	234	316	1.797
Jun	2.011	1.475	557	237	320	1.795
Jul	2.008	1.472	564	240	324	1.796
Avgust	2.002	1.467	571	243	328	1.795
Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777
Oktobar	2.020	1.448	572	242	330	1.778
Novembar	2.015	1.443	570	241	329	1.772
Decembar	2.012	1.440	570	241	329	1.769
<b>2007</b>						
Januar	2.005	1.432	568	240	328	1.760
Februar	1.997	1.425	568	240	328	1.753
Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765
April	2.003	1.436	567	240	327	1.763
Maj	2.001	1.433	568	241	327	1.760
Jun	1.998	1.429	569	242	327	1.756
Jul	1.998	1.427	571	243	328	1.755
Avgust	1.993	1.421	572	244	328	1.749
Septembar	2.001	1.428	573	245	328	1.756
Oktobar	1.998	1.425	573	245	328	1.753
Novembar	1.995	1.422	573	245	328	1.750
Decembar	1.991	1.418	573	245	328	1.746
<b>2008</b>						
Januar	1.989	1.416	573 <sup>2)</sup>	245	328	1.744

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

Napomene po kolonama:

- 1) Ukupan broj zaposlenih (radnika) i preduzetnika (kolona 2 + kolona 3) uključuje zaposlene kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije), preduzetnike (uključujući vlasnike radnji, slobodne profesije, itd.) i zaposlene kod preduzetnika (fizičk
- 2) Zaposleni kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije, ustanove). Procenjuje se na osnovu mesečnog izveštaja RAD-1 i Ankete za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1. Podaci ove ankete se ne objavljuju.
- 3) Preduzetnici (vlasnici radnje) i lica koja samostalno obavljaju delatnost (tzv. fizička lica) i njihovi radnici (kolona 4+5). Ova komponenta od svakog marta do septembra ostaje fiksni sabirak u ukupnom zbiru zaposlenih (kolona 1).
- 4) Preduzetnici (vlasnici radnji).
- 5) Zaposleni radnici kod preduzetnika tj. vlasnika radnje (kod tzv. fizičkih lica).

Fusnote:

1) Podaci za Q1 su zapravo podaci za januar 2008.

2) Poslednji raspoloživi podaci o broju preduzetnika i zaposlenih kod njih je su iz septembra 2007.

Tabela P-5. Srbija: zaposleni po sektorima delatnosti, 2004–2008

	2004	2005	2006	2007	2006					2007					2008								
					Jul	Avg.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	Maj	Jun	Jul	Avg.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.
Zaposleni u preduzećima, ustanovama i organizacijama, po sektorima delatnosti	u hiljadama																						
Poljoprivreda, lov i šumarstvo	69	64	58	54	58	58	57	57	56	56	56	56	55	55	56	55	54	54	53	52	52	52	50
Ribarstvo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Vađenje ruda i kamena	32	31	27	24	28	28	29	25	24	24	24	23	23	23	23	24	24	24	24	24	24	24	24
Prerađivačka industrija	484	460	419	389	419	415	409	407	403	400	400	396	399	395	391	388	387	384	385	382	379	376	372
Proizv. el. energije, gasa i vode	46	46	45	45	44	44	43	47	46	46	46	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Građevinarstvo	88	88	86	83	86	85	85	86	86	86	84	83	83	82	82	82	82	82	83	83	83	82	81
Trgovina na veliko i malo, opravka	208	205	198	195	200	201	192	192	193	193	192	191	197	197	196	196	196	195	195	195	195	194	195
Hoteli i restorani	28	27	25	24	24	24	24	24	24	24	23	23	24	24	24	24	23	24	23	24	23	23	22
Saobraćaj, skladištenje i veze	119	116	110	109	110	110	109	108	108	108	107	109	109	109	108	108	109	108	110	109	109	108	107
Fin. poslovanje	29	29	30	31	30	30	30	30	30	30	30	30	30	31	31	31	31	31	31	31	31	31	32
Poslovi sa nekretninama, iznajmljivanje	59	63	67	67	67	68	68	67	67	67	63	63	65	67	67	67	67	67	68	69	68	68	71
Državna uprava i socijalno osiguranje	71	71	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	68	68	68	69	69	69	69	69	70	70	69
Obrazovanje	131	129	127	130	126	125	125	128	129	129	130	130	130	130	130	129	129	129	132	133	133	133	133
Zdravstveni i socijalni rad	165	166	158	157	158	158	157	156	155	156	155	156	156	156	157	157	156	156	158	158	158	159	159
Druge kom. društvene i lične usluge	49	51	52	52	52	52	51	51	51	51	51	51	52	52	52	52	53	52	53	53	53	53	53

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

Tabela P-6. Srbija: prosečna mesečna zarada i međugodišnji indeksi, 2005–2008

	Prosečna mesečna zarada (RZS)			Prosečna mesečna zarada (RZS)	
	Ukupni troškovi rada, u din.	Bruto, u din.	Neto, u din.	Međugodišnji realni indeks, bruto	Međugodišnji realni indeks, neto
<b>2005</b>					
Avgust	30.951	26.252	17.928	108,9	109,2
Septembar	31.618	26.818	18.345	110,6	110,6
Oktobar	31.503	26.720	18.265	107,1	107,4
Novembar	32.280	27.379	18.696	106,6	106,6
Decembar	38.014	32.243	22.078	108,5	108,7
<b>2006</b>					
Januar	31.365	26.603	18.191	110,4	110,6
Februar	33.787	28.657	19.567	111,5	111,5
Mart	34.624	29.367	20.094	111,2	111,3
April	36.044	30.572	20.887	106,2	106,1
Maj	35.730	30.305	20.713	108,3	108,2
Jun	37.568	31.864	21.777	109,9	109,8
Jul	37.419	31.738	21.774	110,3	110,6
Avgust	37.844	32.098	21.925	109,3	109,3
Septembar	38.382	32.555	22.259	109,7	109,6
Oktobar	38.516	32.668	22.340	113,4	113,4
Novembar	39.959	33.892	23.148	115,1	115,1
Decembar	48.686	41.294	28.267	120,9	120,8
<b>2007</b>					
Januar	39.815	33.770	24.122	120,0	125,3
Februar	41.523	35.219	25.228	117,6	123,4
Mart	42.618	36.148	25.960	118,1	124,0
April	43.761	37.117	26.632	117,4	123,3
Maj	44.411	37.668	26.981	120,6	126,4
Jun	45.882	38.916	27.882	118,0	123,7
Jul	45.641	38.712	27.752	117,2	122,4
Avgust	46.337	39.302	28.143	114,5	120,1
Septembar	46.344	39.308	28.161	110,9	116,2
Oktobar	47.257	40.082	28.720	111,7	117,1
Novembar	48.351	41.010	29.373	109,5	114,8
Decembar	56.736	48.122	34.471	104,1	108,9
<b>2008</b>					
Januar	46.371	39.331	28.230	103,7	104,2
Februar	50.954	43.218	30.982	108,3	108,4
Mart	50.547	42.873	30.809	103,5	103,5
April	53.474	45.355	32.562	105,5	105,6

Izvor: RZS.

