

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 14 • jul–septembar 2008

Beograd, decembar 2008

IZDAVAČ

Fond za razvoj ekonomske nauke (FREN)
Kamenička 6, Beograd
Tel/Fax: 011 3021 069
E-mail: fren@fren.org.yu
<http://www.fren.org.yu>

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET

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

REDAKCIJA

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

SARADNICI U OVOM BROJU

Mirjana Gligorić
Ivan Kalafatić
Srđan Kokotović
Aleksa Nenadović
Ivan Rajić

LEKTURA

Anka Jakšić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA

Alta Nova

TIRAŽ

500 primeraka

© 2008 Kori Udovički

Štampanje ove publikacije omogućio je američki narod putem Američke agencije za međunarodni razvoj (USAID). FREN je u potpunosti odgovoran za sadržaj ove publikacije, koji ne mora nužno odražavati stavove USAID-a ili Vlade SAD.

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

Sadržaj

Uvodnik	5
----------------------	---

TRENDOVI

Pregled	7
----------------------	---

Izabrani pokazatelji – tabela	9
-------------------------------------	---

Cene i devizni kurs	10
----------------------------------	----

Visoka inflacija od 10 %, ali se usporava; vrednost dinara značajno pala – približava se održivom nivou?

Zaposlenost i zarade	15
-----------------------------------	----

Pozitivni pomaci u zaposlenosti; plate umereno rastu.

Privredna aktivnost	20
----------------------------------	----

Visok rast privrede u 2008. od oko 7%, predstoji značajno kočenje u 2009.

Platni bilans i spoljna trgovina	25
-----------------------------------------------	----

Veliki spoljnoekonomski deficit – deficit tekućeg računa 18% BDP u 2008. - glavni rizik za 2009.

Fiskalni tokovi i politika	32
-----------------------------------------	----

Zaokret ka povećanoj restriktivnosti - sporazum sa MMF-om.

Monetarni tokovi i politika	38
------------------------------------------	----

Kreditni privredi u ekspanziji, zaustavlja se rast kredita domaćinstvima; finansijska kriza smanjuje obim i poskupljuje kredite iz inostranstva.

Finansijska tržišta	47
----------------------------------	----

Indeksi Beogradske berze zabeležili značajan pad.

Međunarodno okruženje	52
------------------------------------	----

Kulminacija finansijske krize - globalno usporavanje privrednog rasta.

POD LUPOM

Pod lupom 1:

Šta pokreće inflaciju u ekonomijama u tranziciji?	60
----------------------------------------------------------------	----

Pavle Petrović, Aleksandra Nejković

Inflacione epizode u devedesetim i dvehiljaditim. Pokretači inflacije su: opšti izbori, fiskalni deficit, rast proizvodnje iznad mogućnosti, cena nafte i hrane i rigidni devizni kurs. Tranzicione zemlje sazrevaju: u devedesetim glavni pokretači su labava fiskalna i monetarna politika, a u dvehiljaditim troškovni udari cena nafte i hrane.

Pod lupom 2:

Razlike između muškaraca i žena u penzijskom sistemu Srbije	70
--------------------------------------------------------------------------	----

Nenad Rakić, Rosa Chiappe

Zakonski propisi favorizuju žene u penzijskom sistemu ali su i pored toga njihove penzije niže za skoro 20% od penzija muškaraca. Za razliku od najvećeg broja evropskih zemalja, demografski indikatori i statistički podaci pokazuju da žene u Srbiji ne žive mnogo duže od muškaraca i koriste penziju kraće nego što se to obično misli.

OSVRTI: Svetska finansijska kriza i Srbija

<i>Osvrt 1: Srbija: zastoj u kapitalnim prilivima i srednjoročne posledice krize</i>	81
--------------------------------------------------------------------------------------------	----

<i>Osvrt 2: Kolika će biti inflacija u 2009?</i>	85
--------------------------------------------------------	----

<i>Osvrt 3: Finansijska kriza: da li nam pretila recesija?</i> .	87
------------------------------------------------------------------	----

<i>Osvrt 4: Prvi talas finansijske krize u Srbiji: udar na bankarski sektor i depresijacija dinara</i>	90
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

<i>Osvrt 5: Globalna finansijska kriza: uzroci i posledice po Srbiju i region</i>	94
-----------------------------------------------------------------------------------------	----

<i>Osvrt 6: Prošireno dejstvo Opšteg kolektivnog ugovora – kolektivna neodgovornost socijalnih partnera</i>	98
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

Analitičke i notacijske konvencije

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



Svedoci smo zaokretu u svetskoj ekonomiji – ciklus velikog priliva stranog kapitala u zemlje u razvoju, uključujući tranzicione privrede, završava se zbog finansijske krize u razvijenom svetu. Mnoge zemlje su, uključujući i Srbiju, velika strana ulaganja i kredite percipirale kao rezultat sopstvenih uspeha i ponašale se kao da je to trajno stanje. Rezultat toga je veliki rast javne potrošnje, umesto štednje za „crne dane”, narastanje javnog duga, veliki spoljnotrgovinski deficit i precenjena vrednost domaćeg novca. Međutim, i ovaj period priliva kapitala predstavlja samo jedan od ciklusa, doduše snažniji, koji su se već dešavali tokom poslednjih 40 godina. Prethodna iskustva govore da se njegovo zaustavljanje u znatnom broju zemalja u razvoju završavao nekom krizom: kursa, duga, bankarskom krizom, odnosno inflacijom.

Srbija spada u onu grupu tranzicionih zemalja gde je veliki spoljnotrgovinski deficit osnovni kanal preko koga će svetska kriza snažno da „udari”. Naime trošimo za 20% više nego što proizvodimo, a onda to pokrivamo uglavnom prodajom naših preduzeća i zaduživanjem (privatnim) u inostranstvu. Sada kada se inostrani prilivi svuda smanjuju, moraćemo i mi da obuzdamo potrošnju, i to obe – privatnu i javnu. Ovo je neminovno. Ono što je, međutim, neizvesno jeste da li će naša ekonomska politika uspeti da neophodno prilagođavanje naniže ostvari na uređen način, ili će se to na kraju ostvariti na stihijski način preko velikog pada kursa dinara i naglog rasta inflacije. U potonjem, haotičnom slučaju, pad potrošnje i proizvodnje bio bi verovatno veći od neophodnog.

Tri su neposredne opcije ekonomske politike u ovakvoj situaciji. Prvo, smanjiti javnu potrošnju preko restriktivnog budžeta; drugo, podići kamatnu stopu i tako smanjiti privatnu potrošnju prvenstveno preko skupljih kredita i treće, dozvoliti kontrolisanu depresijaciju dinara. Srećom da nismo unilateralno uveli evro kod nas, jer bi onda mogućnost depresijacije otpala, a celo prilagođavanje bi se svalilo na veliko smanjenje potrošnje i recesiju. Baltičke zemlje sa rigidnim režimom deviznog kursa kroz to već sada prolaze.

Kod javne potrošnje, i uopšte fiskalne politike, jasno se pokazalo da bez spoljnog arbitra – Međunarodnog

monetarnog fonda – nije bio moguć neophodan zaokret. S rebalansom budžeta, a još više s onim što je obećano za 2009. godinu, javna potrošnja je krenula oštrom uzlaznom putanjom. Planirani deficit u 2008. trebalo je da skoči sa 1,7% BDP-a na 2,7 %, a javna potrošnja na visokih 45,4% BDP-a, dok je u 2009. deficit mogao lako da dostigne 3,5% a javna potrošnja preko 47% BDP-a, što je sve potpuno neprimereno privredi Srbije.

Dobre vesti su da se rebalansom predviđeno povećanje rashoda najverovatnije neće ostvariti u potpunosti. Kao rezultat toga procenjujemo (v. 7. „Fiskalni tokovi i politika”) da će stvarni deficit u 2008. biti između 1,5% i 2% BDP-a. Kako je u prvih devet meseci on iznosio 1,5%, to znači da će, srećom, doći samo do umerenijeg rasta javne potrošnje u Q4 2008. Ipak paradoksalno je da Srbija početak svetske krize dočekuje rastom javne potrošnje umesto štednjom.

Dogovor sa MMF-om predviđa fiskalni deficit od 1,5% BDP-a u 2009, što ne izgleda kao neko značajno smanjenje kada se upoređi s verovanim deficitom za 2008. (1,5 do 2%). Međutim, pravi reper za poređenje su očekivanja i obećanja za 2009. godinu: rast penzija, plata, subvencija itd., što bi dovelo do deficita od najmanje 3,5%, te planirano smanjivanje potrošnje iznosi značajnih 2% BDP-a. Što je još važnije – trend rasta javne potrošnje je preokrenut.

Naime, Srbija je kao i druge zemlje u razvoju, vodila procikličnu fiskalnu politiku, tj. država je u dobrim vremenima povećavala svoju potrošnju kao da su ta vremena zauvek. Tako je javna potrošnja porasla sa 39,7% BDP-a u 2005. na 42,8% BDP-a u 2007, tj. za više od tri procentna poena. Sada kada dolaze teža vremena, ne postoje rezerve da se javna potrošnja poveća (anticiklična politika), a i sam trend rasta je „bolno” politički zaustaviti. Sem toga, Srbija je u ovom periodu prečesto izlazila na izbore, a istraživanja pokazuju (v. Lupu 1, Petrović, P., Nojković, A.) da su izbori u zemljama u tranziciji, uključujući i Srbiju, jedan od najznačajnijih pokretača inflacije. Tako se izbori javljaju kao značajan „inicijator” inflacije u Srbiji 2004. i 2008. godine, a „iza izbora” stoji: nagli rast javne potrošnje neposredno pred njihovo održavanje.

U celosti posmatrano, budžet dogovoren sa MMF-om ne predstavlja značajno kočenje javne potrošnje u odnosu na 2008, te će samo delimično doprineti neophodnom smanjivanju ukupne potrošnje u Srbiji. Ako planirani, smanjeni priliv kapitala podbaci u 2009. i stoga rast proizvodnje bude manji od očekivanog, biće neophodno dodatno smanjivanje javne potrošnje u sledećoj godini.

Visoke kamatne stope na kredite jesu drugi kanal preko koga će doći do nužnog usporavanja potrošnje. Kamatne stope na kredite uzete u inostranstvu rastu pre svega zbog utroštručene premije na rizik za ulaganja u Srbiju (v. Osvrt 4, Kokotović S., Tabela 1). S druge strane, krediti u dinarima postaju skuplji zbog visoke referentne kamatne stope NBS (17,75%). Ova visoka stopa ima i drugu funkciju, a to je da držanje dinara u odnosu na stranu valutu učini atraktivnim i tako spreči veliki pad njegove vrednosti.

Razvijene zemlje – SAD, evrozona, Velika Britanija itd., vode ekonomsku politiku koja je potpuno suprotna onoj u Srbiji, jer: agresivno spuštaju kamatne stope i povećavaju javnu potrošnju, odnosno smanjuju poreze. Ali i njihova „bolest” je drugačija – oni imaju problem sa opštim smanjenjem potrošnje i uzdražavanjem od davanja novih kredita, što onda spiralno vuče privredu naniže, u potencijalno značajan pad proizvodnje. Stoga te zemlje preduzimaju mere koje smo naveli, da bi stimulisale potrošnju. Problem Srbije je, međutim, još uvek velika potrošnja koja se prevlađuje na inflaciju i visok uvoz (spoljni deficit) koji teško da možemo više da finansiramo. Sledi da su ovde potrebne mere za „hlađenje” prevelike potrošnje.

Naglo kočenje priliva stranog kapitala, koji se sad dešava i u Srbiji, po pravilu vodi oštrom i brzom smanjenju realne vrednosti (korigovane za inflaciju) domaćeg novca (v. Osvrt 1: Petrović, P., Vasiljević, D.). Kada je fleksibilan kurs, kao u Srbiji, ovo prilagođavanje se vrši preko nominalnog pada vrednosti valute, što se i dešava sa dinarom unazad dva meseca. Kod fiksnog kursa, odnosno korišćenja evra, neophodan pad realne vrednosti novca može da se ostvari jedino preko pada cena i plata u apsolutnom izrazu. A da bismo oborili cene i plate, potrebna je oštra recesija, tj. značajan pad proizvodnje i zaposlenosti. To je upravo ono što se sada dešava u baltičkim zemljama.

Pad vrednosti dinara je do sada preuzeo deo tereta neophodnog prilagođavanja privrede Srbije sprečivši da ceo udar padne na smanjenje proizvodnje i potrošnje. Takođe, dinar je značajno smanjio svoju realnu

(korigovanu za inflaciju) vrednost, i verovatno je prešao više od pola puta do svoje srednjoročno održive vrednosti (v. Osvrt 1). Ali ovo prilagođavanje i košta. Narodna banka je potrošila preko pola milijarde evra, i trošice još, da bi sprečila nagli pad vrednosti dinara koji bi mogao da izazove paniku i dinar „gurne” dublje nego što ekonomske prilike to zahtevaju. Drugi trošak je pao na sve one koji su uzeli kredite (indeksirane) u evrima, a takvih je većina. Izazov za NBS će i dalje biti da omogući kontrolisano smanjenje vrednosti dinara do njegovog srednjoročno održivog nivoa, a da pri tom depresijacija ne bude suviše spora i tako „pojede” veliki deo deviznih rezervi, ali ni suviše brza da snažno pogodi one koji su uzeli devizne kredite, ili pak izazove paniku.

Neophodno prilagođavanje privrede Srbije naniže, iako ublaženo depresijacijom dinara, odraziće se i na smanjenje privrednog rasta u 2009. godini. Procenjujemo da će rast pasti sa 7% u 2008. na oko 3% u 2009. (v. Osvrt 3: Brčerević, D.). S druge strane, depresijacija dinara će gurati inflaciju, koja je još uvek visoka u Srbiji. No smatramo da će drugi faktori: pad cena nafte i hrane s jedne i smanjena potrošnja s druge strane, dovesti do usporavanja rasta inflacije na oko 8% u sledećoj godini (v. Osvrt 2: Vasiljević, D.).

U ovom broju QM-a, kao što se zapazili, uvodimo novu rubriku Osvrti, u kojoj želimo da ponudimo brze i kratke komentare gorućih problema. Sada je to, očigledno, finansijska kriza i njen efekat na Srbiju, čemu su Osvrti u ovom broju i posvećeni. Toj temi dodat je i komentar koji kritički analizira Opšti kolektivni ugovor potpisan između sindikata, poslodavaca i Vlade Republike Srbije, koji – kada se i ako se primeni – može značajno da naruši konkurentnost i stabilnost privrede Srbije (v. Osvrt 6: Arandarenko, M. i Arsić, M.).

Tekstovi u rubrici Lupe empirijski ispituju pokretače inflacije u zemljama u tranziciji, uključujući i Srbiju (Lupa 1: Petrović, P., Nojković, A.), i položaj žena u penzijskom sistemu Srbije (Lupa 2: Rakić, N., Chiappe, R.). Među pokretačima inflacije, osim izbora, značajni su i fiskalni deficit, stimulisanje rasta proizvodnje iznad mogućnosti privrede, rast cena nafte i hrane, ali i rigidan režim deviznog kursa. Osnovni nalaz Lupe 2 jeste da i pored favorizovanja žena, razlika u prosečnoj penziji između muškaraca i žena u Srbiji nije beznačajna i iznosi blizu 20%.



TRENDOVI

1. Pregled

U ekonomiji Srbije nastaju značajne promene pod uticajem svetske finansijske krize. Već je došlo do snažne depresijacije kursa dinara, a usporavanje inflacije, smanjenje deficita tekućeg računa i značajnije usporavanje privrednog rasta očekujemo u 2009. U Pregledu makroekonomskih trendova dajemo kratak osvrt na Q3, period neposredno pre eskalacije globalne krize, zatim analiziramo prve efekte i mehanizme delovanja krize i na kraju dajemo ishod koji smatramo verovatnim i procenu makroekonomskih trendova u 2009. Pregled smo strukturirali po poglavljima QM-a.

Naizgled snažno usporavanje **inflacije** u Q3 i, uopšte, u drugoj polovini 2008. – prvenstveno je posledica velikog pada cena nafte i cena poljoprivrednih proizvoda. Bazna inflacija je, međutim, nastavila s visokim rastom i od početka godine zaključno s novembrom dostigla 9,7%, i nalazi se daleko iznad gornje granice koridora koji cilja NBS (3–6%). Ukupna inflacija u 2008. će usled pomenutog pada cena nafte i poljoprivrednih proizvoda ipak biti jednocifrena.

U 2009. će inflacija najverovatnije blago usporavati, te na kraju godine biti jednocifrena i niža nego u 2008. Za razliku od druge polovine 2008. kada su na usporavanje inflacije najviše uticali faktori sa strane ponude, u 2009. će na inflaciju najverovatnije više uticati faktori sa strane tražnje – usporen privredni rast, smanjena kreditna aktivnost, niži rast zarada, pa i povećana fiskalna restriktivnost. Nekonrolisana depresijacija dinara je glavni rizik usled kog bi inflacija u 2009. mogla da poraste iznad naših očekivanja.

Kurs dinara je u Q3 snažno apresirao prema evru dostigavši 7. avgusta najnižu vrednost od 75,75. Nakon toga, kurs prema evru se do kraja kvartala uglavnom kretao u uskom opsegu od 76 do 77 dinara za jedan evro. U oktobru dinar naglo slabi i do kraja novembra depresira prema evru za oko 15%, čime je realni kurs dinara vraćen na isti nivo na kom je bio krajem prošle godine. Uzrok ovog slabljenja dinara je visok deficit tekućeg računa (oko 18% BDP u 2008). Usporavanje priliva kapitala iz inostranstva usled svetske finansijske krize je „grubo” razotkrilo veliku spoljnu neravnotežu srpske privrede i posledično dovelo do značajnog slabljenja dinara.

U narednih nekoliko meseci možemo očekivati dalje slabljenje dinara. Analiza QM-a ukazuje da bismo kraj iduće godine mogli dočekati s realnim nivoom kursa iz 2004. Bitno je napomenuti da je prilagođavanje kursa najveće u prvoj godini nakon prekida priliva kapitala, što bi značilo da nakon završetka prve faze brzog prilagođavanja u narednim godinama možemo očekivati smirivanje depresijacije nastale po ovom osnovu. Ipak, procene u vezi s budućim kretanjem kursa dinara su vrlo neizvesne.

U Q3 smo uočili pozitivne pomake u **zaposlenosti**, iako sasvim precizne ocene o tome veoma otežava postojanje različitih i ne baš usaglašenih istraživanja RZS – redovna mesečna istraživanja zaposlenosti i polugodišnja Anketa o radnoj snazi. Međugodišnji realni rast **zarada** je još uvek nizak i iznosio je u Q3 oko 5%.

Mada će svetska finansijska kriza negativno uticati i na trendove zaposlenosti, ne vidimo razloge i za značajan pad zaposlenosti, tim pre što u 2009. očekujemo usporen, ali ipak pozitivan privredni rast.

Privredna aktivnost je u Q3 zadržala visok rast koji procenjujemo na oko 6,5%. U Q3 smo uočili dva različita trenda – usporavanje nepoljoprivredne BDV koja je indikacija stvarnih kretanja u privredi i ubrzanje rasta poljoprivredne proizvodnje, koje prikriva usporavanje ostatka privrede. Do kraja godine očekujemo nastavak sličnih trendova i privredni rast u 2008. između 6,5 i 7%.

Naša je pretpostavka da, i pored rizika, u 2009. najverovatnije neće doći do „haotičnog” scenarija, koji bi se ogledao u nekontrolisanoj depresijaciji, inflaciji i na kraju međugodišnjem padu

proizvodnje – već da će rast BDP-a, iako značajno usporen, biti pozitivan. Kao najverovatniji, očekujemo rast BDP-a u 2009. od oko 3%.

Kada je u pitanju deficit tekućeg računa **platnog bilansa**, pokazatelji iz Q3 ukazuju na izuzetno visoku spoljnoekonomsku neravnotežu (deficit tekućeg računa 16,7% BDP). Kapitalni prilivi – inostrani krediti i direktne strane investicije – bili su veći od ovog deficita, te je Q3 obeležen rastom deviznih rezervi i apresijacijom dinara.

Eskalacija krize od septembra se ispoljava smanjenjem kapitalnih priliva, čime deficit tekućeg bilansa – spoljna neravnoteža – izbija u prvi plan. Do kraja godine, ali i u 2009. očekujemo dinamične promene u ekonomskim odnosima s inostranstvom. Uvoz značajno usporava pod uticajem pada domaće tražnje i pada cena energenata, ali, s druge strane, pad međunarodne tražnje i cena metala usporavaju i izvoz. U krajnjem ishodu očekujemo smanjenje deficita tekućeg računa – sa preko 6 milijardi evra u 2008. na 5 do 5,5 milijardi evra u 2009.

Fiskalna politika polako okreće kormilo ka povećanju restriktivnosti. U Q3 je deficit konsolidovanog budžeta iznosio oko 1,1% kvartalnog BDP-a. Iako je rebalansom budžeta predviđen ukupan deficit u 2008. od 2,7% BDP-a, po svemu sudeći ćemo godinu završiti sa mnogo manjim deficitom konsolidovanog budžeta od 1,5 do 2% BDP.

Najbolji odgovor fiskalne politike na eskalaciju finansijske krize jeste štednja. Uzimajući to u obzir, povećanje javne potrošnje u Q4 usled vanrednog povećanja penzija nije u skladu s optimalnom ekonomskom politikom. Još je opasnije to što se ovakvo povećanje nivoa javne potrošnje iz Q4 prenosi i u 2009. godinu. Ohrabrujuće je to što se izgleda pojavljuje konsenzus među nosiocima ekonomske politike o neophodnosti snažnog zaokreta ka smanjenju javne potrošnje. Sporazum sa MMF-om, kao i prve informacije o izgledu budžeta za 2009. predviđaju zaokret u pravcu kočenja javne potrošnje.

U Q3 je došlo do snažne ekspanzije kreditne aktivnosti preduzeća, ali je rast kredita domaćinstvima praktično zaustavljen. **Monetarna politika** je u Q3 bila restriktivna i pokušavala je da uspori previsoke kapitalne prilive iz inostranstva (visoka obavezna rezerva). Od sredine septembra realnost je postala potpuno drugačija: kredita iz inostranstva je sve manje i skuplji su, te NBS donosi niz mera za olakšavanje priliva kredita iz inostranstva. Kao poseban problem se izdvojilo nepoverenje stanovništva u bankarski sektor, što je dovelo do snažnog povlačenja deviznih depozita i dodatno oslabilo kapacitete bankarskog sistema za ublažavanje efekata finansijske krize. Narodna banka je pravilno procenila da je makroekonomska nestabilnost veći rizik po domaću ekonomiju nego pad privredne aktivnosti, te je početkom novembra podigla referentnu kamatnu stopu na 17,75%. I pored ovog povećanja, usled značajne depresijacije kursa dinara, prinosi na repo operacije u evrima prestaju da budu atraktivni za banke, te registrujemo značajno smanjenje repo stoka i verovatno konverziju tog kapitala u evre.

U 2009. ne očekujemo veće promene u monetarnoj sferi. S obzirom na veliko smanjenje ponude kredita, ali i njihovu veoma visoku cenu, likvidnost će u narednim kvartalima biti najozbiljniji problem mnogih preduzeća. Možemo očekivati nastavak otežanog funkcionisanja deviznog tržišta i tržišta novca, tj. smanjenje obima međusobnog kreditiranja banaka. Ipak prve indikacije iz Q4 ukazuju da kreditna aktivnost i pored značajnog usporavanja nije potpuno zaustavljena i slične trendove očekujemo i u 2009.