**Tabela P-7. Srbija: prosečne mesečne bruto zarade u javnom sektoru, 2004–2008**

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Prosek Srbije
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna	
	<b>u dinarima</b>					
<b>2004</b>	28.268	22.944	23.120	29.104	28.575	20.555
<b>2005</b>	34.783	28.261	26.984	33.987	33.353	25.565
<b>2006</b>	42.386	33.812	33.150	42.052	38.385	31.801
<b>2007</b>	49.872	41.248	43.377	51.987	42.725	38.781
<b>2005</b>						
Q1	31.221	25.153	22.942	31.275	31.143	22.166
Q2	34.371	28.137	26.612	32.530	32.633	25.035
Q3	34.146	29.023	27.222	35.080	33.693	26.280
Q4	39.395	30.731	31.159	37.065	35.946	28.781
<b>2006</b>						
Q1	39.906	32.032	26.887	39.030	34.607	28.209
Q2	40.118	32.390	31.322	40.731	38.295	30.914
Q3	41.106	33.700	31.849	42.379	38.572	32.130
Q4	48.413	37.127	42.542	46.070	42.067	35.951
<b>2007</b>						
Q1	46.633	37.797	35.345	53.092	41.294	35.046
Q2	49.166	39.908	42.550	50.030	41.368	37.900
Q3	49.992	41.924	43.298	50.860	42.832	39.107
Q4	53.698	45.363	52.314	53.968	45.404	43.071
<i>Decembar</i>	56.598	49.088	66.264	56.269	47.174	48.122
<b>2008</b>						
Q1	52.454	46.928	42.341	56.775	46.133	41.807

Izvor: RZS.

Napomena: U tabeli je sadržan samo deo plata koji se finansira iz budžeta. Plate zaposlenih u javnom sektoru su veće jer se deo njihovih plata finansira iz sopstvenih prihoda.

Tabela P-8. Srbija: platni bilans, 2003–2007<sup>1)</sup>

	2003		2004				2005				2006				2007			
	Dec.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
	<b>kumulativni, u milionima evra</b>																	
<b>TEKUĆE TRANSAKCIJE</b>	<b>-1.355</b>	<b>-2.197</b>	<b>-324</b>	<b>-615</b>	<b>-1.134</b>	<b>-1.805</b>	<b>-689</b>	<b>-1.199</b>	<b>-1.972</b>	<b>-3.137</b>	<b>-1.186</b>	<b>-1.992</b>	<b>-3.337</b>	<b>-4.994</b>				
<b>ROBA I USLUGE</b>	<b>-3.621</b>	<b>-5.156</b>	<b>-708</b>	<b>-1.755</b>	<b>-2.970</b>	<b>-4.284</b>	<b>-1.129</b>	<b>-2.395</b>	<b>-3.557</b>	<b>-5.023</b>	<b>-1.440</b>	<b>-2.950</b>	<b>-4.438</b>	<b>-6.425</b>				
Roba	-3.808	-5.311	-683	-1.772	-2.987	-4.279	-1.110	-2.378	-3.554	-4.983	-1.445	-2.949	-4.454	-6.413				
Izvoz robe, f.o.b. <sup>2)</sup>	2.447	2.991	813	1.824	2.843	4.006	1.030	2.258	3.629	5.111	1.383	2.977	4.708	6.444				
Uvoz robe, f.o.b.	-6.415	-8.302	-1.496	-3.596	-5.830	-8.285	-2.140	-4.636	-7.183	-10.093	-2.829	-5.927	-9.162	-12.858				
Izvoz/Uvoz (%)	38,7	36,0	54,3	50,7	48,8	48,4	48,7	50,5	50,6	48,9	50,2	51,4	50,7					
Usluge	187	155	-25	17	17	-5	-19	-17	-3	-41	6	0	16	-11				
Prihodi	906	1.171	251	594	951	1.319	350	771	1.306	1.840	488	989	1.564	2.140				
Rashodi	-719	-1.016	-276	-577	-934	-1.324	-369	-788	-1.309	-1.881	-482	-990	-1.547	-2.152				
Kamate, neto	-180	-172	-59	-141	-198	-260	-65	-164	-252	-330	-106	-216	-358	-498				
Naplaćene	61	64	12	32	53	80	33	68	107	157	41	89	133	174				
Plaćene	-241	-235	-71	-174	-250	-339	-98	-232	-359	-488	-147	-305	-491	-672				
Tekući transferi	2.020	2.728	410	1.200	1.886	2.471	468	1.276	1.710	2.031	318	1.094	1.327	1.729				
Doznake, neto	332	340	35	167	225	281	-19	104	188	202	-17	148	116	98				
Priliv	690	796	184	424	683	955	97	104	232	573	276	608	953	1.336				
Odliv	-358	-456	-149	-256	-457	-674	-286	-456	-724	-1.051	-292	-460	-838	-1.238				
Devizni depoziti nerezidenata	308	568	37	108	259	460	175	236	269	259	111	274	300	378				
Otkup deviza, neto	1.106	1.592	320	884	1.329	1.631	289	882	1.166	1.447	194	606	807	1.103				
Ostalo <sup>3)</sup>	274	228	17	41	73	99	23	54	87	123	30	65	104	150				
Zvanične donacije	425	403	33	82	148	268	37	84	127	185	42	80	131	200				
<b>GREŠKE I PROPUSTI</b>	<b>44</b>	<b>168</b>	<b>-184</b>	<b>-75</b>	<b>-205</b>	<b>-384</b>	<b>-57</b>	<b>-76</b>	<b>-123</b>	<b>-258</b>	<b>-165</b>	<b>-186</b>	<b>-80</b>	<b>-192</b>				
<b>KAPITALNE TRANSAKCIJE</b>	<b>1.898</b>	<b>2.377</b>	<b>710</b>	<b>1.173</b>	<b>2.276</b>	<b>3.863</b>	<b>1.129</b>	<b>2.745</b>	<b>5.103</b>	<b>7.635</b>	<b>1.161</b>	<b>2.394</b>	<b>4.099</b>	<b>6.126</b>				
Finansijske transakcije	1.898	2.377	710	1.173	2.276	3.863	1.129	2.745	5.103	7.635	1.161	2.394	4.099	6.126				
Strane direktne investicije (SDI)	1.198	773	262	502	998	1.248	180	788	2.566	4.348	614	608	1.147	1.942				
Ostali kapitalni prilivi	701	1.604	448	671	1.278	2.615	949	1.957	2.537	3.286	547	1.785	2.952	4.184				
Srednjeročni i dugoročni krediti, neto <sup>4)</sup>	628	1.221	159	602	988	1.820	456	1.695	2.473	3.156	534	1.488	2.137	3.149				
Država	206	229	15	44	108	192	68	85	133	133	36	43	81	95				
Banke	106	417	68	209	292	729	166	1.137	1.366	1.506	41	-160	-196	-126				
Ostalo	317	574	74	348	588	886	222	474	974	1.517	458	1.606	2.252	3.180				
Kratkoročni krediti, neto	14	164	94	28	33	330	212	-188	25	170	-197	-98	24	337				
Prevremena otplata duga i kamata države <sup>5)</sup>	0	0	0	0	0	0	0	-188	-377	-1.060	-143	-98	-86	-56				
Ostala aktiva i pasiva	18	187	120	11	186	378	136	112	441	833	347	449	843	1.476				
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: +)	-3	33	77	30	71	100	144	146	-25	1	6	43	33	-722				
<b>DEVIZNE REZERVE NBS<sup>6)</sup>, neto (+, korišćenje)</b>	<b>-587</b>	<b>-349</b>	<b>-202</b>	<b>-483</b>	<b>-937</b>	<b>-1.675</b>	<b>-382</b>	<b>-1.469</b>	<b>-3.008</b>	<b>-4.240</b>	<b>191</b>	<b>-216</b>	<b>-681</b>	<b>-941</b>				
Korišćenje kredita MMF-a	246	192	0	0	151	151	75	75	75	75	0	0	0	0				
Otplata kredita MMF-u <sup>6)</sup>	0	-188	-47	-93	-133	-166	-15	-22	-22	-32	-19	-29	-38	-64				
<b>PRO MEMORIA</b>																		
Sopstvene rezerve NBS <sup>7)</sup>	-765	-293	-51	-270	-455	-680	-85	-433	-613	-1.666	276	-97	-444	-1.016				
	<b>u % BDP</b>																	
Izvoz robe i usluga	19,5	21,1	23,2	24,9	24,9	25,2	26,6	27,3	27,9	27,9	29,0	29,1	29,4	28,8				
Uvoz robe i usluga	-39,6	-47,2	-38,7	-43,0	-44,4	-45,5	-48,4	-48,8	-48,0	-48,1	-51,3	-50,8	-50,2	-50,3				
Bilans robne razmene	-21,1	-26,9	-14,9	-18,3	-19,6	-20,3	-21,4	-21,4	-20,1	-20,0	-22,4	-21,7	-20,9	-21,5				
Bilans tekućih transakcija	-7,5	-11,1	-7,1	-6,3	-7,5	-8,6	-13,3	-10,8	-11,2	-12,6	-18,4	-14,6	-15,6	-16,7				
BDP u evrima <sup>7)</sup>	18.008	19.723	4.578	9.703	15.220	21.108	5.180	11.113	17.681	24.877	6.449	13.619	21.342	29.845				

Izvor: NBS i RZS.

- 1) Originalni podaci u US dolarima konvertovani su u evre na mesečnom nivou po mesečnom proseku zvaničnih dnevnih srednjih kursa NBS.
- 2) Izvoz f.o.b, metodologija NBS.
- 3) Priliv po Zakonu o platnom prometu, priliv po osnovu Odluke 74/100 i neregistrovani priliv.
- 4) Isključujući tranše MMF-a.
- 5)Uključuje prevremenu otplatu duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.
- 6) Otplata glavnice.
- 7) Bruto rezerve NBS, bez depozita banaka i države.
- 8) Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kursa NBS).



Tabela P-9. Srbija: platni bilans, Q1 2008. (nova metodologija)<sup>1)</sup>

	Mart 2007	Mart 2008
	u milionima evra	
<b>TEKUĆE TRANSAKCIJE</b>	<b>-911</b>	<b>-1.165</b>
<b>ROBA I USLUGE</b>	<b>-1.516</b>	<b>-1.772</b>
Roba	-1.482	-1.823
Izvoz robe, f.o.b. <sup>2)</sup>	1.383	1.666
Uvoz robe, f.o.b.	-2.865	-3.489
Izvoz/Uvoz (%)	48	48
Usluge	-35	51
Prihodi	517	682
Rashodi	-551	-632
Bilans robe i usluga	-1.516	-1.772
Izvoz robe i usluga	1.900	2.349
Uvoz robe i usluga	-3.417	-4.121
Dohodak, neto	-55	-86
od čega kamate	-69	-96
Tekući transferi uključujući donacije	661	694
Doznake neto	502	509
Registrovane	136	130
Neregistrovane	366	378
Donacije	23	37
Ostali transferi	135	148
<b>GREŠKE I PROPUSTI</b>	<b>-188</b>	<b>-54</b>
<b>FINANSIJSKE I KAPITALNE TRANSAKCIJE<sup>3)</sup></b>	<b>1.099</b>	<b>1.218</b>
Kapitalne transakcije	-322	5
Finansijske transakcije	1.421	1.213
Strane direktne investicije (SDI)	666	729
Ostale investicije	526	513
Srednjeročni i dugoročni krediti, neto	548	440
Država	50	1
Banke	43	-34
Ostalo	455	474
Kratkoročni krediti, neto	-199	-237
Kratkoročno zaduzivanje banaka, neto	-220	-353
Prevremena otplata duga i kamata države	-143	0
Ostala aktiva i pasiva	222	17
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: +)	98	293
<b>DEVIZNE REZERVE NBS, neto (+, korišćenje)</b>	<b>229</b>	<b>-29</b>
<b>PRO MEMORIA</b>		
Sopstvene rezerve NBS <sup>4)</sup> (povećanje: -)	314	-188
	<b>U % BDP-a</b>	
Izvoz robe i usluga	29,5	31,0
Uvoz robe i usluga	-53,0	-54,4
Bilans robne razmene	-23,0	-24,1
Bilans tekućih transakcija	-14,1	-15,4
BDP u milionima evra <sup>5)</sup>	6.449	7.573

Izvor: NBS i RZS.

1) Prema novoj metodologiji NBS koja je prilagođena IMF BOPM-5. Originalni podaci u US dolarima konvertovani su u evre na mesečnom nivou po mesečnom proseku zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS.

2) Izvoz f.o.b, metodologija NBS.

3) Prema novoj metodologiji NBS, devizne rezerve NBS su u ključene u kapitalno - finansijski bilans.

4) Bruto rezerve NBS, bez depozita banaka i države.