Finansijsko tržište je direktno pogođeno finansijskom krizom. U Q3 2008. došlo je do smanjenja aktivnosti na tržištu akcija Beogradske berze, mereno i obimom ostvarenog prometa, koji je u odnosu na Q2 smanjen za pola, i brojem obavljenih transakcija koji je smanjen za trećinu. Indeksi Beogradske berze, u istom periodu zabeležili su značajan pad vrednosti. Indeks najlikvidnijih akcija, BELEX15, izgubio je 43% vrednosti od predhodnog kvartala, dok je širi berzanski indeks, BELEX line, pao za 36,4%. Ovaj pad nastavio se i u Q4, pa je od Q2 2007. do početka novembra 2008., BELEX15 izgubio 80% vrednosti. Za 2009. ne postoje indikacije koje bi ukazale na značajniji oporavak Beogradske berze. S druge strane, indeks berze je već na istorijski veoma niskom nivou te ne očekujemo ni preterani pad u 2009. U narednoj godini, dakle, ne očekujemo značajnije promene na Beogradskoj berzi u odnosu na one koje su se već desile u 2008.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004-2008¹⁾

	Godišnji podaci				Kvartalni podaci						
	2004	2005	2006	2007	2007				2008		
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Cene i kurs					međugodišnji rast²⁾						
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	12,7	6,8	5,8	4,7	6,5	9,1	11,3	12,0	10,7
Maloprodajne cene - bazna inflacija ³⁾	7,9	14,8	10,3	3,9	4,7	3,0	2,9	4,6	6,4	9,1	10,2
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁴⁾	100,5	100,0	92,1	98,4	86,2	86,3	83,2	80,8	82,5	79,7	75,0
Nominalni kurs dinar/evro ⁴⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	79,98	81,07	80,03	78,81	82,65	81,07	77,12
Privredna aktivnost					međugodišnji realni rast²⁾						
BDP (u mlrd. dinara)	1.388	1.692	1.988	2.274	...	...	...	...	...	...	...
BDP	8,2	6,0	5,6	7,1	7,8	7,7	6,6	6,4	8,4	6,2	6,5
Nepoljoprivredna BDV	6,6	7,3	7,9	8,8	8,3	9,0	8,7	9,2	8,3	7,0	6,5
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	4,7	3,7	4,8	5,2	3,5	0,4	6,0	2,3	1,0
Prerađivačka industrija	9,7	-0,7	5,3	4,2	8,5	4,9	3,3	-0,1	4,4	3,7	0,4
Prosečna mesečna neto plata (u din)	14.108	17.478	21.745	27.785	25.103	27.165	28.019	30.855	30.007	32.452	33.053
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2,047	2,056	2,028	1,998	2,002	1,999	1,997	1,995	1,995	2,002	1,998
Fiskalni podaci					u % BDP			međugodišnji realni rast			
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	15,2	8,4	7,9	6,2	6,5	1,6	1,7
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	13,9	6,2	10,9	6,3	5,5	17,1	2,1
					u mlrd.dinara						
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁵⁾	17,5	11,5	-36,5	-43,0	1,7	18,2	-8,8	-54,2	3,4	-21,6	-7,6
Platni bilans					u milionima evra, tokovi²⁾						
Uvoz robe	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-2.829	-3.098	-3.236	-3.695	-3.507	-3.995	-4.025
Izvoz robe	2.991	4.006	5.111	6.444	1.383	1.594	1.731	1.736	1.665	1.974	2.057
Bilans tekućeg računa ⁶⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-1.186	-806	-1.346	-1.656	-1.299	-1.736	-1.551
u % BDP ⁶⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-18,8	-11,5	-18,0	-20,1	-17,4	-20,1	-16,7
Bilans finansijskog računa ⁶⁾	2.377	3.863	7.635	7.635	1.161	1.233	1.705	2.027	1.376	1.536	1.474
Strane direktne investicije	773	1.248	4.348	1.942	614	-5	539	795	755	564	133
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje)	349	1.675	4.240	941	-191	407	465	260	29	-310	257
Monetarni podaci					u milionima dinara, stanja na kraju perioda²⁾						
NBS neto sopstvene rezerve ⁷⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	327.997	348.471	361.861	400.195	420.508	417.579	440.936
NBS neto sopstvene rezerve ⁷⁾ , u mil.evra	1.291	2.050	3.833	5.051	4.021	4.410	4.589	5.051	5.109	5.287	5.757
Kreditni nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	666.007	732.402	786.873	842.512	908.598	953.977	1.018.307
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	293.195	307.783	336.109	381.687	410.836	419.824	431.261
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	35,4	30,7	29,7	27,8	26,2	19,2	12,2
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	16,2	16,6
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	30,5	32,6	33,0	35,0	36,9	37,4	38,3
Finansijska tržišta											
BELEXline, vrednost indeksa ⁸⁾	1.161	1.954	2.658	3.831	4.220	4.456	4.431	3.831	3.068	3.092	1.942
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) ⁹⁾	423,7	498,8	1.166,4	2.004,4	529,4	644,8	386,7	443,5	210,8	365,7	176,9

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) Pratimo 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 izražuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda 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. Za preračunavanje prometa na tržištu akcija iz dinara u evre korišćen je srednji kurs za posmatrani period.

2. Cene i devizni kurs

Noseća inflacija (inflacija bez poljoprivrednih proizvoda i naftnih derivata) u Q3 je visoka, i iznosi 10% na godišnjem nivou. Ovo je neznatno smanjenje u odnosu na prethodni kvartal kada je noseća inflacija bila 12%. Ukupna inflacija u Q3 (2,4% na godišnjem nivou) je, na prvi pogled, znatno niža nego u prethodnom kvartalu, ali ovo snažno usporavanje inflacije nije odraz promene trenda, već posledica značajnog pada cena nafte i poljoprivrednih proizvoda. Bazna inflacija je takođe veoma visoka u Q3, čak 9,9% na godišnjem nivou. Najveći doprinos baznoj inflaciji daju prehrambeni proizvodi i građevinski materijali. U oktobru ponovo beležimo veoma visoku i baznu i ukupnu inflaciju. Bazna inflacija je tako od početka godine zaključno sa oktobrom dostigla 8,9%, i nalazi se visoko iznad gornje granice koridora koji cilja NBS (3% –6%). Kurs dinara je u Q3 bio stabilan, a realna apresijacija prema evru od početka godine do septembra – dostigla je 8%. Ali u oktobru, pod uticajem svetske finansijske krize, dinar naglo slabi i do kraja novembra depresira prema evru za oko 15%. Kao posledica ove depresijacije realni kurs je sada slabiji nego što je bio krajem prošle godine.

Inflacija u Q3 naizgled niska...

Inflacija u Q3 naizgled snažno usporava. Tako, stopa inflacije na godišnjem nivou u ovom kvartalu iznosi svega 2,4%, dok je u prethodnom kvartalu ista stopa bila čak 13,4% (Tabela T2-1). Međugodišnja stopa rasta cena na malo u Q3 je 10,7%, a u prethodnom je bila 12,0%. Ukupni porast cena od početka godine do kraja trećeg kvartala iznosi 6,7%.

Tabela T2-1. Srbija: indeks maloprodajnih cena i bazna inflacija, 2005–2008

	Indeks maloprodajnih cena					Bazna inflacija				
	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2005										
dec	107,6	17,6	17,6	2,2	22,5	106,3	14,6	14,6	0,9	18,6
2006										
mart	110,0	14,4	2,2	0,3	9,1	108,1	11,7	1,7	0,8	7,0
jun	113,7	15,1	5,7	0,0	14,4	110,4	11,3	3,9	0,6	8,7
sep	114,1	11,6	6,1	-0,2	1,4	112,1	10,1	5,5	0,6	6,6
dec	114,7	6,6	6,6	0,1	2,1	112,5	5,8	5,8	0,0	1,2
2007										
mar	116,1	5,6	1,2	0,8	5,1	112,4	4,0	-0,1	0,1	-0,4
jun	119,5	5,1	4,2	0,6	12,0	113,4	2,7	0,8	0,5	3,7
sep	122,6	7,4	6,9	0,8	10,9	115,9	3,4	3,1	1,0	9,4
dec	126,3	10,1	10,1	1,3	12,6	118,6	5,4	5,4	0,9	9,5
2008										
jan	127,5	10,7	0,9	0,9	14,2	118,9	5,7	0,3	0,3	7,7
feb	128,3	11,3	1,6	0,7	12,2	119,6	6,5	0,8	0,6	7,1
mar	129,8	11,8	2,8	1,2	11,6	120,3	7,0	1,4	0,6	5,8
apr	131,2	12,0	3,9	1,1	12,2	121,7	8,1	2,6	1,2	9,7
maj	132,6	11,7	5,0	1,1	14,1	123,0	9,0	3,7	1,1	12,0
jun	134,0	12,1	6,1	1,0	13,4	124,7	10,0	5,2	1,4	15,7
jul	134,2	11,6	6,2	0,1	9,3	125,3	10,3	5,7	0,5	12,5
avg	134,5	10,6	6,5	0,2	5,8	126,6	10,2	6,7	1,0	12,1
sep	134,8	9,9	6,7	0,2	2,4	127,7	10,2	7,7	0,9	9,9
okt	136,4	10,6	8,0	1,2	6,8	129,2	10,7	8,9	1,1	12,7

Izvor: RZS.

...ali noseći trend inflacije i dalje je visok

Ipak, ovo snažno usporavanje inflacije jeste, pre svega, posledica velikog pada cena nafte i poljoprivrednih proizvoda, a ne promene u dugoročnijem trendu. Naime, kada posmatramo indeks maloprodajnih cena (koji je zvanično merilo inflacije), sa isključenim cenama poljoprivrednih proizvoda i naftnih derivata, vidimo da se noseći trend inflacije u poslednje dve godine sve vreme kreće između 8% i 10%, što je slučaj i u Q3 (Grafikon T2-2).

Pojefitinjenje naftnih derivata je direktno povezano s padom cena nafte na svetskom tržištu (Grafikon T2-3) koje je posledica: svetske finansijske krize i “hlađenja” globalne ekonomije zbog kog pada tražnja za naftom, jačanja dolara, a verovatno ima veze i s povlačenjem špekulanata koji su inicijalno doprineli visokom rastu cene nafte. Pojefitinjenje poljoprivrednih proizvoda

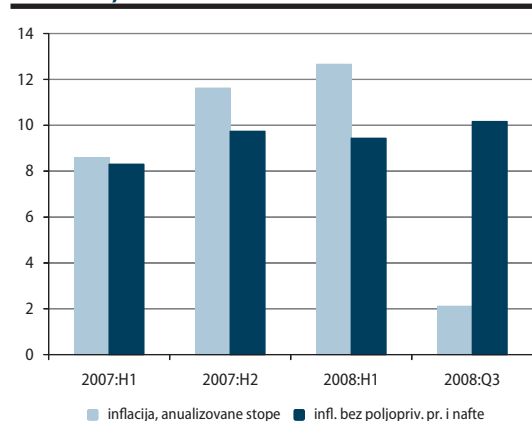
je između ostalog posledica: mnogo bolje godine za poljoprivredu u našoj zemlji, sezonskih kretanja cena poljoprivrednih proizvoda, ali i preokreta u globalnom kretanju cena prehrambenih proizvoda koji u nekoliko zadnjih meseci značajno pojeftinjuju.

U Q3 najviše poskupeli građevinski materijali i duvan...

...a nastavljaju se i poskupljenja hrane

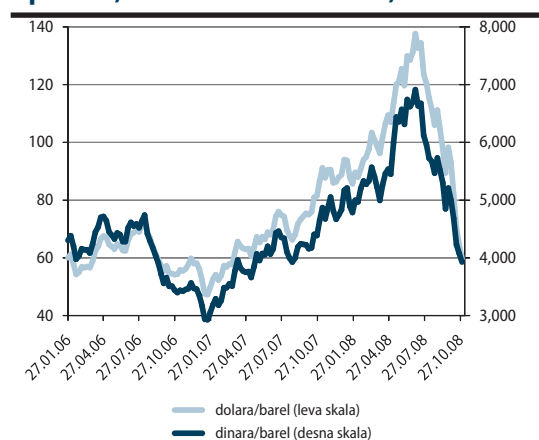
Porast cena u Q3 iznosi svega 0,5%. Ipak, u Q3 beležimo relativno visoka poskupljenja nekoliko grupa proizvoda i usluga. Izdvajaju se građevinski materijali koji su samo u Q3 poskupeli za 11,1% i dali doprinos ukupnom porastu cena od preko 40% i – duvanski proizvodi, koji su u Q3 poskupeli za 9,5% i dali doprinos ukupnom porastu cena od preko 60% (Tabela T2-4). Osim toga, beležimo i poskupljenje saobraćajnih usluga, koje su u Q3 ukupno poskuplele za 4,4% i zaslužne su za 46,8% ukupnog rasta cena. U Q3 se, uprkos značajnim pojeftinjenjima poljoprivrednih proizvoda, nastavlja rast cena industrijskih prehrambenih proizvoda. Prehrambeni proizvodi su u Q3 poskupeli za 2,1% i zaslužni su za 65% porasta cena. Od prehrambenih proizvoda, najviše su poskupeli sveže meso, mesne prerađevine, šećer i konditorski proizvodi.

Grafikon T2-2. Srbija: ukupna inflacija i inflacija bez poljopriv. proizvoda i naftnih derivata, 2007–2008



Izvor: RZS.

Grafikon T2-3. Svet: nedeljne cene nafte tipa Ural, u dolarima i dinarima, 2006–2008



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

Tabela T2-4. Srbija: izabrane komponente indeksa maloprodajnih cena i doprinos rastu inflacije, 2008

	Učešće u Indeksu maloprodajnih cena	Doprinos porastu maloprodajnih cena u Q3	Doprinos porastu maloprodajnih cena u oktobru	Doprinos porastu maloprodajnih cena u Q2	Doprinos porastu maloprodajnih cena u 2008. do oktobra
		u %			
Ukupno	100,00	100,0	100,0	100,0	100,0
Roba	72,34	-7,6	64,1	87,1	78,5
Poljoprivredni proizvodi	3,63	-137,2	36,5	-1,6	0,0
Industrijski proizvodi - ukupno	68,71	129,8	30,5	89,5	78,5
Industrijski prehrambeni proizvodi	19,71	65,3	17,5	40,7	31,7
Sveže meso	1,94	16,7	2,1	10,6	7,1
Prerađeno i konzervisano meso	3,21	23,8	11,3	5,5	6,1
Pića	4,42	19,9	3,8	3,6	5,7
Duvan	4,15	62,3	0,0	0,0	4,9
Industrijski neprehrambeni proizvodi	40,43	-18,0	8,5	44,2	35,7
Električna energija	7,62	106,9	0,0	0,2	12,2
Tečna goriva i maziva	8,74	-143,1	-4,8	24,2	6,9
Građevinski materijali	2,46	42,9	2,6	6,4	8,3
Usluge	27,66	107,6	35,9	12,9	21,5
Stambeno komunalne usluge	9,14	28,3	31,0	2,0	7,9
Saobraćajne usluge	5,60	46,8	1,2	6,9	8,8

Izvor: RZS.

2. Cene i devizni kurs

U oktobru ponovo visoka inflacija

U oktobru inflacija ponovo ubrzava, ovog puta kao posledica snažnog poskupljenja poljoprivrednih proizvoda (čak 12,1% u oktobru), ali i stambeno-komunalnih usluga (Tabela T2-4). Inflacija u oktobru iznosi čak 1,2%. Poskupljenje poljoprivrednih proizvoda u oktobru jeste u skladu sa sezonskim kretanjima, ali je ipak ovako visoko poskupljenje neuobičajeno. Zanimljivo je da kada isključimo poljoprivredne proizvode i naftne derivate, u oktobru dolazi do blagog usporavanja nosećeg trenda inflacije. Ipak, u pitanju je samo jedan mesec, tako da još nije moguće reći da li dolazi do neke promene u trendu.

Bazna inflacija ostaje visoka u Q3...

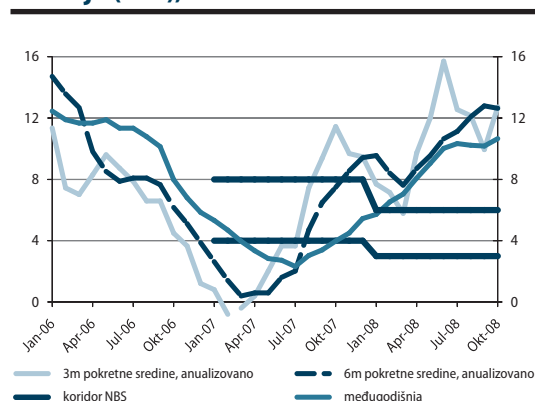
Bazna inflacija u Q3 nastavlja snažno da raste, mada je nešto niža nego u prethodnom kvartalu. Nakon blagog usporavanja u julu, u avgustu i septembru ponovo beležimo visoke stope rasta baznih cena. Tako bazna inflacija u Q3 iznosi čak 9,9% na godišnjem nivou (Tabela T2-1), što je visoko iznad koridora NBS (Grafikon T2-6). Bazna inflacija je od početka godine do kraja Q3 već dostigla 7,7% (Tabela T2-1).

U Q3 beležimo nešto niži rast i prehrambene i neprehrambene komponente bazne inflacije nego u prethodnom kvartalu. Ipak, neprehrambena komponenta bazne inflacije je, uprkos blagom padu, i dalje visoka i iznosi skoro 10% na godišnjem nivou (Grafikon T2-7). Ovo govori o tome da se viši rast cena proširio praktično na celu baznu inflaciju, i da visoka bazna inflacija nije više posledica samo poskupljenja manje grupe prehrambenih proizvoda. Najveći doprinos baznoj inflaciji u Q3, pored prehrambenih proizvoda, daju i cene pića i cene građevinskih materijala (Tabela T2-5).

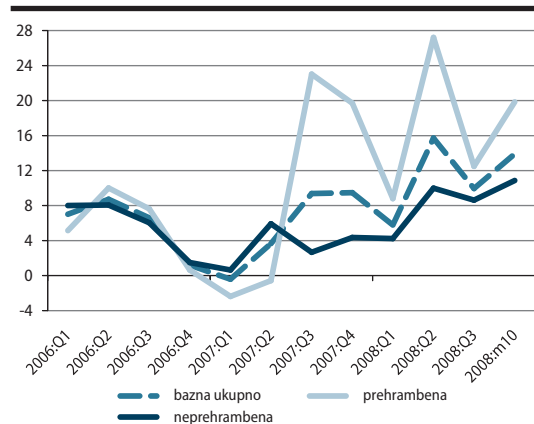
Tabela T2-5. Srbija: izabrane komponente bazne inflacije i doprinos rastu bazne inflacije, 2008

	Učešće u baznoj inflaciji	Doprinos porastu bazne inflacije u Q3	Doprinos porastu bazne inflacije u oktobru	Doprinos porastu bazne inflacije u Q2	Doprinos porastu bazne inflacije u 2008. do oktobra
	u %				
Bazna inflacija	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Roba	85,6	88,6	96,6	92,9	92,8
Industrijski prehrambeni proizvodi	34,5	41,6	52,7	59,6	52,4
Sveže meso	4,3	9,5	5,8	21,3	14,4
Prerađeno i konzervisano meso	7,1	13,5	30,4	11,0	12,3
Pića	9,2	10,6	9,6	6,8	10,7
Industrijski neprehrambeni proizvodi	41,9	36,4	34,4	26,5	29,8
Tekstilni proizvodi	9,5	-0,6	16,0	9,2	6,4
Građevinski materijali	5,1	22,7	6,4	11,9	15,5
Usluge	14,4	11,4	3,4	7,1	7,2

Izvor: Republički zavod za statistiku.

Grafikon T2-6. Srbija: kretanje bazne inflacije (u %), 2006–2008

Izvor: RZS.

Grafikon T2-7. Srbija: bazna inflacija i komponente (anualizovane stope, u %), 2006–2008

Izvor: QM.

...i u oktobru U oktobru ponovo beležimo visoku baznu inflaciju, od 1,1%. Tako ukupni porast baznih cena od početka godine do kraja oktobra iznosi čak 8,9% (Tabela T2-1). Porastu baznih cena u oktobru najviše su doprinela poskupljenja mesnih prerađevina i tekstilnih proizvoda. Ove dve grupe, koje čine nešto manje od 17% indeksa bazne inflacije, zaslužne su za nešto ispod 50% porasta bazne inflacije u oktobru (Tabela T2-5).

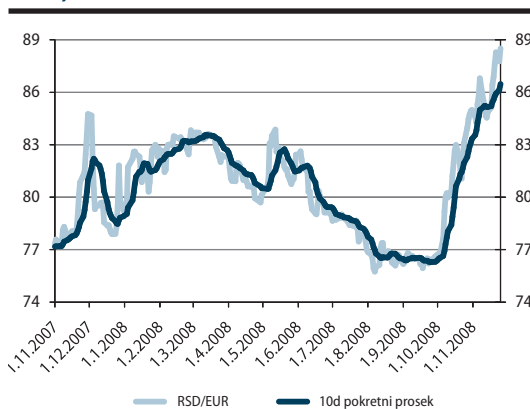
Devizni kurs

Dinar tokom Q3 apresira... Dinar je u toku Q3 nominalno apresirao prema evru za 3%. Kurs je u toku jula i do početka avgusta konstanto jačao, dostigavši 7. avgusta rekordnu vrednost od 75,7543. Nakon toga, kurs prema evru se do kraja kvartala uglavnom kretao u uskom opsegu od 76 do 77 dinara za jedan evro (Grafikon T2-7). Gledano od početka godine, dinar je do kraja Q3 nominalno ojačao prema evru za 4%, a realno za 8% (Grafikon T2-8).

...ali tokom oktobra i novembra značajno slabi Od početka oktobra i tokom celog novembra, međutim, dinar naglo slabi. Tako je za ta dva meseca, od kraja septembra do kraja novembra, dinar prema evru oslabio za čak 15% (Grafikon T3-k2)¹. Realni kurs dinara prema evru je sada otprilike na nivou na kom je bio krajem prošle godine.

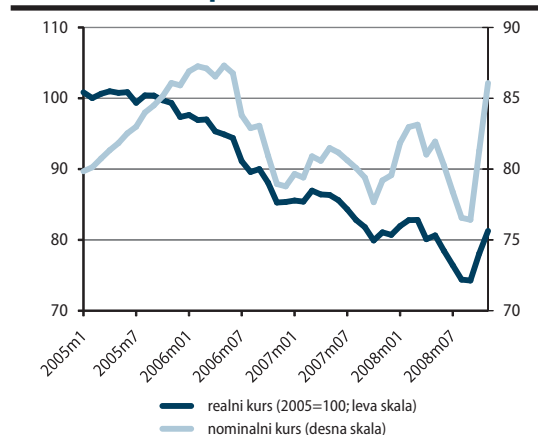
Slabljenje dinara je izazvano svetskom finansijskom krizom Slabljenje dinara u oktobru i novembru je direktna posledica svetske finansijske krize i zastoja u kreditnim tokovima, ali dublji uzrok ovog slabljenja je visok deficit tekućeg računa Srbije. Finansijska kriza je poslužila kao katalizator za promenu percepcije o mogućnosti finansiranja visokog deficita. Zaustavljanje tokova kapitala koji su do sada pokrivali deficit je grubo razotkrilo veliki spoljni debalans srpske privrede i posledično dovelo do značajnog slabljenja dinara. U narednih nekoliko meseci možemo očekivati dalje slabljenje dinara. Koliko će ono trajati, i koliko daleko će otići – nije moguće reći u ovom trenutku, jer pre svega zavisi od toga kada će se normalizovati kreditni tokovi u svetu. Razlozima slabljenja dinara i očekivanjima vezanim za kretanje kursa u narednom periodu detaljno se bavimo u Osvrtu 1 i 4.

Grafikon T2-8. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2007–2008



Izvor: NBS.

Grafikon T2-9. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2005–2008



Izvor: NBS, Eurostat.

¹ Slabljenje prema dolaru je još veće i iznosi oko 30%.

2. Cene i devizni kurs

Tabela T2-10. Srbija: kretanje kursa evra, 2005–2008

	Nominalni				Realni			USD/EUR ⁶⁾
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks ²⁾ (2005=100)	12-m indeks ³⁾	Kumulativ indeks ⁴⁾	Realni kurs ⁵⁾ (2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ⁴⁾	
mesečni kurs								
2005								
Decembar	85,9073	103,6	109,3	109,3	97,4	94,9	94,9	1,1861
2006								
Decembar	78,7812	95,0	91,7	91,7	85,4	87,7	87,7	1,3210
2007								
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
Decembar	79,5669	96,0	101,0	101,0	80,7	94,6	94,6	1,4563
2008								
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
Maj	81,9403	98,8	100,6	103,0	80,6	93,4	99,9	1,5569
Jun	80,2460	96,8	98,9	100,9	78,5	91,7	97,2	1,5556
Jul	78,3728	94,5	97,2	98,5	76,4	90,7	94,7	1,5773
Avgust	76,5517	92,3	95,6	96,2	74,4	89,8	92,2	1,4987
Septembar	76,4226	92,2	96,3	96,0	74,2	90,8	92,0	1,4387
Oktoabar	81,2956	98,0	104,7	102,2	78,1	97,7	96,7	1,3309

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 proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

3. Zaposlenost i zarade

Registrovana zaposlenost opada između marta i septembra 2008, i za taj pad je najzaslužniji pad zaposlenosti u prerađivačkoj industriji. Ovo je naročito loša vest nakon što je zaposlenost kod pravnih lica u prethodnom periodu počela blago da raste, i očekivali smo da se taj trend nastavi. 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 formalna zaposlenost ne raste dok nezaposlenost opada, raste formalno neaktivno stanovništvo. Anketa o radnoj snazi koja pored formalne prati i neformalnu ekonomiju, međutim, prikazuje rast ukupne zaposlenosti, za koji je najviše zaslužan porast broja poljoprivrednika i pomažućih članova domaćinstva. Na osnovu posmatranih trendova, zaključujemo da sa padom nezaposlenosti, raste broj “loših” poslova, koji obuhvataju poljoprivredu i neformalnu ekonomiju, dok broj “dobrih” poslova, odnosno registrovanih poslova za platu u privatnom i javnom sektoru, stagnira, što i nije baš dobra vest. Međugodišnje realne zarade su porasle sa 3,1% u Q2 na 5% u Q3, dok u oktobru dolazi do još većeg ubrzanja rasta realnih plata koje sada iznosi 6,5%. Najveći međugodišnji rast realnih zarada u Q3 posmatramo u poljoprivredi, trgovini i građevinarstvu. Pored ovih sektora koji nastavljaju sa natprosečnim rastom, u oktobru dolazi i do natprosečnog rasta realnih plata u državnoj upravi, što nije bio slučaj u Q3.