5) Konverzija kvartalnog BDP-a u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Tabela P-10. Srbija: konsolidovani bilans sektora države<sup>1)</sup>, 2004–2008

	2004	2005	2006	2007				2008	2004	2005	2006	2007	
	ukupno	ukupno	ukupno	ukupno	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1				
	u milijardama dinara								% u BDP-a				
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>589,4</b>	<b>721,7</b>	<b>865,8</b>	<b>1.007,8</b>	<b>226,4</b>	<b>240,0</b>	<b>251,3</b>	<b>290,1</b>	<b>268,3</b>	<b>41,2</b>	<b>41,2</b>	<b>42,4</b>	<b>42,1</b>
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR <sup>2)</sup>	580,6	699,1	855,6	1002,2	224,9	237,2	250,3	289,9	268,3	40,6	39,9	41,9	41,9
1. Tekući prihodi	583,4	713,7	855,5	996,0	223,1	237,4	248,9	286,7	265,5	40,8	40,8	41,9	41,6
Poreski prihodi	540,8	637,9	756,0	870,3	195,7	209,9	216,5	248,2	234,6	37,8	36,5	37,0	36,4
Porez na dohodak	76,9	94,3	118,6	115,8	24,9	28,2	29,1	33,6	29,7	5,4	5,4	5,8	4,8
Porez na dobit	6,9	10,3	18,3	29,7	11,7	5,6	4,6	7,8	15,0	0,5	0,6	0,9	1,2
Porez na promet / PDV	159,1	215,9	225,1	265,5	60,5	65,0	66,9	73,1	73,2	11,1	12,3	11,0	11,1
od čega: neto prihod porez na promet/PDV <sup>2)</sup>	159,1	198,8	224,5	260,3	59,1	62,3	65,8	73,1	73,2	11,1	11,4	11,0	10,9
Akcije	69,1	71,3	86,9	98,6	20,1	24,1	26,0	28,4	23,7	4,8	4,1	4,3	4,1
Carine	34,3	39,0	45,4	57,4	12,0	13,9	14,6	16,9	14,8	2,4	2,2	2,2	2,4
Doprinosi	159,0	183,0	231,4	270,6	58,6	64,8	67,6	79,6	69,7	11,1	10,5	11,3	11,3
od čega: doprinosi bez kompenzacije sa FZR <sup>3)</sup>	150,2	177,5	221,9	270,1	58,5	64,7	67,6	79,2	69,7	10,5	10,1	10,9	11,3
Ostali poreski prihodi	35,5	24,2	30,3	32,8	7,9	8,4	7,7	8,8	8,5	2,5	1,4	1,5	1,4
Neporeski prihodi	42,6	75,8	99,6	125,7	27,4	27,4	32,4	38,5	31,0	3,0	4,3	4,9	5,3
2. Kapitalni prihodi	6,1	7,9	10,3	11,7	3,2	2,6	2,4	3,4	2,8	0,4	0,5	0,5	0,5
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>-572,0</b>	<b>-695,1</b>	<b>-871,4</b>	<b>-1024,3</b>	<b>-214,9</b>	<b>-220,8</b>	<b>-254,5</b>	<b>-334,1</b>	<b>-252,3</b>	<b>-40,0</b>	<b>-39,7</b>	<b>-42,7</b>	<b>-42,8</b>
1. Tekući rashodi	-535,0	-579,2	-790,0	-907,9	-194,8	-203,8	-230,2	-279,0	-238,5	-37,4	-33,1	-38,7	-37,9
Rashodi za zaposlene	-138,0	-170,0	-204,4	-238,3	-53,3	-57,7	-59,6	-67,6	-64,1	-9,6	-9,7	-10,0	-10,0
od čega: socijalna davanja zaposlenima (bolovanje i otpremnine) <sup>4)</sup>	-0,3	-1,3	-3,2	-2,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,9	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
od čega: otpremnine RZZO <sup>5)</sup>	0,0	-2,2	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Kupovina roba i usluga	-78,3	-107,2	-135,9	-168,2	-30,3	-36,2	-41,0	-60,7	-38,1	-5,5	-6,1	-6,7	-7,0
Otplata kamata	-24,6	-17,7	-30,2	-17,9	-6,2	-3,4	-4,7	-3,5	-6,0	-1,7	-1,0	-1,5	-0,7
Subvencije	-63,8	-54,9	-55,6	-63,7	-9,4	-10,5	-17,9	-25,9	-13,4	-4,5	-3,1	-2,7	-2,7
Socijalni transferi	-217,0	-281,7	-343,4	-395,9	-91,1	-91,8	-101,8	-111,3	-112,7	-15,2	-16,1	-16,8	-16,5
od čega: penzije <sup>6)</sup>	-151,1	-186,1	-227,7	-259,9	-62,0	-63,3	-64,9	-69,7	-74,8	-10,6	-10,6	-11,2	-10,9
Ostali tekući rashodi	-13,3	-17,8	-20,5	-23,9	-4,6	-4,1	-5,2	-10,0	-4,2	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
2. Kapitalni rashodi <sup>7)</sup>	-37,0	-45,9	-81,3	-116,4	-20,0	-17,0	-24,4	-55,1	-13,8	-2,6	-2,6	-4,0	-4,9
<b>III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>-6,3</b>	<b>-15,1</b>	<b>-30,9</b>	<b>-26,5</b>	<b>-9,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>-10,2</b>	<b>-12,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>
1. Penzije <sup>8)</sup>	-4,5	-9,8	-20,3	-13,4	-8,9	0,0	0,0	-4,4	-5,0	-0,3	-0,6	-1,0	-0,6
2. Budžetski krediti, neto <sup>9)</sup>	-1,8	-5,3	-10,7	-13,1	-0,8	-1,0	-5,5	-5,8	-7,6	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5
<b>IV KONSOLIDOVANI BILANS (I+II+III)</b>	<b>17,5</b>	<b>11,5</b>	<b>-36,5</b>	<b>-43,0</b>	<b>1,7</b>	<b>18,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>-54,2</b>	<b>3,4</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,8</b>
Republički budžet	-0,8	4,7	-36,9	-38,8	-8,0	14,5	-9,5	-35,8	1,1	-0,1	0,3	-1,8	-1,6
PIO zaposlenih	-0,8	1,7	1,3	2,1	-2,2	-1,6	0,1	5,9	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
PIO samostalaca	2,7	2,5	5,2	5,4	1,3	1,0	1,4	1,7	-5,3	0,2	0,1	0,3	0,2
PIO zemljoradnika	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fond zdravstva	1,4	1,2	3,1	0,4	3,5	0,8	1,5	-5,4	3,8	0,1	0,1	0,2	0,0
Nacionalna služba za zapošljavanje	0,8	0,4	0,2	-0,8	-0,6	0,1	0,0	-0,3	-2,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Vojvodina	-0,6	-2,0	-2,7	-1,4	0,4	-0,3	-0,7	-0,8	2,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Lokal	..	3,3	0,5	-8,6	7,4	2,8	-2,5	-16,3	7,4	...	0,2	0,0	-0,4
JP Putevi Srbije	..	..	-4,4	-1,4	0,0	0,6	0,1	-2,0	-0,3	...	...	-0,2	-0,1
<b>V FINANSIRANJE (definicija FREN)</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>100,0</b>	<b>13,5</b>	<b>20,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>-6,8</b>	<b>5,2</b>	<b>21,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>4,9</b>	<b>0,6</b>
Donacije <sup>13)</sup>	0,9	0,2	0,7	0,6	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Prihodi od privatizacije <sup>14)</sup>	14,2	21,7	106,1	40,6	26,6	8,6	3,3	2,2	14,0	1,0	1,2	5,2	1,7
Domaće finansiranje <sup>15)</sup>	5,9	5,0	21,0	6,7	0,5	0,5	0,0	5,6	1,0	0,4	0,3	1,0	0,3
Inostrano finansiranje <sup>16)</sup>	7,4	6,7	2,0	-1,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,5	0,4	0,1	0,0
Izdaci za otplatu glavnice domaćim i stranim kreditorima <sup>17)</sup>	-23,6	-27,7	-29,9	-33,2	-6,4	-14,1	-10,0	-2,7	6,2	-1,6	-1,6	-1,5	-1,4
<b>VI PROMENA STANJA NA RAČUNU (Iv+III.1.+V)</b>	<b>22,3</b>	<b>17,4</b>	<b>63,5</b>	<b>-29,5</b>	<b>22,1</b>	<b>13,0</b>	<b>-15,6</b>	<b>-49,0</b>	<b>24,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>-1,2</b>