Zaposlenost

Broj formalno zaposlenih opada za oko 8.000

Broj zaposlenih lica opada za oko 8.000 između marta i septembra 2008. godine, zaključujemo na osnovu preliminarne podataka za ovaj period¹ (Tabela T3-1). Taj pad u potpunosti pripisujemo padu zaposlenosti kod pravnih lica, budući da još uvek nemamo podatke o broju preduzetnika posle marta 2008. Iako analiziramo tek preliminarne podatke za septembar 2008, ovaj pad zaposlenosti kod pravnih lica je naročito loša vest s obzirom da do njega dolazi nakon što je u prethodnom šestomesečnom periodu prvi put porasla zaposlenost od 2005. godine, i očekivali smo da će se trend rasta zaposlenosti zadržati.

Najveći pad od 7.000 radnih mesta uočavamo u prerađivačkoj industriji, a potom u trgovini

Najveći pad od 7.000 radnih mesta posmatramo u prerađivačkoj industriji (oko 2% u okviru sektora). U sektoru trgovine dolazi do smanjenja zaposlenosti za oko 2.000 radnih mesta, odnosno pada zaposlenosti od oko 1% u okviru sektora (Tabela P5 u Analitičkom prilogu).

Zaposlenost u javnom sektoru je uglavnom stabilna

Broj zaposlenih u javnom sektoru je uglavnom stabilan, osim pada u sektoru obrazovanja koji je posledica sezonskog uticaja (Tabela T3-2).

Broj registrovanih nezaposlenih u septembru 2008. opada za oko 70.000 u odnosu na mart, čime se smanjuje i administrativna stopa nezaposlenosti (Tabela T3-3)².

¹ Poslednji podaci kojima za sada raspolažemo su za jul 2008.

² Iako administrativni podaci ukazuju da nezaposlenost opada, ne možemo se u potpunosti osloniti na ove trendove, budući da do značajnih jednokratnih padova dolazi kada se pojedinci obrišu sa evidencije usled nekog administrativnog razloga. Na primer, između marta i septembra 2007. godine došlo je do značajnog pada kada je ukinuto pravo na ostvarivanje zdravstvenog osiguranja preko NSZ i veliki broj pojedinaca koji su bili prijavljeni samo zbog ove beneficije – prestali su da se javljaju na evidenciju.

Tabela T3-1. Srbija: registrovani zaposleni¹⁾, 2003–2008

		Ukupno zaposleni	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupan broj zaposlenih radnika
				Ukupno	Privatni preduzetnici	Zaposleni kod njih	
		1 (=2+3)	2	3 (=4+5)	4	5	6 (=2+5)
u hiljadama							
2003	Mart	2.046	1.628	418	198	220	1.848
	Septembar	2.036	1.595	441	202	239	1.834
2004	Mart	2.065	1.601	464	208	255	1.856
	Septembar	2.037	1.560	477	210	267	1.827
2005	Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842
	Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836
2006	Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
	Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777
2007	Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765
	Septembar	2.001	1.428	573	245	328	1.756
2008	Mart	2.006	1.432	574	245	329	1.761
	Septembar ²⁾	1.998	1.424	574	245	329	1.753

Izvor: RZS - Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i zaradama zaposlenih RAD-1/P; Anкета 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 septembar 2008. su nekorigovani podaci za jul 2008. Podaci o preduzetnicima i njihovim zaposlenim su iz marta 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).

Tabela T3-2. Srbija: zaposleni u javnom sektoru 2003–2008

		Zaposleni kod pravnih lica						Ostalo (privreda) ¹⁾
		Javni sektor					Javni sektor ukupno	
		Iz budžeta		Javna preduzeća				
		Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
u hiljadama								
2003	Mart	60	116	147	129	54	506	1.122
	Septembar	62	114	147	127	55	505	1.090
2004	Mart	63	117	147	125	57	509	1.092
	Septembar	63	116	148	124	57	508	1.052
2005	Mart	63	119	148	122	61	513	1.044
	Septembar	61	117	147	112	61	498	1.038
2006	Mart	60	118	141	105	61	485	1.011
	Septembar	58	117	138	102	60	475	972
2007	Mart	58	121	138	100	59	476	962
	Septembar	59	120	139	100	58	476	952
2008	Mart	60	124	140	99	58	481	951
	Septembar	61	122	141	100	58	481	942

Izvor: RZS.

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

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.

Tabela T3-3. Srbija: administrativna i ekonomska nezaposlenost, 2004–2008

	Administrativni broj nezaposlenih 15-64 god. (NSZ)	Administrativna stopa nezaposlenosti 15-64 god. ¹⁾ (NSZ i RAD, RZS)	Broj nezaposlenih 15-64 god. (ARS, RZS)	Stopa nezaposlenosti 15-64 god. ²⁾ (ARS, RZS)
2004 Mart	...	26,0	...	...
Septembar	842.775	23,9	664.002	19,5
2005 Mart	884.111	25,0	...	...
Septembar	897.724	25,3	718.773	21,8
2006 Mart	920.031	26,6	...	...
Septembar	914.564	26,6	691.877	21,6
2007 Mart	913.299	26,7	...	...
Septembar	808.200	24,5	585.472	18,8
2008 Mart	795.081	24,1 ²⁾	432.730	14,0
Septembar	726.465	21,4	...	...

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

Napomene:

1) Anketa o radnoj snazi se do 2008. sprovodila samo jednom godišnje - u oktobru, tako da su podaci za septembar te godine zapravo podaci iz oktobra te godine. U aprilu 2008. je sprovedena pilot ARS, tako da su podaci ARS za mart 2008. (kolone 3 i 4) zapravo podaci za april 2008.

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

3) Aktivno stanovništvo predstavlja zbir zaposlenih nezaposlenih lica radnog uzrasta.

Fusnote:

1) RZS stopa nezaposlenosti se računa kao odnos broja nezaposlenih i radne snage, gde se radna snaga sastoji od ukupno zaposlenih iz evidencije RZS (kolona 1 u Tabeli T3-1), broja nezaposlenih iz evidencije NSZ (kolona 1 u ovoj tabeli) i broja poljoprivrednika iz najskorije Ankete o radnoj snazi. Od septembra 2004. ova stopa nezaposlenosti računa se prema nezaposlenim licima (kolona 1), dok se u prethodnim periodu računala prema licima koja traže zaposlenje.

2) RZS stopa nezaposlenosti za septembar 2008. izračunata je sa podacima o poljoprivrednicima iz Ankete o radnoj snazi za april 2008. Ukoliko bismo koristili podatke o poljoprivrednicima iz ARS za oktobar 2007. ova stopa bi iznosila 22,5.

Broj registrovanih nezaposlenih opada za oko 70.000 između marta i septembra 2008

Kako formalna zaposlenost ne raste, dok nezaposlenost opada – raste formalno neaktivno stanovništvo

Anketa o radnoj snazi koja prati neformalnu ekonomiju pokazuje rast ukupne zaposlenosti, tj. porast broja poljoprivrednika i pomažućih članova domaćinstva

Podaci sa tržišta rada u Srbiji, koje analiziramo u ovom odeljku QM-a, na prvi pogled prikazuju nekonzistentne, pa čak i asimetrične trendove. Naime, zaposlenost stagnira ili čak blago opada, dok nezaposlenost značajno opada. Međutim, ovakve trendove objašnjavamo na sledeći način. Zaposlenost koju pratimo u Tabeli T3-1 (zaposlenost kod pravnih lica i preduzetnika) odnosi se na onaj deo stanovništva koje ima “dobre” poslove, odnosno na ona lica koja rade za platu. U tom kontingentu se nalaze zaposleni u javnom i privatnom sektoru (on ne uključuje poljoprivrednike), i njihov broj, nažalost, uglavnom stagnira. Dakle, zaključujemo da lica koja “nestaju” sa evidencije Nacionalne službe za zapošljavanje prelaze u formalno neaktivno stanovništvo s obzirom da se zaposlenost za platu ne povećava.

Dalje, analizirajući podatke Ankete o radnoj snazi koja prati kako neformalnu zaposlenost tako i zaposlenost u poljoprivredi, zaključujemo da uglavnom raste broj poljoprivrednika i pomažućih članova domaćinstva, i da je to zapravo kontingent koji najviše doprinosi smanjenju stope nezaposlenosti po ARS (Tabela T3-3, kolone 3 i 4). Zbog neformalnog karaktera zaposlenja u poljoprivredi, posebno među pomažućim članovima domaćinstva, ove poslove svrstavamo u “loše”. Dakle, ukoliko bi zaposlenost za platu, posebno u privatnom sektoru, počela da se povećava, to bi bio pravi znak da raste kvalitet zaposlenja i da formalno tržište rada počinje da obuhvata sve veći deo stanovništva. Međutim, to se u Srbiji još uvek nije dogodilo, zbog čega zaključujemo da privreda još uvek nije dostigla nivo kada počinje da povećava svoju produktivnost kroz zapošljavanje novih radnika.

Zarade

Međugodišnje realne zarade su porasle sa 3,1% u Q2 2008. na 5% u Q3

Međugodišnja stopa rasta realnih zarada porasla je sa 3,1% u Q2 2008. na 5% u Q3. S obzirom na to da je nominalni rast zarada usporio za oko 1,5 procentnih poena, ubrzavanje rasta realnih zarada može se pripisati međugodišnjem usporavanju rasta troškova života (sa 15,8% u Q2 na 12,3% u Q3)³. U istom periodu značajna apresijacija dinara dovela je do značajnog rasta plata u evrima (Tabela T3-4).

3 Za više detalja o kretanju inflacije videti odeljak 3. “Cene i devizni kurs” u ovom broju QM-a.

3. Zaposlenost i zarade

Tabela T3-4. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2004–2008

	Prosečna mesečna zarada (RZS)				Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade (RZS) ²⁾	
	Ukupni troškovi rada ¹⁾ , u din.	Neto, u din.	Ukupni troškovi rada, u evrima	Neto, u evrima	Nominalni	Realni
2004	24.234	14.108	334	194	123,7	111,4
2005	30.142	17.478	364	211	124,4	107,1
2006	37.493	21.745	445	258	124,4	111,3
2007	45.723	27.785	572	347	121,9	114,6
2007 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
2008 Q1	49.291	30.007	596	363	119,3	105,2
Q2	53.369	32.452	658	400	119,4	103,1
Q3	54.372	33.053	705	429	117,9	105,0
Oktobar	56.454	34.311	694	422	119,5	106,5

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%.

U oktobru međugodišnji rast nominalnih zarada ubrzava u odnosu na Q2 i vraća se na nivo iz Q2 2008, čime se realna međugodišnja stopa rasta realnih zarada povećava za 1,5 procentnih poena u odnosu na Q3 i sada iznosi 6,5%. Kako dinar u oktobru značajno depresira u odnosu na Q3, nominalne plate u evrima u oktobru su manje u odnosu na iste u Q3.

Tabela T3-5. Srbija: troškovi rada i međugodišnji indeksi, 2004–2008

	Troškovi rada			Međugodišnji indeksi masa ukupnih troškova rada ⁴⁾	
	Masa ukupnih troškova rada, u hiljadama din. ¹⁾	Jedinični troškovi rada (BDP) ²⁾	Jedinični troškovi rada (BDV) ³⁾	Nominalni	Realni
2004	534.767.841	38,7	41,5	124,7	112,3
2005	661.108.425	40,2	40,0	123,6	106,5
2006	805.517.464	41,5	39,2	121,8	109,1
2007	963.045.978	43,6	38,8	119,6	112,4
2005 Q3	162.339.457	39,2	40,0	123,3	106,8
2006 Q1	180.227.329	43,3	39,8	125,9	109,9
Q2	196.486.925	41,1	38,7	121,0	106,0
Q3	203.348.767	39,8	38,6	119,7	107,4
Q4	225.454.442	42,1	39,6	121,4	113,3
2007 Q1	218.080.843	46,4	40,5	121,0	115,4
Q2	235.889.439	44,3	38,6	120,1	116,2
Q3	242.525.692	41,8	38,4	119,3	111,8
Q4	266.550.004	42,2	37,6	118,2	106,7
2008 Q1	258.727.651	44,7	38,0	118,6	104,6
Q2	281.252.596	42,9	36,6	119,3	103,0
Q3	285.944.115	41,2	37,7	117,9	105,0

Izvor: RZS.

Napomena: Navedeni podaci poseduju metodološke nepreciznosti zato što RZS ne prati plate kod preduzetnika. Zato vrednosti u Tabeli T3-6 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 fiksnih 17,9%.

Jedinični troškovi rada nastavljaju da opadaju u odnosu na isti period protekle godine

Jedinični troškovi rada nastavljaju da opadaju, sa 41,8% u Q3 2007. na 41,2% u Q3 2008 (Tabela T3-5, kolona 2). Kada iz BDV isključimo državu i poljoprivredu, uočavamo međugodišnji pad JTR sa 38,4% u Q3 2007. na 37,7% u Q3 2008, iako je došlo do njihovog blagog rasta u odnosu na Q2 2008. godine (Tabela T3-5, kolona 3)⁴.

Tabela T3-6. Srbija: međugodišnji realni indeksi bruto zarada po delatnostima, 2005–2008

	2006	2007	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Okt 2008
Ukupno	111,3	114,6	118,5	118,6	114,1	108,2	105,2	103,1	105,0	106,5
Poljoprivreda, šumarstvo i vodoprivreda	114,7	107,6	110,2	105,6	108,2	106,3	113,0	113,0	110,3	110,8
Ribarstvo	92,6	86,7	78,8	63,6	101,5	103,0	118,0	179,7	87,8	163,6
Vađenje ruda i kamena	113,5	118,5	135,4	121,1	111,3	106,4	91,9	98,9	105,7	110,3
Prerađivačka industrija	113,7	111,6	114,9	114,7	109,7	106,8	108,3	103,2	105,6	107,6
Proizvodnja električne energije, gasa i vode	106,3	118,7	143,0	117,7	110,1	103,8	82,4	98,8	102,7	105,4
Građevinarstvo	112,9	117,2	123,9	126,0	112,9	106,1	108,7	105,0	107,5	107,8
Trgovina na veliko i malo, opravka	114,5	113,1	118,7	115,1	113,5	105,1	109,4	107,4	108,0	110,6
Hoteli i restorani	109,5	112,9	112,0	114,7	115,6	109,2	110,0	104,1	102,9	102,2
Saobraćaj, skladištenje i veze	108,5	108,9	108,5	111,9	108,4	106,9	105,8	102,6	104,6	99,0
Finansijsko posredovanje	112,4	109,1	112,9	111,4	105,2	106,7	93,4	95,6	103,9	105,2
Poslovi s nekretninama, iznajmljivanje	103,4	119,6	122,0	120,8	116,6	119,0	105,2	95,3	97,6	100,4
Državna uprava i socijalno osiguranje	109,2	111,3	111,5	118,3	113,2	102,2	98,3	100,6	101,3	107,2
Obrazovanje	108,9	114,3	111,9	118,5	116,3	110,5	110,2	106,1	104,9	104,5
Zdravstveni i socijalni rad	108,5	123,9	125,5	130,8	127,2	112,0	105,6	99,4	100,9	104,3
Druge komunalne, društvene i lične usluge	105,0	107,4	106,2	111,7	110,6	101,0	102,1	100,5	101,2	101,7

Izvor: RZS, RAD-1.

Najveći međugodišnji rast realnih zarada u Q3 posmatramo u poljoprivredi, trgovini i građevinarstvu

Najveći međugodišnji rast realnih zarada u Q3 2008. posmatramo u poljoprivredi (10,3%), trgovini (8%) i građevinarstvu (7,5%). Međugodišnju stopu rasta koja je iznad stope rasta prosečne zarade takođe posmatramo u sektoru vađenja ruda i kamena (5,7%) i u prerađivačkoj industriji (5,6%). Jedino je u sektoru poslova sa nekretninama došlo do međugodišnjeg pada realnih zarada (-2,4%) (Tabela T3-6).

U oktobru dolazi do još većeg međugodišnjeg rasta realnih zarada u svim sektorima u kojima je rast bio natprosečan u Q2. Pored toga dolazi do natprosečnog rasta realnih plata u javnom sektoru (7,2% u državnoj upravi), što nije bio slučaj u Q3 (Tabela T3-6).

Tabela T3-7. 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		
2004	107,4	107,7	110,9	107,9	113,4	113,7	111,4
2005	105,9	106,0	100,8	100,5	103,0	106,9	107,1
2006	109,1	107,2	109,4	110,8	102,9	113,7	111,3
2007	111,1	114,7	123,8	116,7	105,0	114,1	114,6
2005 Q3	103,5	108,0	98,1	100,2	102,6	110,5	107,6
2006 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	116,6
2007 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
2008 Q1	99,2	109,5	105,6	94,3	98,5	107,3	105,2
Q2	99,6	104,8	99,4	103,0	89,0	104,2	103,1
Q3	100,8	104,7	101,1	103,6	91,7	106,3	105,0

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 T3-2).

U oktobru pored sektora koji beleže natprosečan rast u Q3 dolazi i do natprosečnog rasta realnih plata u državnoj upravi

U javnom sektoru nije došlo do značajnijeg međugodišnjeg rasta realnih zarada u Q3 – uglavnom je blago iznad rasta realnih zarada u Q2. Taj blagi rast pripisujemo usporavanju rasta troškova života između Q2 i Q3, a ne većem rastu nominalnih zarada (T3-7).

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

4. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost će pod uticajem svetske finansijske krize znatno usporiti svoj rast. Finansijska kriza se prenosi na realni sektor putem dva “kanala”: (1) smanjenjem mogućnosti kreditiranja i (2) smanjenjem kako izvozne, tako i domaće tražnje. Budući da ne raspoložemo podacima koji se odnose na period nakon septembra, opredelili smo se za nešto kvalitativniju analizu privredne aktivnosti za period do kog imamo podatke i na osnovu toga pokušali da predvidimo i kvantifikujemo sled narednih događaja. Privreda Srbije je dočekala kulminaciju finansijske krize sa solidnim privrednim rastom. Rast i BDP i nepoljoprivredne BDV u Q3 procenjujemo na oko 6,5%. Iako je domaća tražnja u Q3 značajno smanjena u odnosu na BDP, još uvek je nesrazmerno visoka u odnosu na proizvodnju. Pod uticajem visoke domaće tražnje, u privrednom rastu prednjači proizvodnja nerazmenjivih dobara – usluga. Apresijacija kursa dinara u Q3 je dovela do značajnog pogoršanja konkurentnosti merene jediničnim troškovima rada u evrima. Već u Q4 makroekonomske okolnosti su znatno drugačije – bar sa stanovišta deviznog kursa – ali je pitanje koliko će kratkoročna prilagođavanja imati uticaja na otklanjanje dugoročnih strukturnih neravnoteža i izbegavanje moguće recesije. Procene da će rast BDP u 2009. iznositi oko 3,5% smatramo realnim – blago optimističnim, ali će i ovakav scenario zavisiti od dužine trajanja finansijske krize, kao i odlučnosti i sposobnosti nosilaca ekonomske politike da odgovore na tekuće izazove.

Bruto domaći proizvod

**Rast BDP u Q3
procenjujemo na oko
6,5%**

**Rast nepoljoprivredne
BDV oko 6,5%**

Prema preliminarnoj proceni QM-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti¹, međugodišnji realni rast BDP u Q3 iznosi oko 6,5 % (Tabela T4-1). Ostvareni rast BDP u Q3 je sličan ostvarenom nivou rasta u Q2 (6,2%). Nepoljoprivredna BDV, koju smatramo pouzdanijom merom privredne aktivnosti, u Q3 ostvaruje rast od 6.5% što predstavlja blago usporavanje u odnosu na Q3 kada je iznosila 7%.

Posmatrano po proizvodnom principu, u ukupnom rastu privredne aktivnosti u Q3 prednjače saobraćaj i telekomunikacije, finansijsko posredovanje i poljoprivreda. U odnosu na Q2 nešto veće *usporavanje rasta* evidentirali smo u prerađivačkoj industriji, nešto veće *ubrzanje rasta* u poljoprivredi, dok ostali sektori nastavljaju sa sličnim međugodišnjim rastom (Tabela T4-1).²

Tabela T4-1. Srbija: bruto domaći proizvod, 2005–2008¹⁾

	Međugodišnji indeksi										Bazni indeks (jan-sep) _{08/} (jan-sep) ₀₂	Učešće 2007
	2005	2006	2007	2007				2008				
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 ²⁾		
Ukupno	106,0	105,6	107,1	107,8	107,7	106,6	106,4	108,4	106,2	106,5	142,7	100,0
Porezi minus subvencije	110,2	99,8	109,5	110,6	107,8	112,5	107,5	109,1	103,1	103,0	154,1	15,5
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	105,4	106,8	106,7	107,4	107,8	105,6	106,2	108,2	106,6	107,0	140,8	84,5
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	107,3	107,9	108,8	108,3	109,0	108,7	109,2	108,3	107,0	106,5	146,8	89,2 ³⁾
Poljoprivreda	95,1	99,8	92,2	99,5	98,2	88,3	87,6	106,4	103,4	110,0	105,2	10,8 ³⁾
Prerađivačka industrija	99,9	105,6	104,8	109,4	104,9	104,6	101,6	103,9	104,4	101,4	116,6	15,7 ³⁾
Građevinarstvo	102,0	107,7	108,3	117,7	110,3	105,1	102,0	104,3	107,9	108,0	145,5	3,5 ³⁾
Saobraćaj, skladištenje i telekomunik.	123,4	129,3	119,4	113,7	117,2	120,1	125,7	120,2	117,6	115,0	277,9	15,1 ³⁾
Trgovina na veliko i malo	122,0	110,3	119,5	122,6	120,0	117,7	118,5	111,4	105,8	107,0	229,0	12,7 ³⁾
Finansijsko posredovanje	117,1	117,0	117,9	117,1	117,5	117,4	119,6	116,9	116,0	115,0	223,9	8,4 ³⁾
Ostalo	102,1	100,6	101,5	99,9	102,3	101,8	102,0	103,3	102,1	102,8	110,1	33,7 ³⁾

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 raspoložemo 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 U ovu grupaciju sektora svrstavamo sektore privrede sa nešto manjim učešćem u BDV: proizvodnju i distribuciju električne energije gasa i vode, vađenje ruda i kamena, turizam i ugostiteljstvo i ostale usluge.

Rast usluga prednjači...

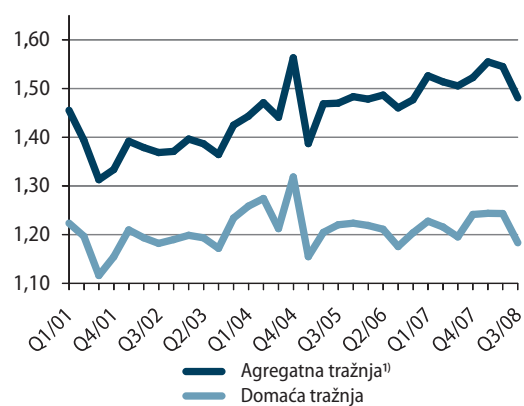
Ako podelimo privredu na dva segmenta: (a) usluge i (b) materijalnu proizvodnju³ – uočavamo da međugodišnji rast usluga i dalje prednjači. U Q3 je realni međugodišnji realni rast usluga iznosio oko 7,9%, dok je rast materijalne proizvodnje iznosio oko 5,3%. Poređenje s istim periodom prošle godine ukazuje da je ipak došlo do značajnih promena, budući da su usluge tada ostvarile rast koji je bio čak za 12,2 procentna poena viši od rasta materijalne proizvodnje. U Q3 je ta razlika svedena na samo 2,6 procentnih poena, pre svega zbog usporavanja rasta usluga i rasta poljoprivredne proizvodnje.

...ali ni materijalna proizvodnja ne zaostaje mnogo

Svrha ovakvog posmatranja privrede jeste u tome što su usluge pod dominantnim uticajem domaće tražnje, dok na materijalnu proizvodnju, osim domaće tražnje, u znatnoj meri utiče i izvozna tražnja, a taj deo materijalne proizvodnje je podložan i konkurenciji uvoznih proizvoda⁴.

Visok rast usluga u proteklih nekoliko godina upućuje na zaključak da je domaća tražnja bila najzaslužnija za visok privredni rast u Srbiji. Rast domaće tražnje doveo je do ubrzanja potrošnje i razmenjivih i nerazmenjivih proizvoda. Dok su se, međutim, *nerazmenjiva dobra* – pre svega usluge – morala proizvoditi lokalno, *razmenjiva dobra* su se mogla lako uvoziti. Kao posledica te činjenice, u strukturi privrednog rasta dolazilo je do gotovo divergentnih trendova rasta usluga i materijalne proizvodnje, uz značajan rast spoljnih neravnoteža.

Navedeni trendovi ukazuju i na nedovoljnu konkurentnost domaće privrede, koja nije bila u stanju da poveća proizvodnju razmenjivih dobara srazmerno povećanju uvoza. Ne treba, međutim, zanemariti činjenicu da je sve vreme tranzicije izvoz beležio dvocifrene stope rasta, odnosno da postoji i deo domaće privrede koji je konkurentan i koji je bio u ekspanziji.