Izvor: Bilten javnih finansija (BJF), IMF Country Report No. 06/58, FREN procene, Memorandum o bužetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine i za 2007 sa projekcijama do 2009.

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

2) Prihod od PDV umanjeno za stavku "Potraživanja privrede po osnovu PDV" prikazano u Pro Memoriji. (Videti fus notu 16).

3) Prihod od doprinosa umanjeno za stavku "Kompenzacija FZR" u Pro Memoriji.

4) Konto 414 - Socijalna davanja zaposlenima – koji obuhvata bolovanja, rashode za obrazovanje zaposlenih, i otpremnine. Ova stavka se odnosi samo na budžet Republike.

5) FREN procena na osnovu saopštenja u medijima i na sajtu Ministarstva finansija, a što se poklapa sa stavkom primanja iz zaduživanja (konto 91) RZZO iz BJJ.

6) Izdaci koji se odnose na tekuće penzije – korigovani za otplatu "velikog duga" i za otplatu duga po osnovu docnji započetog decembra 2005. (Videti stavku III.2 i fusnotu 8).

7) Izdaci za kapitalne rashode u 2003. i 2004. preuzeti su iz Memoranduma o budžetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine,

a za 2006. iz BJF. Kapitalni rashodi ne sadrže projekte finansirane iz inostranih izvora (sem u 2004, Videti fus notu 16).

8) U decembru 2002. godine započeta je otplata tzv. "velikog" ili "starog duga" penzionerima koji je nastao nastao u periodu april 1994. - jun 1995. kada je isplaćivano 83,3% penzije. Oplata je predviđjena u 43 rate (polovina 2006.). Pored ovog duga, iz 90-tih godina nasleđen je pomak u isplati penzija, koji je eliminisan krajem prošle godine. Dug po osnovu pomaka (od 1,5 penzije) počeo je da se otplaćuje u decembru 2005.

9) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJF, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i sl. Veliki iznos u 2003. verovatno se objašnjava avansnim finansiranjem trošenja države za period privremenog budžeta u prvim mesecima 2004.

10) Konsolidovani suficit/deficit (cash surplus/deficit po GFS 2001) predstavlja razliku između tekućih prihoda i primanja od prodaje nefinansijske imovine (tj. kapitalnih prihoda) i tekućih rashoda i izdataka za nabavku nefinansijske imovine (tj. kapitalnih rashoda). Videti metodološku diskusiju u Okviru 1 u *Kvartalnom monitoru* br.3 za detalje. Nekonsolidovani tj. zbir rezultata po nivoima vlasti i konsolidovani rezultat po definiciji treba da se slože, ali razlika postoji zbog određene nekonzistentnosti fiskalnih podataka.

11) Ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS). Ovde se isključivo misli na kreditiranje u cilju realizacije državnih politika.

12) Analitički bilans prema FREN definiciji na rashodnoj strani uključuje i otplate starih (domaćih) dugova, konkretno otplatu stare devizne štednje, zajma za preporod Srbije, duga penzionerima, itd. Ovako definisan rezultat meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu.

13) Podatak iz IMF CR 06/58. Nema podataka o donacijama u BJF.

14) Prihodi od privatizacije Republike uvećani za 10% zbog pripadajućeg priliva u Penzijski fond i Fond za restituciju. Ne znamo zašto su u četvrtom kvartalu 2005. privatizacioni prihodi u BJF negativni.

15) Finansiranje izdavanjem obveznica Republike Srbije. Postoji mogućnost i da se uključuju novi krediti domaćih banaka državi, u kom slučaju bi to trebalo isključiti iz stavke: "Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu na osnovu evidencije stanja u poslovnim bankama (podaci NBS)" u Pro Memoriji.

16) Inostrano finansiranje u republičkom budžetu uvećano je za 30% (procena lokalnog finansiranja).

17) Izdaci za otplatu glavnice duga iz BJF koji nisu uključeni u odeljak III.