Domaća tražnja niža u Q3**Grafikon T4-2. Srbija: kretanje agregatne i domaće tražnje u odnosu na BDP, 2001–2008**

Izvor: QM na osnovu podataka RZS.

1) Agregatna tražnja = domaća tražnja + izvoz.

U Tabeli T4-2 prikazali smo kretanje domaće i agregatne tražnje koje ukazuje na zabrinjavajuću strukturnu neravnotežu – visoku domaću tražnju u odnosu na proizvodnju, s kojom dočekujemo eskalaciju svetske finansijske krize. Domaća tražnja je u celom periodu tranzicije bila za oko 20% veća od proizvodnje. Grafikon T4-2 ukazuje i na dugoročni trend solidnog rasta izvoza.

U Q3 je došlo do naglog usporavanja kako domaće, tako i izvozne tražnje u odnosu na BDP. Usporavanje domaće tražnje je bilo znatno oštrije u odnosu na izvoznju. Iako je domaća tražnja, uobičajeno, sezonski nešto niža u Q3, njena vrednost u Q3 2008. jeste niska, i ako uzmemo u obzir sezonsku komponentu. Po prvi put posle dve godine domaća tražnja u Q3 ne premašuje BDP za više od 20%.

Na smanjenje domaće tražnje u Q3 uticali su: nizak realni rast zarada, usporavanje dela kredita koji se odnose na potrošačke i gotovinske kredite, kao i relativno izbalansirana fiskalna politika⁵. Ipak, ne zanemarujući navedene uticaje, ovako naglo usporavanje domaće tražnje u Q3 se može većim delom objasniti snažnom apresijacijom dinara, budući da je došlo do privremenog smanjenja vrednosti uvoznih proizvoda u odnosu na BDP.

Jedinični troškovi rada su povećani

Jedinični troškovi rada (JTR) mereni u dinarima beleže blagi rast, dok su evro-JTR u Q3 osetno porasli. Rast dinarskih JTR posledica je blagog usporavanja rasta produktivnosti i blagog ubrzanja realnog rasta zarada. Na Grafikonu T4-3 prikazani su jedinični troškovi rada u privredi (iz koje smo isključili državu i poljoprivredu) i industriji. JTR su, uz sezonske oscilacije⁶, još uvek na trendu višegodišnjeg smanjivanja (Grafikon T4-3).

³ 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.

⁴ Materijalna proizvodnja je veoma podložna i različitim egzogenim uticajima (prvenstveno poljoprivreda i građevinarstvo).

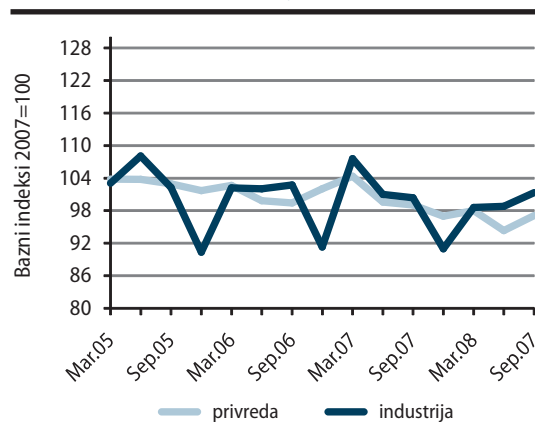
⁵ Za više detalja videti: odeljak 4. "Zaposlenost i zarade", odeljak 7. "Fiskalni tokovi i politika" i odeljak 8. "Monetarni tokovi i politika" ovog izdanja QM-a.

⁶ U Q1 JTR beleže sezonski rast, što se i vidi na Grafikonima T4-3 i T4-4, jer dolazi do sezonskog smanjenja privredne aktivnosti koje ne prati smanjenje zarada. U Q4 je obrnuto.

4. Privredna aktivnost

Konkurentnost je privremeno pala

Grafikon T4-3. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi i industriji, 2005–2008

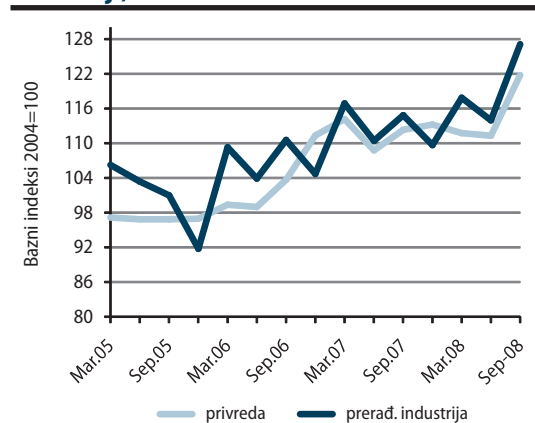


Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

privrede u navedenom periodu. U Q3 je došlo do naglog pada konkurentnosti, za oko 10 procentnih poena, usled snažne apresijacije dinara koja nije bila, niti je mogla biti, ispraćena adekvatnim povećanjem produktivnosti i/ili smanjenjem zarada. Od oktobra, međutim, dolazi do nove depresijacije dinara koja je učinila gubitak konkurentnosti domaće privrede u Q3 privremenim.

Poredeći kretanje evro-JTR s realnom apresijacijom kursa⁸ uočavamo da je realna apresijacija dinara od 2004. bila znatno veća od rasta evro-JTR. Kretanje evro-JTR u proteklih nekoliko godina ukazuje na to da je domaća privreda ipak uspevala da tržišnim mehanizmima – rastom produktivnosti i usporavanjem rasta zarada – amortizuje znatan deo negativnog uticaja dugoročnog trenda apresijacije dinara na konkurentnost. Ovaj nalaz je bitan, budući da je skorašnja depresijacija dinara “vratila” veći deo izgubljene konkurentnosti domaće privrede. Nastavak snažne depresijacije dinara – slične ovoj iz oktobra i novembra – donosi veći rizik za makroekonomsku stabilnost nego što doprinosi povećanju konkurentnosti domaće privrede.

Grafikon T4-4. Srbija: realni evro jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2008



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

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 privredu⁷. 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 Q3 2008. godine porasli oko 25%, (Grafikon T4-4) – što ujedno kvantifikuje i pad konkurentnosti domaće

U 2009. je nemoguće izbeći značajno usporavanje privredne aktivnosti. Uticaj svetske finansijske krize će se direktno odraziti na smanjenu aktivnost u sektoru finansijskog posredovanja koja učestvuje u privredi Srbije sa oko 8%. Ostali sektori će biti posredno pogođeni putem smanjene mogućnosti uzimanja kredita i usporavanja domaće i izvozne tražnje. Usporavanje privredne aktivnosti je teško precizno kvantifikovati. Procene koje se iznose u javnosti da će rast BDP u 2009. iznositi oko 3,5% su ipak u skladu s našim očekivanjima⁹.

⁷ Bez sektora države i poljoprivrede.

⁸ Za više detalja videti odeljak 3. „Cene i devizni kurs“ ovog izdanja QM-a

⁹ Za više detalja videti rubliku Osvrti ovog izdanja QM-a

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je usporila rast

Industrijska proizvodnja je u Q3 zabeležila rast od 1% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T4-5). Međugodišnji rast industrijske proizvodnje u Q3 je za 1,3 procentnih poena niži od onog ostvarenog u Q2, a do usporavanja je došlo u prerađivačkoj industriji.

Tabela T4-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2005–2008

	Međugodišnji indeksi										Učešće 2007
	2005	2006	2007	2007				2008			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Ukupno	100,8	104,7	103,7	104,8	105,2	103,5	100,4	106,0	102,3	101,0	100,0
Vađenje ruda i kamena	102,1	104,1	99,4	102,1	101,4	99,2	95,6	106,0	101,8	103,0	6,0
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	104,2	108,5	104,9	103,3	99,9	104,4	103,7	100,4	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	96,1	103,2	18,2

Izvor: RZS.

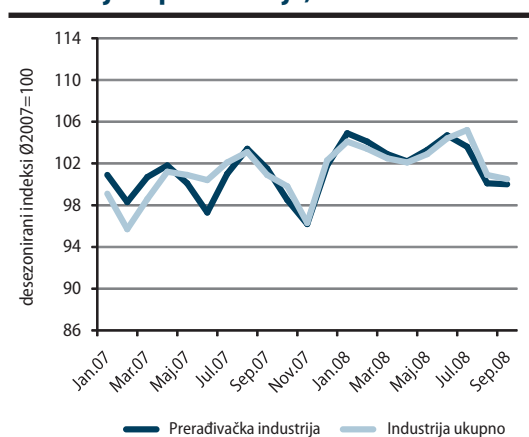
Usporavanje prerađivačke industrije

Proizvodnja i distribucija električne energije, gasa i vode, kao i vađenje ruda i kamena su u Q3 nešto ubrzale rast u odnosu na Q2, ali u okvirima očekivanih oscilacija. Od daleko većeg značaja za analizu jeste sektor prerađivačke industrije koji ima i najveće učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji. Prerađivačka industrija je u Q3 ostvarila niži međugodišnji rast nego u Q2, i on sada iznosi 0,4% (usporevanje u odnosu na Q1 za 3,3 procentnih poena).

Preokret trenda u proizvodnji prerađivačke industrije (a samim tim i u ukupnoj industrijskoj proizvodnji) – desio se u avgustu. Tada je industrijska proizvodnja, posle istorijski najviših vrednosti proizvodnje od početka tranzicije, i vrlo visokih međugodišnjih stopa rasta (u julu međugodišnji rast industrijske proizvodnje 5,4%) – naglo ušla u stagnaciju.

Preokret u kretanju industrijske proizvodnje u avgustu se najbolje vidi na desezoniranim indeksima industrijske proizvodnje. Razlog za ovo usporevanje možemo pripisati već evidentiranom usporevanju kako domaće, tako i izvozne tražnje¹⁰.

Grafikon T4-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2007–2008



Izvor: RZS.

Prednjači proizvodnja investicionih dobara

Posmatrano po nameni (Tabela T4-7) – uočavamo vrlo ujednačene stope rasta proizvodnje svih namenskih grupa proizvoda. Najviši međugodišnji rast industrijske proizvodnje od 5% u Q3 ostvarila je proizvodnja investicionih dobara. Pozitivan međugodišnji rast u Q3 od 2,4% ostvarila je i proizvodnja energije. Proizvodnja potrošnih dobara je na nepromenjenom nivou u odnosu na isti period prethodne godine, dok je proizvodnja intermedijarnih dobara ostvarila blagi pad u odnosu na prethodnu godinu od 0,3%.

¹⁰ I pored pomenutog privremenog uticaja apresijacije na smanjenje domaće tražnje, izvesno je da je domaća tražnja u Q3 i bez ovog uticaja smanjena, budući da smo evidencirali usporevanje rasta usluga na koje ne utiče apresijacija, već pretežno domaća tražnja. Na smanjenje izvozne tražnje nas upućuje smanjenje izvoza.

4. Privredna aktivnost

Tabela T4-7. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2008

	Međugodišnji indeksi									Učešće ⁵⁾	
	2005	2006	2007	2007				2008			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Ukupno	100,6	104,7	103,7	104,8	105,2	103,5	100,4	106,0	102,3	101,0	100,0
Energija ¹⁾	103,9	102,5	101,2	93,0	104,9	105,6	103,0	110,2	98,2	102,4	26,6
Investiciona dobra ²⁾	74,2	90,0	105,4	97,1	99,1	117,8	103,3	106,5	118,3	105,0	6,0
Intermedijalna dobra ³⁾	104,9	106,7	104,9	113,6	108,4	102,4	95,7	106,0	106,8	99,7	30,4
Intermedijalna dobra bez osnovnih metala	101,5	101,3	107,3	113,1	108,3	105,9	101,5	105,1	107,1	95,3	22,6
Potrošna dobra ⁴⁾	101,6	112,0	107,1	122,4	109,1	102,3	97,2	99,4	97,5	100,0	37,0
Potrošna dobra bez prehr. industrije	96,3	128,3	109,2	138,7	111,4	99,3	91,8	95,8	96,5	103,4	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), petrohemijska, 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
beleži visok rast u Q3

Građevinska aktivnost je u Q3 za oko 8% viša u odnosu na isti period prethodne godine. Među više neusklađenih indikatora koji opisuju kretanja u građevinarstvu, kao najpouzdaniji posmatramo indeks proizvodnje cementa¹¹ (Tabela T4-8). Proizvodnja cementa u Q3 je za 8,1% viša od proizvodnje iz istog perioda prethodne godine.

Tabela T4-8. 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	103,7	108,1	...	...

Izvor: RZS.

Od ostalih indikatora građevinarstva koje objavljuje RZS: vrednost izvedenih građevinskih radova u Q3 je nominalnoviša za 8,4%, austalnim cenama za 2,2% u odnosu na isti period prethodne godine. Broj radnika na gradilištima je manji za 0,6%, dok je međugodišnji pad ostvarenih časova rada na gradilištima 1,5%.

U 2009. očekujemo usporavanje građevinske aktivnosti...

... ali je za sada neizvesno prognozirati

Građevinska aktivnost u 2008. ostvaruje solidan rast koji procenjujemo na 5 do 10%. Uticaj finansijske krize se verovatno neće osetiti na građevinskoj aktivnosti do kraja 2008. godine, te ne očekujemo bitnije promene u Q4 tekuće godine. U 2009. je vrlo verovatno određeno usporavanje građevinske aktivnosti. Na usporavanje građevinske aktivnosti će najviše uticati smanjena mogućnost uzimanja kredita, kako investitora tako i potencijalnih kupaca nekretnina.

Očekivano usporavanje građevinske aktivnosti može biti donekle smanjeno najavljenim državnim investicijama na velikim infrastrukturnim projektima (Koridor 10) za koje su obezbeđena sredstva međunarodnih institucionalnih kreditora.

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

5. Platni bilans i spoljna trgovina

Pokazatelji upućuju na to da se Q3 čini kao još jedan uspešan kvartal: smanjuje se tekući deficit, koji pada sa 20,1% BDP-a u Q2 na i dalje visokih ali umerenijih 16,7%. Nakon stagnacije u prva dva kvartala 2008, finansiranje iz inostranstva se nastavlja. Finansijski račun pokriva tekući deficit. Devizne rezerve rastu za dodatnih 257 miliona evra. Vrhunac svetske finansijske krize se, međutim, krajem septembra i početkom oktobra prenosi i na Srbiju. Zbog usporenih deviznih priliva i povlačenja deviznih depozita građana iz banaka, kurs od kraja septembra do kraja novembra depresira za 15%. Iako se krajem oktobra “panika” smiruje, ostaje rizik od nedovoljnih finansijskih priliva iz inostranstva u budućem periodu. Preduzete mere monetarne i fiskalne politike imaju pozitivan uticaj na ublažavanje posledica svetske finansijske krize i eksterne neravnoteže srpske privrede.

Deficit tekućeg računa u Q3 opada na 16,7% BDP-a

Deficit tekućeg računa platnog bilansa Srbije u Q3 iznosi 1.551 miliona evra, ili 16,7% kvartalnog BDP-a (Tabela T5-1). U odnosu na Q1 i Q2, kada je tekući deficit činio 17,4%, odnosno 20,1% BDP-a, respektivno, u Q3 dolazi do izvesnog poboljšanja. Niže učešće deficita tekućeg računa u BDP u Q3 delimično se može objasniti apresijacijom dinara u odnosu na evro koja je obeležila ovaj period. Ali, pored prividnog smanjenja – usled promene odnosa vrednosti valuta – došlo je i do realnog pada tekućeg deficita, pre svega zbog usporenja rasta uvoza i oporavka priliva transfera, prvenstveno doznaka.

Robni deficit takođe niži u odnosu na prvu polovinu godine i iznosi 21,2% BDP-a

U Q3 deficit robne razmene iznosi 1.968 miliona evra i, posmatrano u procentima BDP-a, pokazuje pad u odnosu na prvu polovinu godine. U Q1 je iznosio 24,6% BDP-a, u Q2 23,4% BDP-a, da bi u Q3 opao na 21,2% bruto domaćeg proizvoda (Tabela T5-1). U Q3 je izvezeno robe u vrednosti 2.057 miliona evra, što čini 22,1% kvartalnog BDP-a, dok je uvoz iznosio 4.025 miliona evra (43,3% BDP-a).

Međugodišnji rast deficita tekućeg računa od 48,8%...

Ako posmatramo dinamiku rasta deficita tekućeg računa platnog bilansa, možemo uočiti da je njegov apsolutni iznos u Q3 2008. godine viši za 48,8% u odnosu na isti period prethodne godine. Iako deficit raste na međugodišnjem nivou, u poređenju s prethodnim kvartalom deficit pada za 10,7%. Međukvartalno smanjenje tekućeg računa posledica je izvesnog poboljšanja svih njegovih komponenti: bilans roba i usluga beleži niži deficit, negativna razlika između prihoda i rashoda po osnovu faktorskih transfera je nešto manja, dok pozitivan saldo tekućih transfera raste u odnosu na Q2.

...ali međukvartalni pad za 10,7%

Dobre performanse spoljne trgovine u Q3 su dodatno pojačane oporavljenim bilansom tekućih transfera

Robni deficit u Q3 raste 25,7% na međugodišnjem nivou. Pri tom, u Q3 dolazi do istovremenog usporavanja rasta kako uvoza, tako i izvoza. Izvoz robe raste po stopi od 20,0% međugodišnje, dok ukupan uvoz robe primetno usporava rast i u Q3 raste po međugodišnjoj stopi od 22,7%¹.

Dobre performanse spoljne trgovine koje su obeležile Q3, dodatno su pojačane boljom performansom tekućih transfera u odnosu na Q2. U prethodnom (drugom) kvartalu tekući transferi su značajno pali na međugodišnjem nivou (-14,4%), čime su u velikoj meri doprineli rekordno visokom deficitu tekućeg računa u Q2. U Q3 transferi iznose 650 miliona evra i time ostaju na prošlogodišnjem nivou (neznatan pad od 3,9%), ali su se značajno oporavili u odnosu na njihov nivo u Q2.

Devizne rezerve beleže rast od 257 miliona evra...

U Q3, nakon zastoja u prvoj polovini 2008, beležimo značajne finansijske prilive iz inostranstva. Finansijski račun (bez deviznih rezervi)² u Q3 iznosi 1.731 miliona evra, pokriva deficit tekućeg računa i dovodi do porasta deviznih rezervi NBS za 257 miliona evra. Struktura ovih značajnih finansijskih priliva ukazuje, međutim, na slabosti spoljne pozicije srpske ekonomije.

1 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.

2 Prema MMF-ovoj metodologiji, promene deviznih rezervi ulaze u finansijski račun. (“Balance of Payments Manual”, fifth edition, IMF; <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>).

5. Platni bilans i spoljna trgovina

...ali primetno niže SDI i značajno, naročito kratkoročno, zaduživanje u inostranstvu ukazuju na lošu strukturu finansijskih priliva

Strane direktne investicije u Q3 su ekstremno niske i iznose svega 133 miliona evra. Ovako nizak priliv SDI nije zabeležen od Q2 2004. U odsustvu velikih privatizacija, veoma niske SDI reflektuju rizike s kojima će se srpska ekonomija susreti u sledećem periodu. Nizak iznos SDI u Q3 je takođe povezan i s perspektivama dolazeće recesije u Zapadnoj Evropi, kao i s padom sklonosti ka riziku stranih investitora, i niskim prilivom greenfield investicija u Srbiju.

Prilivi na finansijski račun platnog bilansa, u Q3, čine prvenstveno krediti privredi (rekordnih 1.060 miliona evra³), krediti bankarskom sektoru (334 miliona evra), dok priliv efektivne i rast deviznih depozita iznosi 333 miliona evra (Tabela T5-1). Bankarski sektor se u ovom kvartalu dugoročno zadužuje 27 miliona evra i kratkoročno 307 miliona evra, i to gotovo u potpunosti u septembru. Treba naglasiti da je došlo do povećavanja učešća kratkoročnih kredita u ukupnom zaduživanju iz inostranstva. Privreda, koja se do sada nije značajno kratkoročno zaduživala, u Q3 ove godine uzima čak 300 miliona evra kratkoročnih kredita.

Tabela T5-1. Srbija: platni bilans¹, 2007–2008

	2007			2008		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
	u mil. evra					
TEKUĆI RAČUN	-1.031	-1.031	-1.042	-1.299	-1.736	-1.551
Roba	-1.482	-1.542	-1.566	-1.841	-2.021	-1.968
Izvoz robe, f.o.b ²⁾	1.383	1.585	1.714	1.665	1.974	2.057
Uvoz robe, f.o.b	-2.865	-3.127	-3.280	-3.507	-3.995	-4.025
Usluge	-56	-54	-82	20	-76	-107
Prihodi	500	534	645	663	628	733
Rashodi	-556	-589	-727	-643	-705	-840
Dohodak	-55	-114	-70	-76	-220	-125
Prihodi	106	127	144	143	132	158
Rashodi	-161	-241	-214	-218	-352	-283
Tekući transferi-neto	562	679	676	598	582	650
od čega: zvanična pomoć	36	36	50	43	63	52
od čega: poslata sredstva (doznake-neto)	404	480	487	412	351	425
KAPITALNI RAČUN- neto	-322	1	6	5	9	0
FINANSIJSKI RAČUN	1.421	757	1.043	1.376	1.536	1.474
Direktne investicije- neto	666	-191	429	755	564	133
Portfolio investicije	269	185	119	-44	-38	26
Ostale investicije	257	1.179	877	694	700	1.572
Trgovinski krediti	-5	93	89	119	-86	-167
Finansijski krediti	317	1.044	743	204	766	1.406
NBS	-33	-23	-9	0	0	0
Vlada	50	19	39	1	17	11
Banke	-177	-89	46	-516	-86	334
Dugoročni	43	-200	-42	-163	-90	27
Kratkoročni	-220	111	88	-353	4	307
Ostali sektori (privreda)	477	1.137	667	719	835	1.060
Gotov novac i depoziti	88	-3	34	371	20	333
Ostala aktiva i pasiva	-143	45	12	0	0	0
Sredstva rezervi (- povećanje)	229	-416	-382	-29	310	-257
GREŠKE I PROPUSTI- neto	-68	273	-7	-82	192	77
UKUPNI BILANS	-229	416	382	29	-310	257
PRO MEMORIA	u % BDP-a					
Bilans tekućih transakcija	-16,4	-14,7	-13,9	-17,4	-20,1	-16,7
Bilans robne razmene	-23,5	-22,0	-20,9	-24,6	-23,4	-21,2
Izvoz robe	22,0	22,6	22,9	22,3	22,9	22,1
Uvoz robe	-45,5	-44,6	-43,8	-46,9	-46,3	-43,3
Bilans robe i usluga	-24,4	-22,8	-22,0	-24,4	-24,3	-22,3
Tekući transferi - neto	8,9	9,7	9,0	8,0	6,7	7,0
BDP u evrima ³⁾	6.302	7.014	7.490	7.479	8.627	9.288

Izvor: NBS.

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, prema metodologiji NBS koja je prilagođena IMF BOPM-5.

3) Kvartalne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kursa NBS).

3 Navedeni podatak o zaduživanju privrede se razlikuje od podatka objavljenog u sekciji 7, "Monetarni tokovi i politika". Ova razlika je posledica različitih izvora podataka: u platnom bilansu preuzimamo podatak iz odeljenja za platni bilans NBS, dok u delu o monetarnoj politici uzimamo podatak iz bilansa bankarskog sektora. Razlika između ova dva podataka je u različitom obuhvatu. Monetarni računi klasifikuju devizne depozite nerezidenata kao zaduživanje, dok u platnom bilansu ovi depoziti idu na liniju "Gotov novac i depoziti" finansijskog računa, a ne u inostrano zaduživanje.

Spoljni dug

Stanje spoljnog duga 30. septembra 2008. godine iznosi 20.530 miliona evra (61,1% BDP-a)

Spoljni dug Srbije u septembru 2008. godine iznosi 20,5 milijardi evra, ili 61,1% na godišnjem nivou kvartalnog bruto domaćeg proizvoda (Tabela T5-2). Tokom Q3 spoljni dug se povećao za visokih 1.883 miliona evra. Takva dinamika zaduživanja dovela je do međugodišnjeg povećanja spoljnog duga za 4.170 miliona evra, čime se spoljni dug uvećao za 1/4 u odnosu na stanje u istom periodu prethodne godine. Kolebanje deviznih kurseva, naročito depresijacija evra u odnosu na dolar, nije imala bitniji uticaj na navedene promene, s obzirom na to da je veći deo spoljnog duga (80,5%⁴) indeksiran u evrima. U najvećoj meri, navedeni kvartalni i međugodišnji porast jeste posledica rasta privatnog duga, pre svega intenzivnog dugoročnog zaduživanja preduzeća⁵. Doprinos rasta ukupnog privatnog zaduživanja rastu spoljnog duga iznosi 87,5% na kvartalnom, odnosno 98,3% na međugodišnjem nivou. Privreda je svojim dugoročnim zaduživanjem doprinela međugodišnjem rastu spoljnog duga sa 83,6%⁶.