Tabela P-11. Srbija: monetarni pregled, 2005–2008

	2005		2006			2007			2008	
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
<b>u milionima dinara, na kraju perioda <sup>1)</sup></b>										
<b>Neto strana aktiva (NSA)</b>	<b>218.886</b>	<b>200.462</b>	<b>229.984</b>	<b>360.685</b>	<b>407.565</b>	<b>441.048</b>	<b>484.388</b>	<b>500.302</b>	<b>563.524</b>	<b>596.215</b>
Neto strana aktiva (NSA) (u evrima)	2.560	2.307	2.674	4.399	5.159	5.407	6.130	6.344	7.112	7.243
Rezerve	491.883	517.118	600.522	710.311	770.999	775.921	786.952	806.345	876.769	876.397
Rezerve (u evrima)	5.753	5.951	6.983	8.662	9.759	9.512	9.958	10.225	11.065	10.647
NBS	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668	751.920	765.615	788.296
NBS (u evrima)	4.969	5.357	6.390	7.914	9.052	8.819	9.246	9.535	9.662	9.577
Poslovne banke	67.039	51.621	50.993	61.365	55.885	56.540	56.284	54.425	111.154	88.101
Poslovne banke (u evrima)	784	594	593	748	707	693	712	690	1.403	1.070
Obaveze (-)	-272.997	-316.656	-370.538	-349.626	-363.434	-334.873	-302.564	-306.043	-313.245	-280.182
Obaveze (-) (u evrima)	-3.193	-3.644	-4.309	-4.264	-4.600	-4.105	-3.829	-3.881	-3.953	-3.404
NBS	-81.873	-87.575	-68.368	-48.845	-55.692	-16.275	-15.716	-15.183	-13.586	-15.317
NBS (u evrima)	-958	-1.008	-795	-596	-705	-200	-199	-193	-171	-186
Poslovne banke	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860	-299.659	-264.865
Poslovne banke (u evrima)	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688	-3.782	-3.218
<b>Neto domaća aktiva (NDA)</b>	<b>239.985</b>	<b>272.642</b>	<b>285.856</b>	<b>207.195</b>	<b>231.055</b>	<b>234.991</b>	<b>224.279</b>	<b>291.193</b>	<b>340.174</b>	<b>357.307</b>
Domaći krediti	490.467	516.435	557.316	490.539	509.110	537.098	583.321	642.488	730.222	787.954
Krediti državi, neto <sup>2)</sup>	-27.831	-31.129	-33.954	-124.159	-100.061	-128.909	-149.081	-144.385	-112.290	-120.644
Krediti	40.106	40.311	37.919	31.415	34.896	29.559	25.652	24.605	19.203	21.147
Dinarski krediti	21.272	18.381	16.408	15.322	18.271	16.193	16.102	16.073	10.936	12.306
NBS	16.330	14.735	14.474	14.472	16.450	15.740	15.715	15.715	10.811	11.078
Poslovne banke	4.942	3.646	1.934	850	1.821	453	387	358	125	1.228
Devizni krediti	18.834	21.930	21.511	16.093	16.625	13.366	9.550	8.532	8.267	8.841
Devizni (u evrima)	220	252	250	196	210	164	121	108	104	107
NBS	181	184	182	0	0	0	0	0	0	0
NBS (u evrima)	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0
Poslovne banke	18.653	21.746	21.329	16.093	16.625	13.366	9.550	8.532	8.267	8.841
Poslovne banke (u evrima)	218	250	248	196	210	164	121	108	104	107
Depoziti (-)	-67.937	-71.440	-71.873	-155.574	-134.957	-158.468	-174.733	-168.990	-131.493	-141.791
Dinarski depoziti	-43.604	-43.860	-55.057	-50.760	-27.047	-51.975	-78.392	-72.442	-45.187	-65.432
NBS	-40.718	-39.439	-49.801	-45.785	-19.678	-43.849	-62.941	-52.730	-29.269	-49.326
Poslovne banke	-2.886	-4.421	-5.256	-4.975	-7.369	-8.126	-15.451	-19.712	-15.918	-16.106
Devizni depoziti	-24.333	-27.580	-16.816	-104.814	-107.910	-106.493	-96.341	-96.548	-86.306	-76.359
Devizni (u evrima)	-285	-317	-196	-1.278	-1.366	-1.305	-1.219	-1.224	-1.089	-928
NBS	-18.806	-21.464	-10.586	-99.498	-103.443	-101.705	-91.685	-92.463	-81.966	-71.923
NBS (u evrima)	-220	-247	-123	-1.213	-1.309	-1.247	-1.160	-1.172	-1.034	-874
Poslovne banke	-5.527	-6.116	-6.230	-5.316	-4.467	-4.788	-4.656	-4.085	-4.340	-4.436
Poslovne banke (u evrima)	-65	-70	-72	-65	-57	-59	-59	-52	-55	-54
Krediti nedržavnom sektoru	518.298	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402	786.873	842.512	908.598
Domaćinstva	132.146	150.290	172.185	190.378	203.631	230.775	254.803	286.000	306.240	333.557
Privreda	386.152	397.274	419.085	424.320	405.540	435.232	477.599	500.873	536.272	575.041
Ostala aktiva, neto <sup>3)</sup>	-250.482	-243.793	-271.460	-283.344	-278.055	-302.107	-359.042	-351.295	-390.048	-430.647
od čega: kapital i rezerve (-)	-181.772	-187.095	-216.178	-220.712	-242.254	-256.429	-289.801	-316.438	-356.592	-388.618
NBS	-41.450	-42.531	-42.364	-27.662	-7.454	-15.993	-9.923	-6.189	-6.881	-13.470
Poslovne banke	-140.322	-144.564	-173.814	-193.050	-234.800	-240.436	-279.878	-310.249	-349.711	-375.148
<b>Novčana masa: M2<sup>4)</sup></b>	<b>458.870</b>	<b>473.103</b>	<b>515.840</b>	<b>567.881</b>	<b>638.620</b>	<b>676.039</b>	<b>708.667</b>	<b>791.495</b>	<b>903.698</b>	<b>953.522</b>
Novčana masa: dinarski M2 <sup>5)</sup>	192.180	189.911	208.606	232.506	283.116	282.299	288.329	326.341	390.307	367.648
Novčana masa: M1	144.949	137.800	148.694	158.452	200.090	193.187	205.564	218.393	248.839	227.209
Gotov novac u opticaju	53.650	45.825	48.926	52.110	68.461	58.669	65.066	65.373	76.949	70.336
Depoziti po viđenju (privreda i domaćinstva)	91.299	91.975	99.768	106.342	131.629	134.518	140.498	153.020	171.890	156.873
Oročeni dinarski depoziti (privreda i domaćinstva)	47.231	52.111	59.912	74.054	83.026	89.112	82.765	107.948	141.468	140.439
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	266.690	283.192	307.234	335.375	355.504	393.740	420.338	465.154	513.391	585.874
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) (u evrima)	3.119	3.259	3.572	4.090	4.500	4.827	5.319	5.898	6.479	7.117
od čega: domaćinstva <sup>6)</sup>	190.136	207.609	222.105	243.328	260.661	293.195	307.783	336.109	381.687	410.836
od čega: domaćinstva (u evrima) <sup>6)</sup>	2.224	2.389	2.583	2.967	3.300	3.594	3.895	4.262	4.817	4.991

Izvor: NBS - Statistički bilten.

- 1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.
- 2) Država ne uključuje lokalnu samoupravu koja je tretirana kao nedržavni sektor.
- 3) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - kapital i rezerve, ostalu pasivu i saldo međubankarskih odnosa.
- 4) 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.
- 5) 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.
- 6) Devizna štednja stanovništva.