Tabela T5-2. Srbija: struktura spoljnog duga, 2005–2008

	2005	2006	2007			2008		
			Mar.	Jun	Sep.	Mar.	Jun	Sep.
stanja, u milionima evra, kraj perioda								
Ukupni spoljni dug	13.064	14.884	14.858	15.689	16.361	17.957	18.647	20.530
(U % BDP-a)	61,9	59,8	58,3	58,8	59,0	59,4	58,6	61,1
Javni spoljni dug	7.714	6.420	6.241	6.253	6.210	6.035	6.047	6.282
(U % BDP-a)	36,5	25,8	24,5	23,4	22,4	20,0	19,0	18,7
Dugoročni	7.630	6.363	6.185	6.197	6.157	6.003	6.016	6.247
od čega MMF	732	185	0	0	0	0	0	0
Kratkoročni	84	57	56	56	53	32	32	35
Privatni spoljni dug	5.350	8.464	8.617	9.436	10.151	11.922	12.599	14.248
(U % BDP-a)	25,3	34,0	33,8	35,4	36,6	39,5	39,6	42,4
Dugoročni	4.156	7.263	7.669	8.532	9.152	10.883	11.482	12.366
od čega banke	1.260	2.929	2.906	2.704	2.628	2.660	2.333	2.357
od čega privreda	2.895	4.334	4.763	5.828	6.524	8.223	9.149	10.009
Kratkoročni	1.194	1.201	948	904	999	1.039	1.118	1.882
od čega banke	924	942	701	808	875	770	769	1.118
od čega privreda	271	259	247	96	123	269	349	764
Neto spoljni dug ¹⁾ , (u% BDP-a)	38,5	23,6	23,7	24,1	24,6	27,8	30,0	32,2

Izvor: NBS.

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

Krajem septembra javni spoljni dug iznosi 6.282 miliona evra, i veći je za 235 miliona evra u odnosu na jun 2008. Na godišnjem nivou, imajući u vidu smanjenje u Q1 i neznatno povećanje u Q2, javni dug ima zanemarljiv apsolutni rast.

Nastavljen rast privatnog zaduživanja

Privatni spoljni dug nastavio je rast i u ovom kvartalu. Na kraju septembra dostiže 14.248 miliona evra, tj. značajnih 42,4% BDP-a. U najvećoj meri porast privatnog duga posledica je rasta dugoročnog zaduživanja preduzeća. Banke su nakon dugoročnog razduživanja u Q1 i Q2, prvi put od početka godine u Q3 uvećale iznos dugoročnog dugovanja.

Specifično za Q3 jeste značajno kratkoročno zaduživanje, što ukazuje na povećanu "spoljnu ranjivost"

Izrazit porast kratkoročnog zaduživanja banaka i privrede (Tabela T5-2), kao negativno obeležje ovog perioda, dovelo je do porasta udela kratkoročnog duga u bruto deviznim rezervama. Taj odnos, koji predstavlja indikator ranjivosti jedne privrede⁷ – sa 0,13 – koliko je iznosio u junu, – dostigao je 0,20 na kraju septembra, i pored istovremenog povećanja bruto deviznih rezervi NBS. Iako je nivo ovog indikatora i dalje ispod vrednosti u zemljama u okruženju, njegov veliki porast za tri meseca ukazuje na povećanje spoljne ranjivosti srpske ekonomije.

4 Podatak NBS koji se odnosi na kraj 2007. godine.

5 Za razloge povećanja inostranog zaduživanja preduzeća videti ranije brojeve QM-a, odeljak 8: „Monetarni tokovi i politika“.

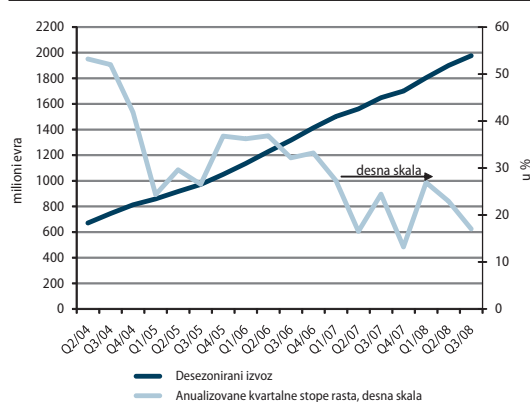
6 Doprinos porastu duga računamo kao učešće apsolutnih promena njegovih komponenti u apsolutnoj promeni duga.

7 Videti QM br.13, odeljak 6. "Platni bilans i spoljna trgovina".

Izvoz

Primetan trend
usporavanja
rasta izvoza

Grafikon T5-3. Srbija: Desezonirani izvoz i analizovane kvartalne stope rasta, 2004–2008



Izvor: RZS, QM.

Izvoz robe u Q3 raste po međugodišnjoj stopi od 19,6%. Ako posmatramo desezoniranu seriju izvoza (Grafikon T5-3), primetan je trend usporenja rasta od početka 2008. godine. U odnosu na Q2, izvoz je veći za 4,0% ili 17,0% na godišnjem nivou. Na Grafikonu vidimo nastavak skoro linearnog trenda desezonirane serije izvoza, koji ukazuje na kontinuirano usporavanje rasta izvoza zbog rastuće baze.

Tabela T5-4. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2007–2008

	Učešće u ukupnom izvozu u 2007	2008			2007			2008		
		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
	u %	u mil. evra			međugodišnji rast (u %)					
Ukupno	100,0	1.676	1.973	2.066	34,6	29,8	27,3	20,5	23,8	19,6
Kрупni (dominantni) izvoz	29,7	463	548	601	36,1	29,1	19,4	1,9	13,8	8,0
Gvožđe i čelik	12,5	220	311	300	61,5	29,1	9,7	3,6	40,6	36,0
Obojeni metali	7,9	125	128	135	11,9	18,6	17,6	4,5	-0,9	-1,2
Povrće i voće	5,3	65	64	109	30,3	59,2	29,7	13,9	-14,5	-8,0
Žitarice i proizvodi	3,9	53	44	57	26,6	23,2	40,7	-19,1	-20,3	-29,6
Noseći izvoz	70,3	1.213	1.425	1.465	33,9	30,1	31,5	29,6	28,0	25,0
Jezgro	32,7	549	585	611	30,9	35,2	28,6	23,5	13,7	9,3
Odeća	5,1	89	82	88	31,6	31,0	28,1	15,5	12,0	2,4
Razni gotovi proizvodi, nigde pomenuti	4,3	77	80	86	6,0	17,1	34,2	50,7	25,4	9,1
Proizvodi od metala, nigde pomenuti	4,8	76	82	82	76,6	60,5	33,1	26,9	1,3	-0,5
Proizvodi od kaučuka	3,3	57	57	64	16,2	17,9	4,8	3,3	5,5	27,8
Električne mašine, aparati i uređaji	3,6	63	71	82	77,6	81,2	66,7	50,9	21,7	30,3
Organski hemijski proizvodi	3,0	47	48	47	42,8	71,4	46,3	7,9	25,7	-5,3
Plastične materije u primarnim oblicima	2,2	40	40	38	-7,4	8,2	8,3	34,4	10,1	6,7
Obuća	2,3	41	41	45	34,9	18,1	10,9	15,8	8,4	9,0
Hartija, karton i proizvodi od celuloze	2,0	33	39	35	12,3	35,6	23,0	21,4	13,5	1,9
Proizvodi od nemetalnih minerala	2,1	28	45	45	55,3	32,0	28,1	10,3	19,9	16,7
Ostalo	37,6	664	840	854	36,7	26,0	34,2	35,0	40,4	39,4

Izvor: RZS.

Kрупni izvoz naročito usporava usled nepovoljnih cena te grupe proizvoda na svetskom tržištu

Usporavanje ukupnog izvoza posledica je značajnog usporenja pojedinih njegovih komponenti. Ako, kao i u prethodnim brojevima QM-a, izvoz razložimo i posmatramo kao *krupni* i *noseći izvoz*, s tim što *noseći izvoz* čine *jezgro* i *ostali izvoz*, možemo jasnije uvideti razloge navedenog kretanja (Tabela T5-4).

Kрупni izvoz značajno usporava i raste po međugodišnjoj stopi od 8,0%. Gvožđe i čelik je jedina grupa izvoznih proizvoda u okviru *krupnog izvoza* koja je zabeležila pozitivan rast. US Steel Srbija, kao najveći izvoznik tih proizvoda je, zbog remonta druge visoke peći krajem prošle godine, značajno smanjio proizvodnju. Od početka 2008. godine, nakon završetka remonta, proizvodnja i, posledično, izvoz gvožđa i čelika se oporavlja. I pored toga, u Q3 rast ove grupe proizvoda, od 36,0% međugodišnje, nije veliki, imajući u vidu nisku prošlogodišnju bazu. Nakon desezoniranja serije kvartalnih podataka, dobili smo rezultat koji potvrđuje da je međugodišnji rast od 36,0% samo prividan. U ovom kvartalu, na osnovu desezoniranih podataka, prisutan

je pad od 8,4% u odnosu na izvoz gvožđa i čelika ostvaren u prethodnom kvartalu. Takođe, informacija da je do obustavljanju rada jedne od dve visoke peći US Steel-a došlo zbog smanjene potražnje na svetskom tržištu – potvrđuje zaključak o negativnom trendu izvoza gvožđa i čelika, i nagoveštava manji izvoz tih proizvoda u narednom periodu. Ostale komponente krupnog izvoza: obojeni metali, povrće i voće i žitarice zadržavaju negativan trend iz prethodnog kvartala.

Pad cena metala na svetskim tržištima doprineo je, kao egzogeni faktor, negativnom rastu obojenih metala (-1,2% međugodišnje). Prema indeksu cena metala izraženih u dolarima, koji objavljuje Međunarodni monetarni fond, u Q3 su te cene opale za 8,1% u odnosu na prethodni kvartal. Cene u evrima, imajući u vidu depresijaciju evra u odnosu na dolar, ublažile su taj efekat pada cena metala, tako da je prosečna evrocena opala za 4,4% u odnosu na prethodni kvartal. Ako izuzmemo taj pad cena, dolazimo do podatka da su izvezeno količine obojenih metala čak najveće u ovom kvartalu od početka godine. Stoga, pad vrednosti – isključivo je posledica pada cena metala. Uz pretpostavku da su evrocene metala ostale iste kao u Q2 – vrednost izvoza ove grupe proizvoda bi porasla na 141 milion evra, što bi bio rast od 3,3% međugodišnje. Uz pretpostavku da su evrocene na nivou Q3 2007, rast izvoza metala bio bi 13,0% međugodišnje.

Izvoz povrća i voća nastavlja s negativnom dinamikom (-8,0%). Iako je vrednost izvoza tih proizvoda zahvaljujući sezonskoj komponenti skoro dvostruko veća od pojedinačnih vrednosti u Q2 i Q1, izuzetno visoka prošlogodišnja baza je dovela do izvesnog usporavanja i u ovom kvartalu. Ovogodišnja proizvodnja i prosečan prinos žitarica u Srbiji su na višem nivou u odnosu na prošlu godinu, najviše zahvaljujući povoljnim vremenskim prilikama. Zabrana izvoza pšenice i kukuruza prestala je da važi 15. juna 2008. godine. Ali, trend međugodišnjeg smanjivanja izvoza žitarica i proizvoda od žitarica je još izraženiji u ovom kvartalu (-29,6%). Razlog tome je nivo izvoza iz Q3 2007. godine, koji predstavlja izuzetno visoku osnovu za poređenje, kada je izvezena rekordno visoka količina žitarica (u julu 2007 godine izvoz žitarica iznosi 42.337 miliona evra). Stoga, iako je ostvaren solidan izvoz u Q3 2008. godine, on je na samo nešto više od 2/3 prošlogodišnje izvozne vrednosti. Uz to, smanjen izvoz se može objasniti nešto nižim ovogodišnjim kvalitetom i tradicionalno lošom organizacijom izvoza tih proizvoda. Apresijacija i dolara i dinara u odnosu na evro u Q3 – dodatno su uticali na iznos domaćeg izvoza. Izvoz ovih proizvoda u narednom periodu je pod nepovoljnim svetskim okolnostima. Procenjeno je da će globalna svetska proizvodnja žitarica i proizvoda od žitarica za 2008/2009. godinu biti rekordno visoka, što je delimično iniciralo pad cena. Cena žitarica na svetskim berzama dalje opada zbog trendova pada cena na ostalim tržištima, pre svega cena na tržištu energenata i finansijskom tržištu. U EU početkom oktobra cene pšenice su dostigle najniži nivo za poslednjih 15 meseci. Globalna finansijska kriza vrši dodatan pritisak na tržište i na pad cena tih proizvoda i ukazuje na mogući dalji pad vrednosti domaćeg izvoza žitarica.

U okviru nosećeg izvoza rast proizvoda komponenta jezgro primetno usporava..

...i zamenjen je rastom grupe ostalo

Noseći izvoz nastavlja solidan rast po stopi od 25,0%. U okviru te komponente, grupa *jezgro* i dalje beleži nizak međugodišnji rast (9,3%), dok grupa *ostalo* pokazuje izuzetno visoke stope od početka godine (35,0% u Q1, 40,4% u Q2 i 39,4% u Q3). U ovom kvartalu, pojedine grupe proizvoda *jezgra* – proizvodi od metala, nigde pomenuti, i organski hemijski proizvodi – imaju negativne stope rasta. U komponenti *ostalo*, koja čini 37,6% ukupnog izvoza, svrstani su proizvodi s pojedinačno malim učešćem. Karakterističan snažan rast ove komponente proizvoda započeo je pre godinu dana i od tada u velikoj meri doprinosi ukupnom rastu izvoza. Od početka godine doprinos te grupe proizvoda rastu ukupnog izvoza prelazi 60%, da bi u Q3 taj doprinos bio čak 71,4%.

...koja pokazuje izuzetne buduće performanse

Grupa *ostalo* obuhvata grupe izvoznih proizvoda s niskim učešćem u ukupnom izvozu. U ovoj godini, međutim, ta grupa proizvoda ima veliko učešće u rastu domaćeg izvoza. Pozitivan i značajan tempo rasta izvoznih sektora koji su do sada imali slabe performanse, a koji su pri tom neosetljivi na eksterne “šokove”, kao što su promene cena metala i žitarica, govori o tome da postoji mogućnost solidnog rasta domaćeg izvoza uprkos negativnim svetskim trendovima i nepovoljnim okolnostima. Treba izdvojiti međugodišnji porast izvoza sledećih grupa tih proizvoda: telekomunikacioni aparati i uređaji (333% međugodišnji rast), đubriva (osim sirovih) – 526,2%, žive životinje – 309,6%, ribe i prerađevine – 179,3%, kao i odsek “nerazvrstana roba” koja beleži izrazito visok porast u odnosu na Q3 prethodne godine.

5. Platni bilans i spoljna trgovina

S obzirom na trend pada cena metala, očekujemo i dalje nisku stopu rasta *krupnog izvoza*. Takođe, *noseći izvoz* ne ukazuje na moguće visoke vrednosti u Q4. Jedino bi proizvodi u grupi *ostalo*, koji odskora pokazuju izuzetan potencijal, mogli značajno da doprinesu daljem rastu ukupnog izvoza.

Uvoz

**Primetno
usporavanje
uvoza**

Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku uvoz u Q3 2008. godine beleži manju stopu rasta od izvoza koja iznosi 19,1% međugodišnje (Tabela T5-5). Pojava da uvoz raste po nižoj međugodišnjoj stopi od izvoza, nije zabeležena od Q2 2007. godine.

Usporavanje uvoza pokazuju i desezonirani podaci po kojima je uvoz veći od prethodnog kvartala za 3,7%, odnosno 15,6%, na godišnjem nivou. Kvartalni porast desezoniranog uvoza je znatno ispod tromesečnog rasta u Q2 od 5,8%, ili 25,4% na godišnjem nivou⁸.

Tabela T5-5. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2007–2008

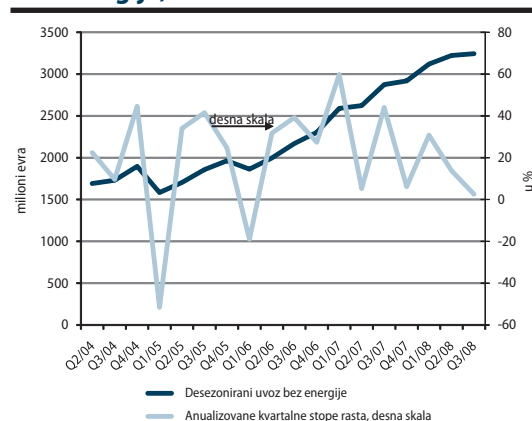
	Učešće u uvozu (2007) u %	2008			2007			2008		
		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
		u mil. evra			međugodišnji rast (u %)					
Ukupno	100,0	3.613	4.105	4.009	32,9	24,4	27,8	22,8	27,5	19,1
Energija	17,4	788	764	796	14,3	-3,0	7,0	32,5	53,2	51,2
Intermedijarni proizvodi	36,4	1.201	1.440	1.464	36,3	34,0	31,0	16,2	16,0	12,8
Kapitalni proizvodi	25,8	850	1.104	985	55,1	34,8	41,9	19,5	32,6	10,4
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	17,6	557	723	664	66,0	33,1	32,6	9,3	29,3	13,1
Trajni proizvodi za široku potrošnju	3,8	133	157	144	29,6	35,0	42,2	31,3	34,8	13,5
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,2	517	542	545	25,0	21,3	18,8	26,6	21,1	19,5
Ostalo	2,5	124	97	74	29,6	12,7	37,4	32,4	16,6	12,3
Uvoz bez energije	82,6	2.825	3.340	3.213	38,6	31,2	32,6	20,3	22,8	13,1

Izvor: RZS.

U skladu s metodologijom Evropske unije, uvoz možemo da dezagregiramo na sledeće komponente: energija, intermedijarni proizvodi, kapitalni proizvodi, trajni i netrajni proizvodi za široku potrošnju, kao i na komponentu ostalo (Tabela T5-5).

Uvoz energije pokazuje visok međugodišnji rast u Q3 od 51,2%. Na porast vrednosti uvoza energenata u Q3 uticale su visoke cene energenata na svetskom tržištu. Posmatrajući indeks cena primarne energije koji objavljuje Međunarodni monetarni fond, cena energije u dolarima

Grafikon T5-6. Srbija: desezonirani uvoz bez energije, 2004–2008



Izvor: RZS, QM.

je u Q3 opala 2% u odnosu na Q2, ali je u odnosu na prošlu godinu viša za 62%. Euro je apresirao u odnosu na dolar u poslednjih godinu dana, što je donekle kompenzovalo rast cena energenata izraženih u evrima, tako da je cena nafte u evrima porasla za 48,1% međugodišnje. Porast uvezene količine u odnosu na prethodni kvartal, kao i u odnosu na prošlu godinu je bio u približno istom iznosu, oko 2%. Ovo implicira da je rast vrednosti uvoza energenata posledica rastućih cena energenata na svetskom tržištu. Pad cena, pre svega nafte od avgusta 2008.–dovešće do usporenja, ako ne i do negativnog rasta uvoza energije u Q4.

Jasnija slika usporenja uvoza u Q3 dobija se ako posmatramo desezoniranu seriju uvoza bez

⁸ Upotrebom metoda koje se koriste za desezoniranje dobijaju se u manjoj meri izmenjene desezonirane vrednosti prilikom variranja broja podataka.

energije⁹. Posmatrajući Grafikon T5-6 možemo videti da je uvoz bez energije samo neznatno veći u odnosu na prethodni kvartal 0,7%, tj. 2,6% na godišnjem nivou. To predstavlja značajno usporenje uvoza. U Q2 je kvartalni rast desezoniranog uvoza iznosio 3,3%, ili 13,8% na godišnjem nivou.

**Međugodišnje
stope rasta svih
komponenta uvoza
bez energije ukazuju
na usporavanje rasta
uvoza**

Izuzev uvoza energije, sve ostale komponente uvoza su značajno usporile rast. Jedino uvoz netrajnih proizvoda za široku potrošnju raste nešto brže (po međugodišnjoj stopi od 19,5%), dok je međugodišnji porast svih ostalih grupa uvoznih proizvoda značajno usporio i iznosi između 10% i 14%. To je sve zajedno uticalo da se ukupan uvoz uspori, i naročito da uvoz bez energije značajno uspori međugodišnji porast na 13,1% u Q3.

Međutim, i pored veće stope rasta izvoza od uvoza u Q3 2008. godine, trgovinski deficit i dalje raste (s obzirom na nisku pokrivenost uvoza izvozom od 51,5%). Očekujemo da će uvoz značajnije usporiti u Q4 uzimajući u obzir pad cene energenata, ali pad međunarodne tražnje i cena metala koje mogu usporiti domaći izvoz ne ukazuju na veće pozitivne promene koje bi do kraja godine dovele do poboljšanja spoljnotrgovinskog bilansa.

⁹ Na taj način isključujemo egzogene efekte promena cena naftnih derivata i uticaj sezone na preostale grupe uvoznih proizvoda.

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q3 2008. godine značajno je smanjena ekspanzivnost fiskalne politike. Konsolidovani fiskalni deficit je u Q3 iznosio 7,6 milijardi dinara, što odgovara približno 1/3 deficita koji je ostvaren u prethodnom kvartalu. Godišnji ekvivalent konsolidovanog deficita u Q3 iznosi 1,1% BDP. Tokom Q3 značajno je usporen rast konsolidovanih¹ prihoda i rashoda u odnosu na ranije ispoljene tendencije. Konsolidovani javni prihodi su u Q3 ostvarili skroman međugodišnji realni rast od samo 1,7%, dok su konsolidovani rashodi u Q3 realno povećani za samo 0,4%. Realna vrednost konsolidovanih prihoda je u Q3 približno na istom nivou kao u prethodnom kvartalu, dok su konsolidovani javni rashodi u Q3 realno niži za 5,2% nego u prethodnom kvartalu. Prema prvim indicijama u oktobru su nastavljene tendencije iz Q3, ali se u preostala dva meseca 2008. godine očekuje značajna fiskalna ekspanzija.

U Q3 je značajno smanjena ekspanzivnost fiskalne politike

Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

U Q3 je nastavljena tendencija usporavanja međugodišnje stope rasta realnog nivoa konsolidovanih javnih prihoda. Međugodišnji realni rast konsolidovanih javnih prihoda je u Q3 najniži u poslednje tri godine. Usporavanje rasta javnih prihoda je relativno široko disperzovano i obuhvata sve važnije oblike fiskalnih prihoda. Suprotno uobičajnom sezonskom obrascu konsolidovani javni prihodi, kao i prihodi od većine najvažnijih poreskih oblika, u Q3 su realno niži nego u Q2 tekuće godine.

Nastavlja se tendencija usporavanja realnog rasta javnih rashoda

Široka disperzija usporavanja rasta realnog nivoa javnih prihoda ukazuje na nepovoljan uticaj opštih činilaca, kao što je usporavanje privredne aktivnosti. Uticaj drugih činilaca na usporavanje rasta realnog nivoa javnih prihoda, o kojima je pisano u prethodnom broju QM (brži rast izvoza od rasta BDP, finansijska nedisciplina usled očekivanog uslovnog otpisa kamata po osnovu poreskih dugova i dr.), verovatno je znatno manji od uticaja usporavanja privredne aktivnosti.

Konsolidovani javni rashodi u Q3 ostvarili su najnižu međugodišnju stopu rasta od sredine 2006. godine. Slično kao i kod prihoda – umesto očekivanog sezonskog rasta realnog nivoa rashoda, u Q3 u odnosu na Q2 ostvareno je smanjenje realnog nivoa rashoda za 5,2%. Realno smanjenje rashoda u odnosu na prethodni kvartal rezultat je kako tendencija u okviru Q3, tako i visokog nivoa rashoda u Q2 – koje je povezano s ekspanzijom rashoda usled održavanja parlamentarnih izbora. Dok usporavanje rasta prihoda u Q3 predstavlja pojačavanje ranije tendencije – dotle usporavanje rasta javnih rashoda predstavlja odstupanje od tendencije njihovog visokog međugodišnjeg rasta.

Rast javnih rashoda se takođe značajno usporava

Usporavanje međugodišnje stope rasta i pad realnog nivoa konsolidovanih javnih rashoda u odnosu na prethodni kvarta¹, najvećim delom je rezultat kretanja plata i diskrecionih komponenti javnih rashoda. Međugodišnja stopa rasta plata je značajno usporena u Q3, dok je realni nivo troškova rada u javnom sektoru u Q3 niži nego u Q2 tekuće godine. Diskrecioni rashodi kao što su javne investicije, subvencije, dokapitalizacije i budžetske pozajmice značajno su realno opali kako u odnosu na isti kvartal prethodne, tako i u odnosu na prethodni kvartal ove godine. Smanjenje realnog nivoa diskrecionih javnih rashoda rezultat je na jednoj strani štednje na ovim komponentama u Q3 tekuće godine, ali, na drugoj strani, i visokog nivoa diskrecionih rashoda u Q3 prethodne i Q2 tekuće godine. Visok nivo diskrecionih rashoda u Q3 prethodne godine, posledica je odlaganja realizacije navedenih rashoda u prvoj polovini 2007. usled primene režima privremenog finansiranja. U Q2 2008. diskrecioni rashodi su bili visoki zbog održavanja parlamentarnih izbora – što je u Srbiji postala gotovo tradicija.

¹ Ministarstvo finansija korigovalo je konsolidovane prihode i rashode za ranije periode, a naročito za Q2 2008. godine. Konsolidovani prihodi i rashodi za Q2 su povećani za oko sedam milijardi dinara, tako da deficit nije značajno promenjen.

Tabela T6-1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2005–2008

	2005		2006				2007				2008			
	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3
u milijardama dinara														
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	273,3	282,9
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	-289,8	-287,7
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	-5,2	-2,7
od čega Budžetski krediti, neto ²⁾	-5,3	-1,8	-0,8	-1,4	-6,6	-10,7	-0,8	-1,0	-5,5	-5,8	-13,1	-7,6	-5,2	-2,7
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	-295,0	-290,4
V KONSOLIDOVANI BILANS (I+IV) definicija GFS ³⁾	11,4	-0,6	12,0	-1,5	-46,4	-36,5	1,7	18,2	-8,8	-54,2	-43,0	3,4	-21,6	-7,6
VI FINANSIRANJE (definicija FREN)	5,8	7,5	-13,3	98,4	7,3	100,0	20,3	-5,3	-6,8	5,2	13,4	0,0	-12,7	0,2
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	-34,3	-7,4
PRO MEMORIJA														
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu (NBS)	16,0	10,6	6,6	90,1	-31,9	75,9	36,7	25,2	-6,1	...	...	...	...	...
Prihodi od licence ⁴⁾	0,0	0,0	0,0	27,0	0,0	27,0	25,5	0,0	0,0	0,0	25,5	0,0	0,0	0,0

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

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

2) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJK, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, 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.

4) Obzirom na jednokratni karakter prihoda od licence za mobilnu telefoniju ovaj prihod smo tretirali kao finansiranje, za razliku od MFIN koji ga je ranije računovodstveno tretirao kao stavku tekućih neporeskih prihoda.

Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih javnih rashoda

Usporavanje rasta realnog nivoa prihoda prisutno je kod većine najznačajnijih oblika poreza, ali je naročito izraženo kod poreza na potrošnju (PDV, akcize i carine). U slučaju PDV i carina u Q3 je ostvaren relativno značajan pad, umesto očekivanog sezonskog rasta. Usporavanje realnog rasta prihoda od carina najvećim delom je rezultat različite dinamike kursa i domaćih cena. Dok je kurs dinara u odnosu na isti kvartal prethodne godine nominalno apresirao za oko 5%, domaće cene (koje služe kao deflator) porasle su za oko 10%.

Rast prihoda od poreza na potrošnju znatno je sporiji od procenjenog rasta BDP. Smanjenje prihoda od poreza na potrošnju ne može se objasniti promenama poreskih stopa jer od sredine 2007. godine poreske stope nisu menjane. Razlozi za sporiji rast realnog nivoa prihoda od poreza na potrošnju moraju se tražiti u promeni strukture domaće tražnje, odnosno u rastu učešća potrošnje proizvoda koji se ne oporezuju (investiciona dobra). Povećanje učešća egzistencijalnih proizvoda u potrošnji, koji se oporezuju po nižoj poreskoj stopi nije verovatno, jer je u navedenom periodu ostvaren realni rast dohodaka. Drugi mogući činilac usporavanja rasta prihoda od poreza na potrošnju jeste povećanje utaje poreza, koje bi se moglo objasniti i kao rezultat slabljenja finansijske discipline u prvim mesecima nove Vlade. Najzad, ne treba isključiti ni mogućnost da će konačni statistički podaci pokazati da je rast BDP u Q3 bio nešto niži nego što sledi na osnovu sada dostupnih informacija.

Prihodi od direktnih poreza su u Q3 značajno realno porasli. Realni nivo prihoda od poreza na dohodak građana veći je za 4,5% u odnosu na isti period prethodne godine, dok su prihodi od doprinosa za socijalno osiguranje u Q3 ostvarili međugodišnji rast od 5,3%. Međutim, prihodi od poreza na dohodak u Q3 realno su niži za 2,7% nego u prethodnom kvartalu. Prihodi od poreza na dobit nastavili su tendenciju visokog realnog rasta.

Većina pozicija na strani rashoda ostvarila je usporavanje realnog rasta ili realni pad. Najznačajniji izuzetak su rashodi za penzije koji su u Q3, dakle i pre vanrednog povećanja penzija, bili realno veći za 16,4% nego u istom periodu prethodne godine. Ovako visok realni rast penzija posledica je usklađivanja rasta penzija do nivoa 60% prosečnih zarada na početku 2008. godine, kao i redovne indeksacije aprilskih penzija koje se isplaćuju u maju. Kumulativni efekat ta dva povećanja penzija iznosi preko 19%, što je znatno iznad inflacije u proteklom delu 2008. godine.

Usporavanje prihoda od poreza na potrošnju naročito je značajno

Prihodi od direktnih poreza i dalje značajno rastu

Većina pozicija na strani rashoda usporava rast ili opada

**Međutim, rashodi
za penzije
ubrzano rastu**

**Rashodi za robe
i usluge takođe
ubrzano rastu**

Osim rashoda za penzije značajno su realno porasli i rashodi za nabavku robe i usluga. Rashodi za nabavku robe i usluga u Q3 realno su veći za 8,7% nego u istom periodu prethodne godine, dok su u odnosu na prethodni kvartal, ostali približno nepromenjeni. Visok realni rast rashoda za robe i usluge u toku 2008. posebno je nepovoljan zbog činjenice što su ti rashodi i tokom prethodnih godina značajno realno rasli – tako da je učešće navedenih rashoda u BDP u 2007. u Srbiji bilo veće nego u većini zemalja članica EU. Stoga je u okviru usporavanja rasta javne potrošnje u narednim godinama ovo jedna od pozicija na kojoj su neophodne i moguće krupne uštede. Procenjuje se da bi pogodan prvi korak, bilo nominalno zamrzavanje navedene pozicije tokom 2009, da bi se potom u narednim godinama prešlo na diferenciran rast po sektorima i vrstama roba i usluga.

Značajan doprinos usporavanju rasta realnog nivoa rashoda u Q3 pružile su subvencije koje su realno smanjene u odnosu na isti period prethodne godine za 28,7%, dok pad u odnosu na prethodni kvartal iznosi 38%. Smanjenje realnog nivoa subvencija u Q3 velikim delom je rezultat visokog nivoa u kvartalima s kojima se poredi, ali i štednje u toku kvartala. Kapitalni rashodi su u Q3 značajno realno uvećani u odnosu na prethodni kvartal, ali su ipak niži za 4,8% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Može se zaključiti da su uštede u fiskalnom sektoru u Q3 realizovane kroz diskrecione (odgodive) javne rashode – delimično kompenzovala visok rast izdataka za penzije.

Tabela T6-2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2005–2008

	2006		2007			2008					12-m			U odnosu na prethodni period	
											2006			2008	
	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3	Q2/Q1	Q3/Q2		
	u milijardama dinara					realni rast (u %)									
I UKUPNI PRIHODI	865,8	1.007,8	268,3	273,3	282,9	6,8	9,2	6,5	1,6	1,7	4,0	-1,3	-0,3		
<i>od čega: javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR^{2,3)}</i>	855,6	1.002,2	268,3	273,3	282,9	8,9	9,9	7,2	2,9	2,1	4,8	-1,3	-0,3		
1. Tekući prihodi	855,5	996,0	265,5	270,3	279,6	6,7	9,2	7,0	1,6	1,5	4,1	-1,4	-0,4		
Poreski prihodi	756,0	870,3	234,6	245,2	248,4	5,4	8,0	7,7	4,2	3,7	5,5	1,3	-1,0		
Porez na dohodak	118,6	115,8	29,7	34,1	33,6	11,9	-8,4	7,1	8,1	4,5	6,5	11,4	-2,7		
Porez na dobit	18,3	29,7	15,0	8,1	7,4	58,0	52,1	15,2	30,0	45,3	25,3	-47,4	-10,0		
PDV	225,1	265,5	73,2	77,0	73,8	-7,3	10,6	8,7	5,7	-0,3	4,6	1,9	-5,3		
<i>od čega: Neto PDV²⁾</i>	224,5	260,3	73,2	77,0	73,8	0,3	8,8	11,3	10,3	1,3	7,5	1,9	-5,3		
Akcize	86,9	98,6	23,7	24,2	29,5	8,3	6,5	5,7	-10,4	2,4	2,0	-1,2	9,8		
Carine	45,4	57,4	14,8	16,9	16,3	3,9	18,6	10,5	8,8	0,9	6,5	11,1	-5,1		
Doprinosi	231,4	270,6	69,7	75,9	78,8	12,5	9,7	7,0	4,6	5,3	5,5	1,5	2,4		
<i>od čega: doprinosi bez kompenzacija sa FZR³⁾</i>	221,9	270,1	69,7	75,9	78,8	11,3	14,3	7,2	4,7	5,3	5,6	5,5	2,4		
Ostali poreski prihodi	30,3	32,8	8,5	8,9	8,9	11,1	1,7	-3,9	-5,1	4,7	-1,6	5,5	-1,1		
Neporeski prihodi	99,6	125,7	31,0	25,1	31,2	17,4	18,4	1,7	-18,4	-13,0	-5,6	-21,5	4,4		
2. Kapitalni prihodi	10,3	11,7	2,8	3,1	3,2	15,2	7,2	-23,8	4,1	20,0	-2,1	8,6	3,7		
II UKUPNI RASHODI	-871,4	-1.024,3	-252,3	-289,8	-287,7	12,1	10,3	5,5	17,1	2,1	7,9	9,0	-4,4		
1. Tekući rashodi	-790,0	-907,9	-238,5	-268,7	-262,1	8,9	7,8	10,0	17,7	2,8	9,9	6,8	-5,7		
Rashodi za zaposlene	-204,4	-238,3	-64,1	-71,3	-68,8	7,0	9,4	8,0	10,2	4,4	7,6	7,8	-5,1		
<i>Rashodi za zaposlene bez otpremnina⁴⁾</i>	-201,6	-237,3	-63,8	-71,3	-68,8	6,2	10,4	7,4	10,2	4,4	7,6	8,4	-5,1		
Kupovina roba i usluga	-135,9	-168,2	-38,1	-43,1	-49,3	12,9	16,1	13,1	6,1	8,7	13,5	9,5	0,6		
Otplata kamata	-30,2	-17,9	-6,0	-2,5	-5,1	52,6	-44,4	-12,2	-34,1	-3,1	-13,9	-59,2	88,6		
Subvencije	-55,6	-63,7	-13,4	-22,2	-13,9	-10,0	7,6	28,0	88,2	-29,7	17,4	61,8	-38,0		
Socijalni transferi	-343,4	-395,9	-112,7	-122,4	-120,4	9,9	8,2	11,2	19,0	6,8	10,4	0,6	-2,9		
<i>od čega: penzije⁵⁾</i>	-227,7	-259,9	-74,8	-81,5	-83,6	11,1	7,1	8,5	14,9	16,4	13,3	5,5	1,3		
Ostali tekući rashodi	-20,5	-23,9	-4,2	-7,2	-4,5	2,9	9,2	-17,3	56,3	-22,0	3,1	64,7	-38,4		
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-81,3	-116,4	-13,8	-21,1	-25,7	57,7	34,3	-38,2	10,7	-4,8	-12,3	48,2	11,8		
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-30,9	-26,5	-12,6	-5,2	-2,7	46,3	-19,6	15,7	338,0	-63,5	59,8	-32,8	-48,4		
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-902,3	-1.050,8	-264,9	-295,0	-290,4	12,9	9,3	6,0	18,7	0,4	8,6	7,9	-5,2		

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 1) u Tabeli T6-1.

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

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

4) Procena FREN. Videti Tabelu P-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.

Usporen je rast rashoda za zaposlene

Značajan doprinos usporavanju konsolidovane javne potrošnje dali su i rashodi za zaposlene koji su u Q3 ostvarili skroman realni međugodišnji rast od 4,4%. Pri tome je relevantno da je navedeni rast gotovo u celini rezultat visokog prenetog nivoa iz prethodne godine. U toku same 2008. rashodi za zaposlene su minimalno realno povećani, što se može oceniti kao jedan od uspeha fiskalne politike. Procenjuje se da će se ovakva kretanja nastaviti do kraja 2008, tako da će realni rashodi za zaposlene u toku cele 2008. godine biti približno nepromenjeni. Ovakvo kretanje rashoda za zaposlene tokom 2008. predstavlja značajan korak u pravcu otklanjanja jednog od većih poremećaja u strukturi javne potrošnje u Srbiji.

Rebalans budžeta i izgledi do kraja 2008. godine

Rebalans budžeta Republike Srbije usvojen je kasnije nego što je najavljivano, ali ipak jednu do dve nedelje pre pojave drugog talasa finansijske krize u svetu. Kašnjenje u usvajanju rebalansa budžeta uticalo je na smanjenje njegove ekspanzivnosti, ali bi to smanjenje bilo verovatno snažnije da su u trenutku njegovog usvajanja bili poznati nepovoljni trendovi u svetskoj privredi u 2008, kao i nepovoljne prognoze za 2009. godinu. Ipak, može se očekivati da će Vlada u realizaciji fiskalne politike do kraja 2008. godine, kroz primenu programa štednje, uvažavati promenjene okolnosti i neizvesne persepektive.

Rebalansom budžeta dodatno povećana javna potrošnja i deficit

Rebalansom budžeta konsolidovana javna potrošnja u Republici Srbiji u 2008. povećana je za 0,6% BDP i fiskalni deficit za 0,2%. Nakon navedenog povećanja planirana konsolidovana javna potrošnja u Srbiji u 2008. iznosi 45,4% BDP, dok planirani fiskalni deficit iznosi oko 2,7% BDP.

Povećanje ekspanzivnosti nije značajno, ali je neprimereno za privredu Srbije

Na osnovu poređenja sa drugim evropskim zemljama, nedovosmisleno sledi da je nivo javne potrošnje u Srbiji neprimeren nivou razvijenosti zemlje, a pogotovu nije u skladu s ambicijom njenog brzog razvoja u narednim godinama. Takođe, fiskalni deficit od 2,7% BDP dodatno povećava već prisutne krupne bilansne neravnoteže u spoljnoekonomskim odnosima i pojačava inflacione pritiske. Stoga se može zaključiti da – iako je povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike relativno malo, ono je neprimereno okolnostima u kojima se nalazi privreda Srbije. Rebalans predstavlja dodatak na neadekvatnu fiskalnu politiku koja je nasleđena iz prethodnih godina.

Najviše su povećani rashodi za penzije i subvencije

U okviru rebalansa budžeta najznačajniji porast na rashodnoj strani ostvaren je po osnovu povećanja transfera fondu PIO (oko 11,5 milijardi dinara ili 0,4% BDP), subvencija za poljoprivredu (7 milijardi dinara 0,25% BDP), investicija za infrastrukturu (3 milijarde dinara ili 0,1% BDP), socijalne pomoći (1,5 milijardi dinara ili 0,05% BDP), ostalih subvencija u iznosu od oko (1 milijardu dinara (0,05% BDP) i dr. U okviru povećanja transfera fondu PIO – oko 8 milijardi je namenjeno za finansiranje vanrednog povećanja penzija od 10% koje se primenjuje na dve poslednje isplate penzija u 2008. godini. Osim toga, odobreni su i dodatni transferi fondu PIO u iznosu od oko 3,5 milijardi dinara zbog toga što je redovna indeksacija penzija u maju 2008. godine bila veća od planirane (indeksacija je iznosila oko 7% umesto planiranih oko 4%).

Pri rebalansu budžeta neke budžetske pozicije su smanjene u iznosu od oko 0,4% BDP (budžetske pozajmice, manji projekti u okviru NIP i dr.). Rezimirajući prethodno, može se oceniti da su promene strukture budžetskih rashoda nepovoljne, jer je dodatno povećano učešće izdataka za socijalne namene i subvencije u odnosu na učešće izdataka za javne investicije.

Procenjuje se da će ostvareni deficit iznositi 1,5–2% BDP

Na osnovu iskustva iz prethodnih nekoliko godina može se očekivati da će stvarni nivo javnih rashoda, a time i fiskalni deficit biti manji nego što je planirano. Prvi razlog jeste taj što ministarstva i drugi budžetski korisnici u procesu izrade budžeta tradicionalno traže viši nivo rashoda od onog koji mogu da realizuju u toku budžetske godine. Podseća se da budžetske pozicije predstavljaju maksimalne nivoe rashoda koji mogu biti realizovani, a da neke vrste javnih rashoda mogu da budu znatno manje nego što je planirano². Drugi, sada važniji, razlog jeste primena krajnje restriktivnosti u realizaciji javnih rashoda, nakon što je postalo izvesno da će svetska finansijska

² Naravno mogućnost smanjenja rashoda u odnosu na planirani budžet postoji pre svega u slučaju tzv. diskreционih rashoda kao što su nabavke roba i usluga, javne investicije, neke subvencije i dr. U slučaju zakonskih i ugovornih obaveza u kratkom roku nije moguće smanjenje rashoda.

kriza negativno uticati na Srbiju u poslednjem kvartalu 2008, kao i u celoj narednoj godini. Stoga se procenjuje da će konsolidovani deficit sektora država u 2008. iznositi između 1,5 i 2% BDP umesto planiranih 2,7% BDP. Smanjenje fiskalnog deficita delimično će ublažiti negativan uticaj fiskalne politike na makroekonomsku stabilnost u Srbiji.

Mnogi zahtevi za povećanje rashoda su privremeno odloženi

Povećanje javnih rashoda i deficita kroz rebalns budžeta je znatno manje nego što je proizlazilo iz predizbornih obećanja stranaka i zahteva budžetskih korisnika. Neka obećanja i zahtevi su **kratkoročno** odloženi što je uticalo na smanjenje rashoda u 2008, ali time nije izbegnut rast rashoda u 2009. godini. Značajne “uštete” u odnosu na obećanja i zahteve ostvarene su dvomesečnim odlaganjem vanrednog povećanja penzija od 10% – po ovom osnovu ostvarena je ušteta u 2008. godini od oko 8 milijardi dinara. Osim toga najveći deo obaveza države po osnovu zajedničkog ulaganja države u Zastavu sa FIAT-om neće biti realizovan u tekućoj godini.

Međutim, efekti vanrednog povećanja penzija kao i zajedničkog ulaganja u punoj meri će se odraziti na javne rashode u 2008. godini. Procenjuje se da će vanredno povećanje penzija od 10%, pod ostalim nepromenjenim okolnostima generisati dodatne rashode u 2009. godini u iznosu od oko 40 milijardi dinara, što iznosi oko 1,2% BDP. Ukoliko se penzije u 2009. nominalno zamrznu, umesto sada važeće zakonske indeksacije prema troškovima života, moguće je da se ostvare značajne uštete kojima bi se delimično pokrili efekti vanrednog povećanja penzija. Takođe, procenjuje se da će država u realizaciji zajedničkog ulaganja sa FIAT-om uložiti oko 200 miliona evra odnosno oko 0,5% BDP.

Postoji rizik od njihove aktualizacije u budućnosti

Drugi zahtevi su odloženi na **duži rok** i u određenoj meri relativizovani, tako da nije izvesno da li će i u kojoj meri uticati na povećanje državnih rashoda u 2009. i narednim godinama. Eventualno prihvatanje zahteva za primenu opšteg kolektivnog ugovora na zaposlene u javnom sektoru imalo bi za posledicu rast zarada od oko 20%, što bi pri sadašnjem nivou plata i zaposlenosti, iznosilo oko 80 milijardi dinara na godišnjem nivou³. Već sada je izvesno da opšti kolektivni ugovor neće biti primenjen na zaposlene u javnom sektoru u 2008, a najverovatnije ni u 2009. godini. Međutim, time što će država potpisati ugovor, uprkos ugrađenim ograničenjima i uslovljavanjima njegove primene, daje se legitiman osnov sindikatu za stalni pritisak na državu kao poslodavca u narednim godinama.

Na sličan način za sada su odloženi i “razvodnjeni” zahtevi rezervista za isplatu duplih dnevnica za vreme provedeno u ratu tokom 1999. (ukoliko bi se primenili zahtevi za sva mobilisana lica to bi generisalo dodatne rashode na nivou od preko 50 milijardi dinara). Odlaganje rešavanja nekih drugih pitanja, kao što su nagomilani dugovi Puteva Srbije i pitanje restitucije – doprinelo je sporijem rastu javnih rashoda u 2008. i 2009. godini.

Zahtevi za povećanjem odnosa penzija i zarada do nivoa od 70% – privremeno su utihnuli, ali procenjuje se da će oni biti ponovo aktuelizovani s poboljšanjem situacije u privredi ili s približavanjem novih izbora.

Budžet Republike i fiskalna politika za 2009. godinu

Globalni okvir za fiskalnu politiku definisan je sporazumom sa MMF-om

Budući da budžet Republike i fiskalnu politiku za 2009. godinu⁴ nisu usvojile Vlada i Narodna skupština Srbije, ocena fiskalne politike će se zasnivati na, javnosti dostupnim, elementima iz sporazuma Vlade Republike Srbije i MMF⁵. Ključna obaveza republičke Vlade, po tom sporazumu, u oblasti fiskalne politike jeste – smanjenje fiskalnog deficita na 1,5% BDP u 2009. godini. Čini se, na prvi pogled, da planirano fiskalno prilagođavanje nije naročito snažno, uzimajući u obzir procenu prema kojoj će ostvareni fiskalni deficit u 2008. biti znatno manji od planiranog i da će se kretati u intervalu od 1,5–2% BDP.

³ Detaljnije o posledicama primene Opšteg kolektivnog ugovora videti u Osvrtu 6 “Prošireno dejstvo Opšteg kolektivnog ugovora – kolektivna neodgovornost socijalnih partnera”.

⁴ S obzirom na to da je Memorandum o budžetu i ekonomskoj politici, slično kao i rebalns budžeta za 2008. godinu usvojen pre pojave drugog talasa svetske finansijske krize, očekuje se njegovo revidiranje u pravcu usaglašavanja makroekonomskih projekcija sa izmenjenim okolnostima i perspektivama, kao i u pravcu usklađivanja ekonomske politike saglasno sporazumu sa MMF-om.

⁵ Sporazum sa MMF-om će stupiti na snagu nakon što ga usvoji Odbor direktora MMF-a, a može se očekivati u drugoj polovini decembra 2008. godine – nakon usvajanja budžeta Republike Srbije.

Osnovni cilj je smanjenje fiskalnog deficita na 1,5% BDP

Međutim, imajući u vidu da usvojeni propisi i potpisani ugovori impliciraju značajan rast javnih rashoda – ostvarenje planiranog deficita od 1,5% zahteva snažno fiskalno prigrđavanje u 2009. godini. Tako, na primer, rast konsolidovane javne potrošnje po osnovu vanrednog povećanja penzija za 10% i po osnovu ugovora o zajedničkom ulaganju sa FIAT-om iznosi 1,7% BDP (1,2% BDP za penzije i 0,5% BDP za ulaganje sa FIAT-om). Osim toga, eventualna primena Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju od početaka 2009. godine uticala bi na smanjenje javnih prihoda za oko 0,6% BDP. Prema tome, startna pozicija od koje počinje fiskalno prilagođavanje u 2009. implicira fiskalni deficit od oko 3,5% BDP i konsolidovanu javnu potrošnju od preko 47% BDP.

Planirani deficit implicira zamrzavanje ili usporavanje velikog dela javne potrošnje...

Svođenje fiskalnog deficita sa polazne pozicije od oko 3,5% BDP na ciljni nivo od 1,5% – zahteva krupne mere, prvenstveno na strani redukcije rashoda ali i na strani povećanja prihoda. Na strani redukcije rashoda u odnosu na BDP ključne mere jesu:

- rast fonda plata po stopi inflacije, umesto planiranog realnog rasta od 2%,
- zamrzavanje penzija, umesto indeksacije prema kretanju troškova života.
- zamrzavanje troškova za robe i usluge na nominalnom nivou,
- smanjenje subvencija na nivou Republike (uključujući i subvencije za poljoprivredu) i lokalnih zajednica,
- uravnoteženje budžeta Vojvodine i lokalnih zajednica.

...ali i povećanje nekih poreza

Na strani prihoda planira se povećanje akciza na cigarete i naftne derivate, kao i odustajanje ili odlaganje najvećeg broja planiranih mera za smanjenje poreskog opterećenja (smanjenje poreza na zarade, povećanje neoporezivog dela zarada) i dr. Osim toga, računa se i na ostvarenje prihoda po osnovu transfera dividendi profitabilnih javnih preduzeća u budžet Republike.

U slučaju nepovoljnijih kretanja u privredi neophodna je dodatna kontrakcija javne potrošnje

Planirane mere štednje uključuju sve nivoe države od centralnog do lokalnog i obuhvataju široke slojeve stanovništva (1,6 miliona penzionera, 430 hiljada zaposlenih u javnom sektoru, poljoprivrednike, zaposlene u preduzećima korisnicima subvencija i dr.). Ocenjuje se da realizacija planiranih mera predstavlja dovoljno snažan odgovor na izazove svetske finansijske krize pod uslovom da makroekonomska kretanja u 2009. budu približno na nivou projekcija. To prvenstveno znači da se ostvari stopa rasta BDP od oko 3,5%, a da priliv stranog kapitala bude približno na nivou deficita tekućeg bilansa. Eventualno značajnije odstupanje makroekonomskih tokova od planiranih, u smislu ozbiljnijih poremećaja na deviznom tržištu, značajnije usporavanje privrednog rasta ili ozbiljnije teškoće u finansijskom sektoru – zahtevalo bi dodatno povećanje restriktivnosti fiskalne politike.