Tabela P-12. Srbija: bilans poslovnih banaka, 2005–2008

	2005		2006				2007				2008	
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.		
<b>u milionima dinara, na kraju perioda <sup>1)</sup></b>												
<b>Neto devizne rezerve</b>	<b>-124.085</b>	<b>-177.460</b>	<b>-251.177</b>	<b>-239.416</b>	<b>-251.857</b>	<b>-262.058</b>	<b>-230.564</b>	<b>-236.435</b>	<b>-188.505</b>	<b>-176.764</b>		
Neto devizne rezerve (u evrima)	-1.451	-2.042	-2.921	-2.920	-3.188	-3.213	-2.918	-2.998	-2.379	-2.147		
Bruto devizne rezerve	67.039	51.621	50.993	61.365	55.885	56.540	56.284	54.425	111.154	88.101		
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>784</i>	<i>594</i>	<i>593</i>	<i>748</i>	<i>707</i>	<i>693</i>	<i>712</i>	<i>690</i>	<i>1.403</i>	<i>1.070</i>		
Bruto devizne obaveze (-)	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860	-299.659	-264.865		
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima) (-)</i>	<i>-2.235</i>	<i>-2.636</i>	<i>-3.514</i>	<i>-3.668</i>	<i>-3.895</i>	<i>-3.906</i>	<i>-3.630</i>	<i>-3.688</i>	<i>-3.782</i>	<i>-3.218</i>		
<b>Neto domaća aktiva (NDA)</b>	<b>124.085</b>	<b>177.460</b>	<b>251.177</b>	<b>239.416</b>	<b>251.857</b>	<b>262.058</b>	<b>230.565</b>	<b>236.435</b>	<b>188.505</b>	<b>176.764</b>		
Domaći krediti	331.378	375.536	481.132	483.067	509.090	534.592	569.540	573.534	566.860	598.261		
Kreditni državi, neto <sup>2)</sup>	5.838	4.295	-3.369	-8.219	-2.492	-9.261	-18.611	-23.546	-15.933	-18.523		
Kreditni	25.803	27.837	26.044	20.745	23.479	19.134	15.314	15.097	15.400	17.424		
Dinarski krediti	7.145	6.086	4.710	4.652	6.854	5.768	5.764	6.565	7.133	8.583		
Devizni krediti	18.658	21.751	21.334	16.093	16.625	13.366	9.550	8.532	8.267	8.841		
<i>Devizni krediti (u evrima)</i>	<i>218</i>	<i>250</i>	<i>248</i>	<i>196</i>	<i>210</i>	<i>164</i>	<i>121</i>	<i>108</i>	<i>104</i>	<i>107</i>		
Depoziti (-)	-19.965	-23.542	-29.413	-28.964	-25.971	-28.395	-33.925	-38.643	-31.333	-35.947		
Dinarski depoziti	-14.399	-17.382	-23.171	-23.630	-21.496	-23.592	-29.212	-34.522	-26.956	-31.466		
Devizni depoziti	-5.566	-6.160	-6.242	-5.334	-4.475	-4.803	-4.713	-4.121	-4.377	-4.481		
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-65</i>	<i>-71</i>	<i>-73</i>	<i>-65</i>	<i>-57</i>	<i>-59</i>	<i>-60</i>	<i>-52</i>	<i>-55</i>	<i>-54</i>		
Neto potraživanja od NBS	204.896	235.986	340.148	382.531	467.869	483.231	482.321	521.562	567.401	560.666		
Potraživanja	205.631	236.443	341.952	382.974	468.312	483.620	482.561	522.696	569.468	562.160		
Gotovina	7.053	6.793	6.799	8.654	10.206	9.889	10.958	10.812	15.665	16.108		
Obavezne rezerve	26.046	26.387	33.352	33.602	34.290	25.931	29.196	31.838	30.393	41.789		
Slobodne rezerve	2.621	-2.109	-2.473	-3.440	-1.524	49	-5.973	-9.617	-8.841	-9.165		
Depoziti	153.016	174.078	247.994	263.765	273.808	280.284	298.088	303.240	313.546	285.163		
od čega: dinarski depoziti	5.274	948	2.564	7.535	20.189	6.651	22.804	20.741	43.226	4.871		
NBS blagajnički zapisi/repo operacije	16.895	31.294	56.280	80.393	151.532	167.467	150.292	186.423	218.705	228.265		
Obaveze	-735	-457	-1.804	-443	-443	-389	-240	-1.134	-2.067	-1.494		
Kreditni ostalom delu privrede, neto	120.644	135.255	144.353	108.755	43.713	60.622	105.830	75.518	15.392	56.118		
Kreditni	507.171	536.214	579.880	593.628	589.303	645.429	711.313	764.589	820.404	894.338		
Domaćinstva	131.860	150.007	171.904	190.098	203.318	230.357	254.319	285.502	305.736	333.045		
Dugoročni krediti	107.724	121.378	138.539	151.998	163.638	187.445	206.568	234.021	248.453	275.820		
Kratkoročni krediti	24.136	28.629	33.365	38.100	39.680	42.912	47.751	51.481	57.283	57.225		
Privreda	375.311	386.207	407.976	403.530	385.985	415.072	456.994	479.087	514.668	561.293		
Dugoročni krediti	165.442	168.212	178.091	183.205	179.842	195.326	204.816	224.636	237.551	252.188		
Kratkoročni krediti	209.869	217.995	229.885	220.325	206.143	219.746	252.178	254.451	277.117	309.105		
Depoziti (-)	-386.527	-400.959	-435.527	-484.873	-545.590	-584.807	-605.483	-689.071	-805.012	-838.220		
Dinarski depoziti	-121.022	-119.059	-130.309	-150.239	-191.040	-191.962	-186.591	-224.799	-292.376	-263.676		
Domaćinstva	-16.542	-17.688	-21.273	-20.972	-26.729	-29.482	-31.264	-34.490	-37.558	-38.976		
Privreda	-104.480	-101.371	-109.036	-129.267	-164.311	-162.480	-155.327	-190.309	-254.818	-224.700		
Devizni depoziti	-265.505	-281.900	-305.218	-334.634	-354.550	-392.845	-418.892	-464.272	-512.636	-574.544		
Domaćinstva <sup>3)</sup>	-190.136	-207.609	-222.105	-243.328	-260.661	-293.195	-307.783	-336.109	-381.687	-410.836		
<i>Domaćinstva (u evrima)</i>	<i>-2.224</i>	<i>-2.389</i>	<i>-2.583</i>	<i>-2.967</i>	<i>-3.300</i>	<i>-3.594</i>	<i>-3.895</i>	<i>-4.262</i>	<i>-4.817</i>	<i>-4.991</i>		
Privreda	-75.369	-74.291	-83.113	-91.306	-93.889	-99.650	-111.109	-128.163	-130.949	-163.708		
<i>Privreda (u evrima)</i>	<i>-882</i>	<i>-855</i>	<i>-966</i>	<i>-1.113</i>	<i>-1.188</i>	<i>-1.222</i>	<i>-1.406</i>	<i>-1.625</i>	<i>-1.653</i>	<i>-1.989</i>		
<b>Ostala aktiva, neto<sup>4)</sup></b>	<b>-207.293</b>	<b>-198.076</b>	<b>-229.955</b>	<b>-243.651</b>	<b>-257.233</b>	<b>-272.534</b>	<b>-338.975</b>	<b>-337.099</b>	<b>-378.355</b>	<b>-421.497</b>		
od čega: kapital i rezerve	-140.322	-144.564	-173.814	-193.050	-234.800	-240.436	-279.878	-310.249	-349.711	-375.148		

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

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-13. Srbija: bilans Narodne banke Srbije, 2005–2008

	2005		2006				2007				2008	
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.		
<b>u milionima dinara, na kraju perioda <sup>1)</sup></b>												
<b>Neto devizne rezerve</b>	<b>194.094</b>	<b>204.236</b>	<b>235.394</b>	<b>344.129</b>	<b>406.226</b>	<b>429.702</b>	<b>440.156</b>	<b>454.324</b>	<b>482.161</b>	<b>492.431</b>		
Neto devizne rezerve (u evrima)	2.270	2.350	2.737	4.197	5.142	5.268	5.570	5.761	6.085	5.982		
Bruto devizne rezerve	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668	751.920	765.615	788.296		
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>4.969</i>	<i>5.357</i>	<i>6.390</i>	<i>7.914</i>	<i>9.052</i>	<i>8.819</i>	<i>9.246</i>	<i>9.535</i>	<i>9.662</i>	<i>9.577</i>		
Bruto devizne obaveze	-230.750	-261.261	-314.135	-304.817	-308.888	-289.679	-290.512	-297.596	-283.454	-295.865		
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima)</i>	<i>-2.699</i>	<i>-3.006</i>	<i>-3.653</i>	<i>-3.717</i>	<i>-3.910</i>	<i>-3.551</i>	<i>-3.676</i>	<i>-3.774</i>	<i>-3.577</i>	<i>-3.594</i>		
od čega: devizne obaveze poslovnih banaka	-147.467	-173.371	-245.784	-256.325	-253.563	-273.927	-274.871	-282.625	-270.152	-280.814		
<i>od čega: devizne obaveze poslovnih banaka (u evrima)</i>	<i>-1.725</i>	<i>-1.995</i>	<i>-2.858</i>	<i>-3.126</i>	<i>-3.210</i>	<i>-3.358</i>	<i>-3.478</i>	<i>-3.584</i>	<i>-3.409</i>	<i>-3.411</i>		
<b>Neto domaća aktiva</b>	<b>-99.741</b>	<b>-126.011</b>	<b>-146.374</b>	<b>-245.869</b>	<b>-272.302</b>	<b>-326.990</b>	<b>-318.030</b>	<b>-332.233</b>	<b>-323.041</b>	<b>-368.368</b>		
Domaći krediti	-64.206	-87.578	-110.436	-220.997	-264.055	-310.446	-311.683	-333.182	-325.783	-354.020		
Kreditni državi, neto <sup>2)</sup>	-48.936	-57.975	-56.993	-142.239	-116.094	-146.005	-161.819	-150.834	-110.363	-128.439		
Kreditni	16.511	14.919	14.656	14.472	16.450	15.740	15.715	15.715	10.811	11.078		
od čega: dinarski krediti	16.330	14.735	14.474	14.472	16.450	15.740	15.715	15.715	10.811	11.078		
Depoziti (-)	-65.447	-72.894	-71.649	-156.711	-132.544	-161.745	-177.534	-166.549	-121.174	-139.517		
Dinarski depoziti	-46.641	-51.430	-61.063	-57.213	-29.101	-60.040	-85.849	-74.086	-39.208	-67.594		
od čega: lokalna samouprava	-5.923	-11.991	-11.262	-11.428	-9.423	-16.191	-22.908	-21.356	-9.939	-18.268		
Devizni depoziti	-18.806	-21.464	-10.586	-99.498	-103.443	-101.705	-91.685	-92.463	-81.966	-71.923		
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-220</i>	<i>-247</i>	<i>-123</i>	<i>-1.213</i>	<i>-1.309</i>	<i>-1.247</i>	<i>-1.160</i>	<i>-1.172</i>	<i>-1.034</i>	<i>-874</i>		
Neto potraživanja od banaka	-15.875	-30.218	-53.912	-79.337	-149.252	-165.948	-151.528	-184.184	-217.095	-227.308		
Potraživanja	954	869	2.069	827	488	467	306	517	595	1.625		
od čega: ostali dinarski krediti	946	493	1.710	489	481	453	292	511	589	1.625		
od čega: devizni krediti	8	376	359	338	7	14	14	6	6	0		
<i>od čega: devizni krediti (u evrima)</i>	<i>0</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>		
Obaveze (blagajnički zapisi NBS i repo)	-16.829	-31.087	-55.981	-80.164	-149.740	-166.415	-151.834	-184.701	-217.690	-228.933		
Kreditni ostalom delu privrede, neto	605	615	469	579	1.291	1.507	1.664	1.836	1.675	1.727		
Potraživanja	670	674	653	639	1.353	1.509	1.666	1.838	1.680	1.735		
Dinarski i devizni krediti	670	674	653	639	1.353	1.509	1.666	1.838	1.680	1.735		
Obaveze (-)	-65	-59	-184	-60	-62	-2	-2	-2	-5	-8		
Dinarski depoziti	-65	-59	-184	-60	-62	-2	-2	-2	-5	-8		
Ostala aktiva, neto <sup>3)</sup>	-35.535	-38.433	-35.938	-24.872	-8.247	-16.544	-6.347	949	2.742	-14.348		
<b>Primarni novac (H)</b>	<b>94.353</b>	<b>78.226</b>	<b>89.019</b>	<b>98.263</b>	<b>133.924</b>	<b>102.712</b>	<b>122.126</b>	<b>122.091</b>	<b>159.120</b>	<b>124.063</b>		
Gotovina u opticaju	53.650	45.825	48.926	52.110	68.461	58.669	65.066	65.373	76.949	70.336		
Rezerve poslovnih banaka	40.703	32.401	40.093	46.153	65.463	44.043	57.060	56.718	82.171	53.727		
Obavezne rezerve	26.046	26.387	33.352	33.602	34.290	25.931	29.196	31.838	30.393	41.789		
Slobodne rezerve	14.657	6.014	6.741	12.551	31.173	18.112	27.864	24.880	51.778	11.938		
Depoziti po vidjenju	7.604	-779	-58	3.897	20.967	8.223	16.907	14.069	36.113	-4.170		
Ziro računi i gotovina	7.053	6.793	6.799	8.654	10.206	9.889	10.957	10.811	15.665	16.108		

Izvor: NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Krediti državi, neto obuhvataju sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

3) 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.



CIP - Katalogizacija u publikaciji  
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

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

Tromesečno. - Ima izdanje na drugom jeziku: Quarterly monitor of  
economic trends and policies in Serbia = ISSN 1452-2810  
ISSN 1452-2624 = Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u  
Srbiji COBISS.SR-ID 126547212