U slučaju povoljnijih kretanja u privredi neophodno je održati restriktivnu fiskalnu politiku

U slučaju da makroekonomske okolnosti budu nešto povoljnije od projektovanih (rast preko 3,5%) – preči ozbiljna opasnost od ponovnog aktuelizovanja zahteva za značajnim rastom javne potrošnje. To se prvenstveno odnosi na obnavljanje zahteva za postepeno povećanje odnosa prosečnih penzija i prosečnih zarada do nivoa od 70%, ali i na jačanje pritiska za primenu opšteg kolektivnog ugovora na zaposlene u javnom sektoru, zahtevima za povećanje subvencija i državnih intervencija i dr. Tako se suočavamo s rizikom da bi poboljšanje privredne situacije u Srbiji moglo da rezultira u povećanju ekspanzivnosti fiskalne politike, koja bi povratno ugrozila održivost tog poboljšanja.

Stoga je od presudne važnosti da se i u slučaju ostvarenja povoljnijih makroekonomskih kretanja od projektovanih nastavi s realizacijom čvrste fiskalne politike u nekoliko narednih godina. To praktično znači da se i u narednim godinama nastavi smanjenje fiskalnog deficita u odnosu na BDP, i to prvenstveno kroz sporiji rast javnih rashoda od rasta BDP. Pri tome realizacija ambicioznih razvojnih ciljeva zahteva da se usporavanje rasta javne potrošnje u odnosu na BDP ostvari kroz kočenje tekuće potrošnje (penzije, plate, subvencije i dr.), a da se nivo javnih investicija u odnosu na BDP poveća.

7. Monetarni tokovi i politika

U Q3 u velikoj meri rastu krediti nedržavnom sektoru – preduzećima je plasirano oko 1,2 milijarde evra novih kredita, ali je rast kredita domaćinstvima praktično zaustavljen. Preduzeća nastavljaju obilato da se zadužuju u inostranstvu za novih milijardu i 60 miliona evra. Izvore za nove plasmane banke nalaze u: kratkoročnom zaduživanju u inostranstvu (464 miliona evra, uglavnom kratkoročno), znatno usporenom povećanju kapitala i rezervi (290 miliona evra), novoj deviznoj štednji (315 miliona evra) i depozitima privrede (347 miliona evra). Banke u Q3 neto povećavaju uložena sredstva u repo plasmane: za oko 487 miliona evra. Narodna banka Srbije zadržava referentnu stopu na 15,75% koliko je iznosila i na kraju Q2. U istom periodu je dinar znatno apresirao u odnosu na evro što u kombinaciji daje efekat zaoštavanja monetarne politike. Ovo zaoštavanje, koje deluje pretežno putem direktnog efekta apresiranog dinara na deo cena, zajedno s efektom usporavanja cena poljoprivrednih proizvoda i energenata, u prethodnom periodu usporilo je stopu rasta cena na malo. Smanjenje primarnog novca ide u prilog efikasnosti zaoštavanja monetarne politike i nastalo je kao rezultat rasta dinarskih sredstava banaka u repo plasmanima i rasta kapitala NBS.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

U Q3 nominalni rast M2 nastavlja da usporava...

i nastavlja se trend usporavanja realnog M2 koji traje od početka 2007.

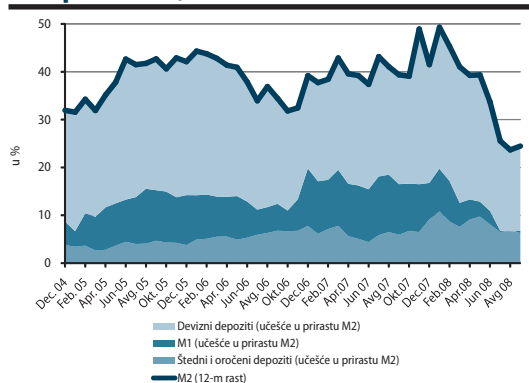
U Q3 nastavlja se trend usporavanja nominalnog međugodišnjeg rasta ukupne novčane mase (M2) nastavljajući trend iz prethodnog kvartala. Rast realnog M2, koji pokazuje trend usporavanja već godinu dana unazad, nastavlja s usporavanjem i u Q3. Tako je u Q3 zabeležen nominalni međugodišnji rast M2 od 24,46% (33,7% u Q2) i relani rast od 12,2% (19,2% u Q2), Tabela T7-2. Krediti nedržavnom sektoru kako nominalno (posmatrano u vidu promene stanja u dinarima) tako i realno, takođe beleže usporenje međugodišnje stope rasta u Q3, iako su ove stope još uvek na veoma visokom nivou 29,4% nominalno i 16,6% realno. Međutim, kako je veliki deo (po našoj pretpostavci najmanje oko 70%) ovih kredita plasiran s valutnom klauzulom, primenom naše metodologije za korekciju stopa rasta koja uzima u obzir promenu kursa¹, dobijamo da su krediti u Q3 ubrali svoj međugodišnji nominalni rast na 32,2% (sa 30,7% u Q2) – pri čemu su krediti domaćinstvima usporili rast na 19,5% međugodišnje (35,5% u Q2), dok su krediti preduzećima ubrzano rasli za 39,5% (28,1% u Q2), Tabela T7-2. Ako posmatramo kretanje kredita prema kategoriji klijenata – kredite stanovništvu i kredite preduzećima – uočavamo da u Q3 dolazi do

ubrzanja međugodišnjeg rasta kategorije kredita preduzećima, nakon njihovog usporavanja u Q2 (korigovani tokovi za promenu kursa, Tabela T7-2), dok krediti domaćinstvima nastavljaju prethodni trend usporavanja.

Kada posmatramo doprinos pojedinih oblika upotrebe (držanja) novčane mase, uočavamo da je u Q3 nastavljeno povećanje udela štednih i oročenih dinarskih depozita u strukturi rasta M2, i to na račun smanjenja doprinosa dinarskog M1, dok i dalje najveći doprinos rastu M2 daje rast deviznih depozita (Grafikon T7-1).

Ukupan prirast novčane mase u Q3 2008. od 4,2% od M2 s početka godine (kumulativni prirast od 9,0% od početka godine do kraja Q3 manje prirast od 4,8% u toku Q2, Tabela T7-2)

Grafikon T7-1. Srbija: novac i njegove komponente¹, 2004–2008



Izvor: Tabela P-11 u Analitičkom prilogu.

1) Učešće 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).

**Novčana masa u Q3 raste...
...kao posledica rasta neto NDA**

¹ Detaljnije o metodologiji za korekciju tokova kredita za promenu kursa u toku jednog kvartala v. u odeljku 8. "Monetarni tokovi i politika", Okvir 2. QM br.6.

... i blagog rasta NSA

– nastao je kao rezultat povećanja neto strane aktive (NSA) u Q3 od 0,2% M2 s početka godine (-6,8% u Q2) i povećanja neto domaće aktive (NDA) od 4,0% od početnog M2 (6,1% u Q2). Do ukupnog rasta NSA, doveo je rast NSA u deviznom znaku od 2,0% od M2 s početka godine (povećanje od 4,2% od početnog M2 u Q2), i pored negativnih kursnih razlika usled apresijacije domaće valute u toku Q3 od -1,8% od početnog M2 (-2,7% u Q2 kada ja došlo do negativnog deviznog prirasta). Krediti nedržavnom sektoru (čija je vrednost korigovana za efekat apresijacije dinara imajući u vidu veliki udeo indeksiranih kredita) – doprineli su ukupnom povećanju NDA u Q3 sa čak 9,4% od početnog M2 (8,0% od početnog M2 u Q2). Neto kreditiranje države povećano je za 0,9% od početnog M2 (1,6% u Q2, Tabela T7-2) i odnosi se na trošenje depozita države kod monetarnog sektora. Na konačni porast NDA, s negativne strane, uticao je i porast kapitala monetarnog sektora od ukupno -1,7% od početnog M2 (-1,1% u Q1) Tabela T7-2.

Veliki doprinos rastu M2 daje brz rast kredita preduzećima**Rast kredita nedržavnom sektoru ponovo ubrzava****Tabela T7-2. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2006–2008**

	2006		2007				2008		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	
	12m, u %								
M2 ¹⁾	39,2	42,9	37,4	39,4	41,5	41,0	33,7	24,5	
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	17,5	21,6	23,9	28,0	38,3	36,4	30,3	29,4	
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	24,1	26,3	30,2	31,2	38,4	35,3	30,7	32,2	
Domaćinstva	62,2	58,4	54,7	53,6	50,6	43,3	35,5	19,5	
Privreda	11,1	14,2	20,2	21,1	32,2	31,0	28,1	39,5	
	12m realni, u %								
M2 ¹⁾	30,5	35,3	30,7	29,7	28,6	26,2	19,2	12,2	
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	10,2	15,2	17,8	19,1	25,6	22,0	16,2	16,6	
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	16,4	19,8	24,1	22,2	25,6	21,1	16,4	19,0	
Domaćinstva	52,1	50,1	47,4	43,1	36,7	28,2	20,7	7,6	
Privreda	4,2	8,3	14,5	12,8	20,1	17,3	14,1	25,6	
	kumulativni, u % od početnog M2⁴⁾								
M2 ¹⁾	39,2	5,9	11,0	23,9	41,5	5,5	4,8	9,0	
M2 dinarski ¹⁾	19,8	-0,1	0,8	6,8	16,8	-2,5	-2,7	-1,1	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	25,7	4,0	10,1	17,3	24,5	5,6	7,7	12,5	
Kursne razlike ⁴⁾	-6,4	1,9	0,0	-0,1	0,2	2,4	-0,2	-2,3	
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	41,1	5,2	12,0	14,5	24,4	3,6	-3,2	-3,0	
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	48,4	3,1	12,0	14,7	24,2	1,2	-3,0	-1,0	
Kursne razlike ⁵⁾	-7,3	2,2	0,0	-0,1	0,3	2,5	-0,2	-2,0	
Neto domaća aktiva (NDA)	-1,9	0,6	-1,1	9,4	17,1	1,9	8,0	12,0	
od čega: krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani tokovi	27,3	6,6	19,6	28,3	36,6	4,8	12,8	22,2	
od čega: krediti državi, neto ⁶⁾	-17,4	-4,1	-7,7	-7,0	-1,9	-0,6	1,0	1,9	
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	-13,2	-2,2	-7,4	-11,6	-17,9	-3,5	-4,6	-6,3	
	kumulativni, u % od sadašnjeg BDP-a⁸⁾								
Kreditni državi, neto ⁶⁾	-3,4	-1,3	-2,1	-1,9	-0,5	-0,3	0,3	0,7	
od čega: dinarski	0,6	-1,2	-2,3	-2,1	-1,1	-0,8	-1,3	-1,0	
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	4,3	2,6	5,4	7,7	9,8	2,7	4,4	6,6	

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.

Tabela T7-3. Srbija: monetarni pregled, 2006–2008

	2006		2007			2008		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
STANJE	u milionima dinara, na kraju perioda							
Neto strana aktiva (NSA)	407.565	441.048	484.388	500.302	563.524	596.215	534.403	536.102
od čega: rezerve NBS	715.114	719.381	730.668	751.920	765.615	788.296	720.967	745.070
od čega: obaveze poslovnih banaka	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860	-299.659	-264.865	-251.182	-279.131
Neto domaća aktiva (NDA)	231.055	234.991	224.279	291.193	340.174	357.307	412.802	448.498
Kreditni državi, neto ¹⁾	-100.061	-128.909	-149.081	-144.385	-112.290	-120.644	-103.539	-94.156
Dinarski krediti, neto	-8.776	-35.782	-62.290	-56.369	-34.251	-53.126	-67.826	-60.934
Devizni krediti, neto	-91.285	-93.127	-86.791	-88.016	-78.039	-67.518	-35.713	-33.222
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	609.171	666.007	732.402	786.873	842.512	908.598	953.977	1.018.307
Ostale stavke	-278.055	-302.107	-359.042	-351.295	-390.048	-430.647	-437.636	-475.653
Novčana masa: M2 ³⁾	638.620	676.039	708.667	791.495	903.698	953.522	947.205	985.134
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	283.116	282.299	288.329	326.341	390.307	367.648	365.834	380.015
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	355.504	393.740	420.338	465.154	513.391	585.874	581.371	605.119
STRUKTURNI POKAZATELJI								
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	31,9	26,2	29,1	25,1	24,6	23,7	23,5	23,2
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)/M2 (%)	55,7	58,2	59,3	58,8	56,8	61,4	61,4	61,4
Koeficijent obrta (BDP ⁴⁾ / M2)	3,3	3,3	3,2	2,9	2,6	2,6	2,7	2,7
M2 / BDP ⁴⁾	0,30	0,31	0,3	0,3	0,38	0,39	0,37	0,37
Kreditni nedržavnom sektoru / BDP ⁴⁾	0,29	0,30	0,32	0,34	0,35	0,37	0,37	0,38
Nenaplativi krediti ⁵⁾ (u % od ukupnih)	4,7	4,9	4,69	5,20	5,1	4,4	5,3	6,0
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	2,0	2,4	2,0	2,3	2,3	2,6	2,0	2,3

Izvor: Tabela P-12. u Analitičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 7) u Tabeli T7-2.

2) Videti fusnotu 2) u Tabeli T7-2.

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

4) Videti fusnotu 8) u Tabeli T7-2.

5) Udeo kredita po osnovu kojih postoji kontinuirana dognja 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?", QM br. 6.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

U Q3 banke plasiraju novih oko 800 miliona evra u kredite privredi i stanovništvu...

Preduzeća se ubrzano zadužuju u inostranstvu i u Q3

...za novih oko milijardu i šezdeset miliona evra

Banke su u Q3 plasirale oko milijardu i 200 miliona evra u nove kredite privredi i stanovništvu (800 miliona u Q2, Tabela T7-4). Skoro celokupan iznos novih kredita "usmeren" je preduzećima (510 miliona u Q2), dok je stanovništvu usmereno samo 9 miliona evra (280 miliona u Q2), Tabela T7-4.

Preduzeća su se, prema uspostavljenom trendu koji traje već skoro dve godine, i u Q3 u velikoj meri zaduživala direktno u inostranstvu. Iznos novog zaduživanja preduzeća u inostranstvu u toku jednog kvartala je u prethodnih nekoliko kvartala gotovo dvostruko veći od zaduživanja preduzeća kod domaćeg bankarskog sektora. U Q3 su se preduzeća zadužila za oko 1,060 miliona evra direktno kod banaka u inostranstvu (oko 835 miliona u Q2, 719 miliona u Q1 2008. Tabela T7-5).

U Q3 je došlo do porasta kamatnih stopa na bankarske kredite. Na porast kamatnih stopa najviše je uticao rast EURIBOR-a koji je opet posledica restriktivne monetarne politike u evrozoni (detaljnije u odeljku "Međunarodno okruženje"). Podesećamo da su kamatne stope kod velikog dela kredita u Srbiji eksplicitno (u kreditnim ugovorima za kredite s promenljivom kamatnom stopom) ili implicitno, vezane za EURIBOR, naročito kada su u pitanju strane banke. Takođe, mali deo dinarskih kredita, koji su po pravilu veoma kratkoročni, plasiran je bez valutne klauzule. Kod ovih kredita može se očekivati da na visinu kamatne stope, između ostalog, utiče i visina referentne kamatne stope NBS (repo). Ova kamatna stopa je zadržana na visokom nivou od 15,75% u toku Q3, tako da je za očekivati da su kamatne stope na ovakve kredite i dalje visoke. U istom periodu, međutim, uočljivo je ubrzano kreditiranje preduzeća i značajno usporavanje kreditiranja stanovništva. Upravo to ukazuje da se u Srbiji još uvek visinom kamatne stope ne može bitno uticati na količinu bankarskih kredita, ali administrativne i druge mere imaju jak uticaj. S obzirom na to da je tržište još uvek relativno nezasićeno, što tražnju i dalje čini neelastičnom na cenu (kamatnu stopu) jedino mere koje ograničavaju raspoloživost kredita i tzv. kreditnu sposobnost, naročito kod stanovništva, daju efekte na usporavanje kreditiranja.

Tabela T7-4. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2006–2008

	2006		2007			2008		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
u milionima evra, kumulativni od početka godine								
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-5.237	-325	-1.061	-2.574	-4.582	258	-717	-2.140
Domaći depoziti	-2.245	-339	-757	-1.819	-3.254	-162	-464	-1.134
Depoziti stanovništva	-1.200	-329	-652	-1.059	-1.652	-192	-518	-842
dinarski depoziti	-124	-35	-57	-97	-135	-18	-19	-28
devizni depoziti	-1.076	-295	-595	-963	-1.518	-174	-499	-813
Depoziti privrede	-1.045	-10	-105	-760	-1.602	29	54	-292
dinarski depoziti	-739	23	112	-324	-1.138	365	394	261
devizni depoziti	-307	-33	-218	-437	-464	-336	-340	-554
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač.nerezid.)	-1.660	-10	266	207	114	564	601	138
Kapital i rezerve ¹⁾	-1.331	25	-569	-962	-1.441	-144	-855	-1.144
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-77	-14	5	-17	695	-333	-386	-316
Plasmani¹⁾	3.100	687	1.294	2.488	3.626	697	1.175	2.888
Ukupno privreda i stanovništvo	1.541	575	1.508	2.315	2.945	614	1.402	2.595
Privreda	536	313	865	1.271	1.660	406	915	2.099
kratkoročni plasmani	194	195	549	699	939	341	612	0
dugoročni plasmani	341	118	315	572	722	66	303	0
Stanovništvo	1.006	263	644	1.044	1.285	207	487	496
kratkoročni plasmani	194	36	101	148	221	-8	87	0
dugoročni plasmani	811	226	543	896	1.064	215	400	0
Plasmani u hartije NBS ²⁾	1.637	200	-11	438	849	116	-126	361
Neto kreditiranje države ³⁾	-79	-89	-203	-264	-168	-33	-101	-68
PRO MEMORIA								
Obavezne rezerve i depoziti	1.813	-146	242	349	441	-369	-275	-97
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	0	13	-44	-104	-44	6	246	28
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-50	20	-56	-103	-92	0	207	-13
Ostale stavke ⁵⁾	499	-110	-464	-57	-78	-202	-192	-490
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	36	34	37	34	31	30	29	28

Izvor: Tabela P-13. u Analičkom 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.

Banke povećavaju iznos dinarskih sredstva u repo plasmanima u Q3...

...približno 490 miliona evra

Izvore za nove plasmane, banke nalaze u novoj deviznoj štednji stanovništva, ali i depozitima drugih finansijskih organizacija

Tokom Q3 banke povećavaju likvidnost plasiranu u repo plasmane i šestomesečne hartije od vrednosti NBS za približno 487 miliona evra (u Q2 banke su povukle 240 miliona evra iz ovih plasmana, a u Q1 povećanje je bilo 116 miliona evra). Istorijski maksimum stoka repo operacija dostignut je 26. septembra kad je nominalno stanje prodatih HoV iznosilo 248 milijardi dinara (3,250 miliona evra). Povećanje stoka repo plasmana u Q3 može se objasniti rastom prinosa za strane investitore (visoka nominalna repo stopa dodatno uvećana zbog nominalne apresijacije dinara, i otklanjanja političke neizvesnosti nakon formiranja nove Vlade), i otežanog plasiranja značajno naraslih likvidnih sredstava zbog prohibitivnih uslova naročito u domenu kreditiranja stanovništva.

U Q3 je došlo do značajnog rasta likvidnosti bankarskog sektora po osnovu dokapitalizacije, porasta obaveza prema inostranstvu, deviznih depozita stanovništva kao i svih depozita privrede. U okviru depozita privrede je veoma značajan rast dinarskih i deviznih depozita drugih finansijskih organizacija, tj. osiguravajućih društava, penzijskih i investicionih fondova, kao i lizing kompanija, koji se najverovatnije povlače iz rizičnijih plasmana i prebacuju oslobodjena sredstva na račune u bankama. U Q3 je ukupan bankarski sektor povećao kapital i rezerve za 290 miliona evra (čak 710 miliona evra u Q2, Tabela T7-4). Nova devizna štednja stanovništva porasla

7. Monetarni tokovi i politika

je za oko 320 miliona evra (174 miliona evra u Q1, Tabela T7-4). U Q3, za razliku od prethodnih kvartala, nivo depozita preduzeća kod bankarskog sektora značajno raste za skoro 350 miliona evra, i uglavnom po osnovu deviznih i dinarskih depozita drugih finansijskih organizacija tako da je došlo do povećanja izvora banaka kroz taj kanal koji je stagnirao u prva dva kvartala 2008. (smanjenje od 29 miliona evra u Q1, i 25 miliona evra u Q2).

Banke su u Q3 povećale iznos duga prema inostranstvu, uglavnom po osnovu kratkoročnog zaduživanja, za oko 464 miliona evra (smanjenje od 35 miliona evra u Q2), što je značajna promena prethodnog trenda smanjenja kratkoročnog duga (stavka Zaduživanje u inostranstvu, Tabela T7-4). Banke su, najverovatnije, iskoristile trend apresijacije dinara u Q3 da povećaju repo plasmane koji su finansirale pozajmljujući se na kratak rok iz inostranstva. Dokapitalizacija je, sa druge strane, značajno usporena u Q3 u odnosu na prethodnih četiri kvartala, osim Q1 2008. Ovo se može objasniti činjenicom da je ukupan portfolio kredita stanovništvu stagnirao u odnosu na Q2 i to tako što je značajno povećan nivo stambenih kredita dok su ostali vidovi kredita značajno smanjeni. U takvoj situaciji, banke nisu bile primorane da dodatno povećavaju kapital koji je ionako na nivou značajno višem od svih drugih zemalja u okruženju (učesće kapitala u pasivi bankarskog sektora je bilo 24,1% na 30.6.2008.).

Tabela T7-5. Srbija: zaduživanje privrede i stanovništva – uticaj na ukupnu tražnju

	2006	2007				2008		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
kvartalni prirast stanja, u milionima evra								
Ukupni krediti stanovništvu i preduzećima iz domaćeg sistema I iz inostr.	746	1.053	2.157	1.537	1.542	1.333	1.624	2.253
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema ¹⁾	222	575	933	807	630	614	789	1.193
Preduzeća	-21	313	552	406	389	406	509	1.184
Stanovništvo	243	263	381	400	241	207	280	9
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	524	478	1.224	730	912	719	835	1.061
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećem iz domaćeg sistema	503	791	1.776	1.137	1.301	1.125	1.344	2.244
kvartalni prirast stanja, u % kvartalnog BDP-a								
Ukupni krediti stanovništvu i preduzećima iz domaćeg sistema I iz inostr.	10,4	16,3	30,1	20,0	18,0	17,4	18,3	24,0
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema	3,1	8,9	13,0	10,5	7,4	8,0	8,9	12,7
Preduzeća	-0,3	4,8	7,7	5,3	4,5	5,3	5,7	12,6
Stanovništvo	3,4	4,1	5,3	5,2	2,8	2,7	3,1	0,1
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	7,3	7,4	17,0 ²⁾	9,5	10,7	9,4	9,4	11,3
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećima iz domaćeg sistema	7,0	12,3	24,8	14,8	15,2	14,7	15,1	23,9

Izvor: FREN.

1) Videti fusnotu 1 u Tabeli T7-4.

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

Tabela T7-6. Srbija: stok kredita privrede i stanovništva u odnosu na BDP

	2006	2007				2008		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
Ukupni krediti stanovništvu i preduzećima iz domaćeg sistema I iz inostr.	44,8	48,2	52,5	55,5	60,0	65,3	66,3	68,8
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema	27,7	29,5	31,7	33,0	34,4	36,7	36,9	37,7
Preduzeća	18,1	19,0	20,3	20,6	21,6	23,0	23,4	25,2
Stanovništvo	9,6	10,5	11,3	12,3	12,8	13,7	13,5	12,6
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	17,1	18,7	20,8	22,6	25,6	28,7	29,4	31,1
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećima iz domaćeg sistema	35,2	37,7	41,2	43,2	47,1	51,7	52,8	56,2

Izvor: FREN.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Primarni novac se u Q3 smanjuje kao posledica rasta plasmana u repo operacije i povećanja kapitala NBS

Nivo *primarnog novca* (H) je smanjen u Q3 za 12,2% od nivoa s početka 2008, Tabela T7-7. Primarni novac smanjuje se u Q3 kao rezultat sledećih neto promena stanja pojedinih njegovih komponenti. (a) Prirast neto sopstvenih deviznih rezervi NBS iznosio je 27,8% od početnog H. (b) Pad neto domaće aktive (NDA) NBS je u Q3 iznosio -40,2% od početnog H, Tabela T7-7. U okviru NDA zabeleženo je smanjenje primarnog novca po osnovu rasta stoka repo transakcija od 27,3% od početnog H, kao i smanjenja ostale neto domaće aktive za -15,5% od početnog H, Tabela T7-7. Ovo poslednje, smanjenje ostale neto aktive odnosi se na porast kapitala NBS, koje započinje od avgusta, i koje je nastalo po osnovu pozitivnih kursnih razlika na devizne rezerve koje NBS drži u dolarima.

Tabela T7-7. Srbija: NBS – otkup deviza i sterilizacija, 2006–2008¹⁾

	2006		2007			2008		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
TOK	u milionima dinara, kumulativni od početka godine							
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	145.315	15.066	46.140	60.267	97.636	4.695	19.115	56.373
Neto sopstvene rezerve NBS (u milionima evra)	1.783	188	577	756	1.218	58	237	706
Neto Domaća aktiva (NDA)	-105.744	-46.278	-57.938	-72.100	-72.440	-39.752	-13.347	-66.941
Dinarski krediti države	120	-710	-735	-735	-5.639	267	618	0
Dinarski depoziti države	17.540	-30.939	-56.748	-44.985	-10.107	-28.386	-41.088	-36.706
od čega: lokalna samouprava	-3.500	-6.768	-13.485	-11.933	-516	-8.329	-7.405	-5.073
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-132.903	-16.675	-2.094	-34.961	-67.950	-11.243	8.014	-28.597
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	9.499	2.046	1.639	8.581	11.256	-390	19.109	-1.638
Primarni novac	39.571	-31.212	-11.798	-11.833	25.196	-35.057	5.768	-10.568
od čega: gotovina u opticaju	14.811	-9.792	-3.395	-3.088	8.488	-6.613	-7.454	-5.388
od čega: slobodne rezerve	16.516	-13.061	-3.309	-6.293	20.605	-39.840	-22.293	-39.483
PORAST	kumulativni, u % od stanja početnog H⁵⁾							
Neto sopstvene rezerve ²⁾	154,0	11,2	34,5	45,0	72,9	3,5	14,3	42,1
Neto Domaća aktiva (NDA)	-112,1	-34,6	-43,3	-53,8	-54,1	-29,7	-10,0	-50,0
Dinarski depoziti države	18,6	-23,1	-42,4	-33,6	-7,5	-21,2	-30,7	-27,4
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-140,9	-12,5	-1,6	-26,1	-50,7	-8,4	6,0	-21,4
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	10,1	1,5	1,2	6,4	8,4	-0,3	14,3	-1,2
Primarni novac	41,9	-23,3	-8,8	-8,8	18,8	-26,2	4,3	-7,9
od čega: gotovina u opticaju	15,7	-7,3	-2,5	-2,3	6,3	-4,9	-5,6	-4,0
od čega: slobodne rezerve	17,5	-9,8	-2,5	-4,7	15,4	-29,7	-16,6	-29,5
PRO MEMORIA								
Bruto dev. rezerve (kumul. od poč. god. u evrima)	4.083,1	-233,3	193,9	482,7	610,4	-85,8	-533,8	64,7
Bruto dev. rezerve (u % H s poč. god., u evrima)	307,6	3,2	11,6	27,5	37,7	14,3	-28,1	-12,9
Primarni novac (stopa rasta, 12-m, u %)	41,9	31,3	37,2	24,2	18,8	20,8	35,0	21,7
Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m, u %)	27,6	28,0	33,0	25,5	12,4	19,9	6,8	9,5

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 16,3 milijardi dinara u Q3, proizvod je sledećih apsolutnih promena njegovih komponenti: (a) NBS je u Q3 povećala neto sopstvene rezerve za oko 37,3 milijarde dinara kao rezultat deviznih transakcija (prodaja deviza bankama, neto otkup od menjača i otkup deviza od države, kursne razlike i dr.); (b) država je smanjila stanje na svom dinarskom depozitu kod NBS za oko 12,7 milijardi dinara; (c) povećano je stanje repo plasmana kod NBS za 36,7 milijardi dinara u Q3 u odnosu na kraj Q2 i time smanjena dinarska likvidnost, Tabela T7-7 i (d) smanjena je *Ostala domaća neto aktiva* za oko 20,7 milijardi dinara. Ova stavka se odnosi prvenstveno na povećanje kapitala NBS.

Početkom oktobra štediša počinju da prevremeno povlače svoje štedne uloge, usled straha od uticaja finansijske krize na evropske banke koje posluju u Srbiji. Ovaj i drugi faktori, utiču na veliko smanjenje obima trgovine na međubankarskom tržištu deviza i depresijaciju dinara. Narodna banka je, radi olakšavanja novog zaduživanja u inostranstvu, izmenila regulativu u vezi sa obaveznom rezervom i omogućila da novo zaduživanje ne bude opterećeno izdvajanjem obavezne

7. Monetarni tokovi i politika

rezerve. Istovremeno, povećan je iznos devizne obavezne rezerve koji banke obračunavaju na deviznu osnovicu, ali drže u dinarima na žiro-računu, sa 10% na 20%. Ova mera dovela je do vraćanja bankama 474 miliona evra, dok su banke odgovarajuću dinarsku protivvrednost povukle iz repo plamana i prebacile na žiro-račun. Jednokratna mera koja je tada doneta jeste i dozvola bankama da osnovicu za deviznu štednju obračunaju na bazi stanja na dan 15. oktobar ili 30. oktobar (jedan od ta dva iznosa koji je povoljniji za banku), umesto uobičajenog proseka za svaki dan u prethodnom kalendarskom mesecu, s ciljem da bankama ranije vrati iznos izdvojene obavezne rezerve na ime prevremeno povučenih štednih uloga i tako osnaži deviznu likvidnost. Pored toga, NBS je povećala referentnu kamatnu stopu na 17,75% u pokušaju da zadrži veliki stok dinarskih sredstava u repo operacijama ili da čak stimuliše porast ovog stoka, što bi, s jedne strane, dovelo do novog zaduživanja banaka u inostranstvu i devizni priliv po tom osnovu i, s druge strane, usporilo privednu aktivnost, čime bi se delovalo na smanjenje inflacije i uvoza. Za razliku od NBS, centralne banke razvijenih zemalja, nemaju problem sa deficitom tekućeg računa, već sa previše usporenom privrednom aktivnošću, tako da ne smanjuju likvidnost bankarskog sektora nego je povećavaju plasirajući sve jeftinija sredstva u obrnutom procesu repo otkupa HoV od banaka.

Tabela T7-8. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS ¹⁾, dec. 2007–nov. 2008

	12/2004	05/2005	07/2005	10/2005	11/2005	03/2006	04/2006	05/2006	11/2006	12/2006	10/2007	10/2008
Stopa na: (u %)												
DINARSKU OSNOVICU	21	20	20	18	18	18	18	18	15	10	10	10
od čega:												
dinarski depoziti oročeni na preko 1 meseca											5	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	45
od čega:												
novo zaduženje banaka u inostranstvu nakon septembra 2008 ²⁾												0
NOVU DEVIZNU ŠTEDNJU ³⁾	47	47	45	41	38	40	40	40	40	40	40	40
SUBORDINIRANI KAPITAL						20	20	20	20	20	20	20
od čega:												
novo zaduženje banaka u inostranstvu nakon septembra 2008 ⁴⁾												0
Najvažnije izmene i dopune:	uvodjenje obavezne rezerve na kredite iz inostranstva	razdvajanje dinarske i devizne osnovice				stopa 38% važi i za novu deviznu štednju	uvodjenje 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. Regulativa postaje jedinstvena od trenutka izjednačavanja stope obavezne rezerve na sva devizna sredstva poslovnih banaka.

4) Od oktobra 2008. godine nova zaduženja banaka u inostranstvu su oslobođena izdvajanja obavezne rezerve, dok za stara važe ranije stope.

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 do 17. oktobra 10% obračunate devizne rezerve držano je u dinarima.

Od 17. oktobra 2008. godine 20% obračunate devizne rezerve drži se u dinarima.

I konačno, da bi se klijenti ubuduće zaštitili od naraslih obaveza po kreditima indeksiranim u evrima i švajcarskim francima, NBS se sporazumela sa četiri najveće banke da se klijentima, počevši od 24. novembra, omogući: prevremena otplata kredita bez naknade (osim u slučaju refinansiranja), produženje roka otplate kredita u korišćenju do godinu dana i po zahtevu klijenta, konverziju kredita indeksiranih u stranu valutu u dinarske po zahtevu klijenta i konačno,

konverziju kredita indeksiranih u švajcarskim francima u kredite indeksirane u evrima, takođe po zahtevu klijenata. Paralelno s tim, zbog snažne depresijacije dinara prema evru, izraženih dnevnih oscilacija kursa i smanjenog obima trgovine, NBS je u oktobru intervenisala sa 269 miliona evra na međubankarskom tržištu deviza, a u prvih 20 dana novembra s najmanje 200 miliona evra. Sve ove mere imale su, međutim, kratak dah, tako da je povećan obim trgovine na međubankarskom tržištu beležen samo nekoliko dana sredinom oktobra (nakon vraćanja 474 miliona evra bankama), dok je krajem oktobra obim trgovine smanjen na nivo zabeležen početkom godine u vreme jake političke krize.

Država nije značajno doprinela povećanju neto sopstvenih rezervi NBS...

...konverzija je iznosila oko 20 miliona sa državnog deviznog depozita

Neto sopstvene rezerve NBS povećane su u Q3 za oko 470 miliona evra (180 miliona evra u Q2, Tabela T7-9). Ovo povećanje samo je u manjoj meri nastalo kao rezultat transakcija NBS na deviznom tržištu – kupovina deviza od banaka i otkupa od menjača od ukupno otkupljenih 88 miliona evra (otkupljenih – 29 miliona evra u Q2, Tabela T7-10). Kao i u Q2, NBS ni ovoga puta nije prodavala devize, to je najveći deo povećanja neto sopstvenih rezervi NBS od oko 390 miliona evra rezultat pozitivnih kursnih razlika. Državni depozit kod NBS se u toku Q3 smanjio za oko 20 miliona evra (400 miliona evra u Q2, Tabela T7-9).

Tabela T7-9. Struktura deviznih rezervi Srbije – stanja i tokovi, 2006–2008

	2006		2007			2008		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
u milionima evra, stanja								
Neto strana aktiva Srbije	5.164	5.413	6.130	6.347	7.116	7.246	6.768	7.000
Poslovne banke, neto	-3.188	-3.213	-2.918	-2.998	-2.379	-2.147	-2.163	-2.557
Bruto rezerve	707	693	712	690	1.403	1.070	1.017	1.087
Obaveze	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688	-3.782	-3.218	-3.180	-3.644
Narodna banka Srbije, neto	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495	9.394	8.931	9.557
Bruto rezerve	9.052	8.819	9.246	9.535	9.662	9.577	9.129	9.727
Obaveze	-700	-193	-198	-190	-168	-183	-198	-170
MMF	-181	6	1	3	4	3	1	1
Ostale obaveze	-519	-200	-199	-193	-171	-186	-199	-171
STRUKTURA NETO REZERVI NBS								
1. Narodna banka Srbije, neto	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495	9.394	8.931	9.557
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-3.210	-3.358	-3.478	-3.584	-3.409	-3.411	-3.166	-3.343
1.2 Depoziti države	-1.309	-1.247	-1.160	-1.172	-1.034	-874	-478	-457
1.3 NBS sopstvene rezerve	3.833	4.021	4.410	4.589	5.051	5.109	5.287	5.757
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)								
u milionima evra, kumulativi od početka godine								
Neto strana aktiva Srbije	2.620	249	967	1.183	1.952	131	-348	-116
Poslovne banke, neto	-1.737	-24	270	190	809	232	216	-178
Bruto rezerve	-77	-14	5	-17	695	-333	-386	-316
Obaveze	-1.660	-10	266	207	114	564	601	138
Narodna banka Srbije, neto	4.357	274	696	993	1.143	-101	-563	62
Bruto rezerve	4.083	-233	194	483	610	-86	-534	65
Obaveze	274	507	502	510	532	-15	-30	-2
MMF	567	187	182	184	185	0	-2	-3
Ostale obaveze	-294	320	320	327	348	-15	-28	1
STRUKTURA NETO REZERVI NBS								
1. Narodna banka Srbije, neto	4.357	274	696	993	1.143	-101	-563	62
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-1.485	-148	-269	-374	-200	-2	243	66
1.2 Depoziti države	-1.089	63	149	137	275	161	557	578
1.3 NBS sopstvene rezerve	1.783	188	577	756	1.218	58	237	706
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)								

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 T7-10. Neto mesečna trgovina devizama NBS – banke i menjači, nov.2006–mart 2008

	Na međubankarskom deviznom tržištu (NBS- poslovne banke)	Od menjača	Ukupno	Ukupno po kvartalima
(-, neto prodaja deviza od strane NBS)				
2006	u milionima evra			
Prosečna mesečna trgovina jan.-okt. 2006.	-64	151	87	
Novembar 2006.	260	131	391	
Decembar 2006.	154	86	240	
2007				
Januar 2007.	-412	42	-370	-238 u Q1 2007.
Februar 2007.	-14,8	86	72	
Mart 2007	-54,1	114	60	
April 2007.	0	137	137	+288 u Q2 2007.
Maj 2007.	-75,9	160,1	84	
Jun 2007.	-19	85,7	67	
Jul 2007.	-22	93,9	72	+195 u Q3 2007.
Avgust 2007.	-23	106	83	
Septembar 2007.	-20	60	40	
Oktobar 2007.	-4	72	68	+212 u Q4 2007.
Novembar 2007.	-20	76	56	
Decembar 2007.	-40	128	88	
2008				
Januar 2008.	-57	63	6	-168 u Q1 2008.
Februar 2008.	-129	39,6	-89	
Mart 2008.	-105	20,6	-84	
April 2008.	-64	31,2	-33	+29 u Q2 2008.
Maj 2008.	-38	54,3	16	
Juni 2008.	0	45,3	45	
Jul 2008.	0	26,8	27	+88 u Q3 2008.
Avgust 2008.	3	33	36	
Septembar 2008.	0	24,7	25	

Izvor: NBS.

8. Finansijska tržišta

U Q3 2008. došlo je do smanjenja aktivnosti na tržištu akcija Beogradske berze, mereno i obimom ostvarenog prometa, koji je u odnosu na Q2 smanjen za pola, i brojem obavljenih transakcija koji je smanjen za trećinu. Indeksi Beogradske berze, u istom periodu zabeležili su značajan pad vrednosti. Indeks najlikvidnijih akcija, BELEX15, izgubio je 43% vrednosti od prethodnog kvartala, dok je širi berzanski indeks, BELEXline, pao za 36,4%. Taj pad nastavio se i u Q4, pa je od Q2 2007. do početka novembra 2008, BELEX15 izgubio 80% vrednosti. Domaći investicioni fondovi takođe su ostvarili pad vrednosti investicione jedinice, ali je taj pad procentualno bio manji od pada indeksa Beogradske berze. NBS u Q3 nije menjala referentnu stopu na 2w repo operacije, pa je usled apresijacije dinara početkom Q3, došlo do značajnog porasta realnih repo prinosa, merenih u odnosu na kurs evro/dinar, koji su dostigli skoro 70% u jednom trenutku. Kako je došlo i do usporavanja inflacije u Q3 i realni prinosi mereni u odnosu na inflaciju – porasli su. Ipak, ovaj trend nije nastavljen u Q4 jer su zbog značajnog i naglog slabljenja domaće valute realni prinosi krajem oktobra pali na -23%. Na tržištu obveznica SDŠ nije bilo značajnijih promena u odnosu na Q2. Obim i promet su zabeležili blag pad, a kriva prosečnih prinosa ostala je na približno istom nivou, samo strmija nego u prethodnom kvartalu. Učešće stranih investitora u ukupnom prometu i na tržištu akcija zabeležilo je istorijske minimume, dok je na tržištu obveznica blago poraslo u odnosu na Q2.

U Q3 2008. došlo je do pada i obima prometa i broja obavljenih transakcija na tržištu akcija Beogradske berze.

Aktivnost na Beogradskoj berzi bila je smanjena za $\frac{3}{4}$ u odnosu na Q2 2007. kada je bila na maksimumu
Do smanjenja aktivnosti na Beogradskoj berzi došlo je i na kontinualnom i na diskontinualnom segmentu tržišta

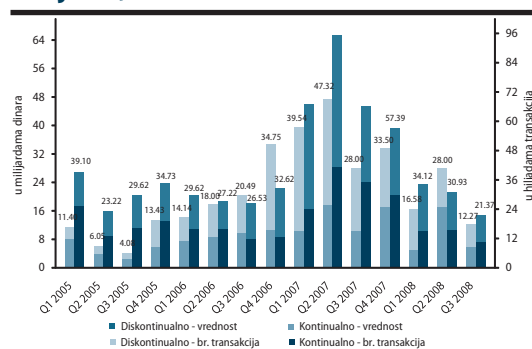
U Q3 zabeležen značajan pad vrednosti indeksa Beogradske berze

Podaci ukazuju da se trend smanjenja aktivnosti na Beogradskoj berzi koji je započeo nakon Q2 2007. nastavlja i u Q3 2008. (Grafikon T8-1). Dinarska vrednost obima prometa smanjena je za 56,16% u odnosu na prethodni kvartal i iznosila je oko 12,3 milijarde dinara. Tako je vrednost obima prometa od Q2 2007, kada je ostvarena istorijski najveća vrednost od 47,3 milijarde dinara, smanjena za 74%, što, uprkos nekoliko kvartala kada je zabeležen rast vrednosti obima, ukazuje na jasan trend smanjenja obima prometa.

Broj obavljenih transakcija tokom Q3, kao još jedna mera aktivnosti na domaćem tržištu kapitala, takođe je zabeležila pad. U Q3 je obavljeno oko 21,4 hiljada transakcija, što je za oko 30,9% manje nego u prethodnom kvartalu. Od Q2 2007. kada je zabeležena istorijski najveća vrednost i broja izvršenih transakcija, 95,3 hiljade, zabeležen je konstantan pad ove vrednosti, koji do Q3 2008 iznosi 77,6%.

Iz strukture obima prometa i broja obavljenih transakcija, vidi se da je pad ostvaren kako na kontinualnom tako i na diskontinualnom delu tržišta. Tako je dinarska vrednost prometa na kontinualnom tržištu umanjena za 41,5%, a na diskontinualnom za 65,4% u odnosu na prethodni kvartal. Broj obavljenih transakcija na kontinualnom tržištu – od Q2 – umanjeno je za 30,3%, a na diskontinualnom za 31,5%.

Grafikon T8-1. 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.

1 Indeks najlikvidnijih akcija Beogradske berze.

2 Opšti indeks akcija Beogradske berze.

3 Indeks 8 najlikvidnijih akcija Beogradske berze koji izračunava Bečka berza (Wiener Börse).

Nakon blagog rasta indeksa Beogradske berze u prethodnom kvartalu, u Q3 dolazi do oštrog pada vrednosti svih indeksa, koji se nastavlja i u oktobru i novembru, (Grafikon T8-2). Indeks BELEX15¹ izgubio je skoro 43% vrednosti tokom Q3 i ostvario novi istorijski minimum od 1.003,77 indeksnih poena poslednjeg dana kvartala. U istom periodu indeksi BELEXline² i SRX³ EUR su izgubili 36,4% i 43,3% redom, a minimalne vrednosti od 1.941,76 i 563,78 ip

Od Q2 2007. pa do novembra 2008. indeks BELEX15 izgubio je 80% vrednosti

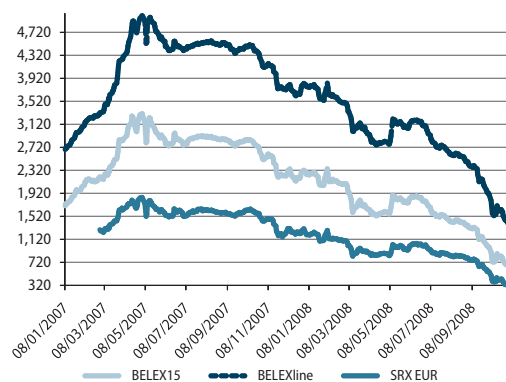
respektivno, ostvarene su isto poslednjeg dana kvartala. Maksimalne vrednosti svih indeksa ostvarene su prvog dana Q3 i iznosile su za BELEX15, BELXline i SRX EUR, 1.759,29, 3.052,86 i 994,27, redom.

Pad vrednosti indeksa Beogradske berze nastavio se i u Q4 2008. pa je početkom novembra BELEX15 pao ispod 700 indeksnih poena, što je novi istorijski minimum. Posmatrano od marta 2007. godine kada je Beogradska berza bila na istorijskom maksimumu, do početka novembra 2008. – BELEX15 je izgubio oko 80% vrednosti.

U vremenima krize, kao što je tekuća globalna finansijska kriza, investitori izbegavaju rizične plasmane i, uglavnom, svoja sredstva ulažu u proverene i sigurne investicije kao što su obveznice najrazvijenih zemalja ili zlato. Iz ugla međunarodnih investitora, naše tržište, kao i sva tranziciona tržišta, spada u investicije povećanog rizika, tako da se može očekivati da se trend smanjenja aktivnosti i daljeg pada vrednosti indeksa na Beogradskoj berzi nastavi sve dok interesovanje za rizičnije investicije ponovo ne poraste. Da je ovo jedan od presudnih faktora koji trenutno utiču na kretanja na Beogradskoj berzi pokazuje i činjenica da se slično dešava i na berzama u regionu koje takođe spadaju u tranziciona tržišta.

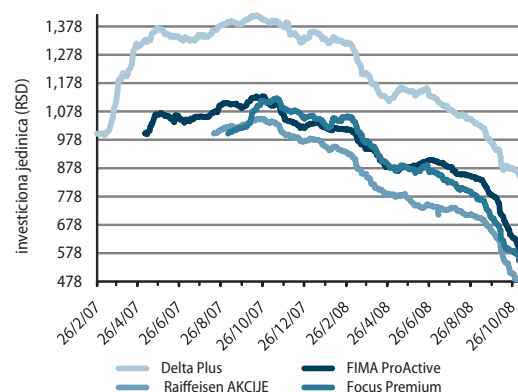
Indeksi berzi u regionu takođe su u Q3 zabeležili značajan pad vrednosti, ali manjeg obima nego što je to bilo na Beogradskoj berzi. Najviše su pali sarajevski SASX-10 i rumunski BET, i to za 32,72% i 31,41%, respektivno. Sa druge strane, indeks MBI-10 makedonske berze zabeležio je najmanji pad u Q3, od 10,74%. Crnogorski NEX20 i MOSTE indeksi izgubili su, redom, 13,24% i 14,89%. Bugarski SOFIX, hrvatski Crobex i banjalučki BIRS ostvarili su gubitke od 29,78%, 14,76% i 19,83% respektivno.

Grafikon T8-2. BELEXfm, BELEX15 i SRX EUR indeksi, 2007–2008



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

Grafikon T8-3. Delta Plus, FIMA ProActive, Raiffeisen AKCIJE i Focus Premium investicioni fondovi, 2007–2008



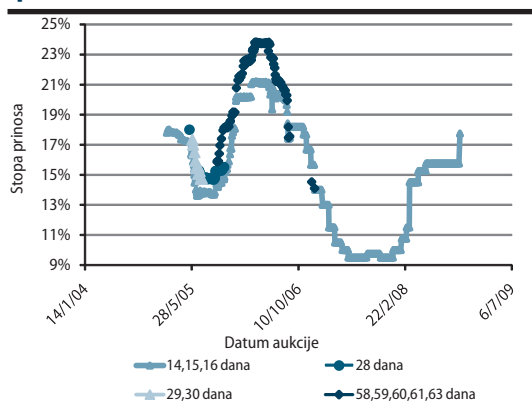
Izvor: www.deltainvestments.co.yu, www.fimainvest.com, www.focusinvest.biz, www.raiffeiseninvest.co.yu

U Q3 domaći investicioni fondovi procentualno su pali između dva i tri puta manje od indeksa Beogradske berze

Značajan pad indeksa Beogradske berze u Q3 odrazio se i na učinak domaćih investicionih fondova (Grafikon T8-3). Tokom posmatranog kvartala i investicioni fondovi su zabeležili značajan pad vrednosti investicione jedinice, ali je taj pad procentualno bio između dva i tri puta manji od pada Beogradske berze. Najbolji učinak u Q3 ostvario je investicioni fond Raiffeisen AKCIJE koji je ostvario gubitak od 13,05%, što je oko 1 pp bolje od fonda FIMA ProActive koji je izgubio u istom periodu 14,23%. U ovom kvartalu najlošiji je bio fond Focus Premium, koji je ostvario gubitak vrednosti i.j. od 20,43%, dok je fond Delta Plus imao gubitak od 15,74%. Ako posmatramo kretanje vrednosti i.j. fondova od početka godine do kraja Q3 – najmanji pad je zabeležio fond FIMA ProActive koji je izgubio 24,65%, dok su fondovi, Delta Plus, Raiffeisen AKCIJE i Focus Premium izgubili 28,99%, 33,85% i 34,93% respektivno. U istom periodu indeksi Beogradske berze BELEX15 i BELEX Line izgubili su, redom, 56,15% i 48,95% svoje vrednosti.

NBS nije u Q3 2008. menjala referentnu stopu, da bi je početkom novembra nakon iznenadne i značajne depresijacije RSD povisila za 200 bp na 17,75%

Grafikon T8-4. Repo prinosi, 2004–2008, (po ročnosti)



Izvor: NBS.

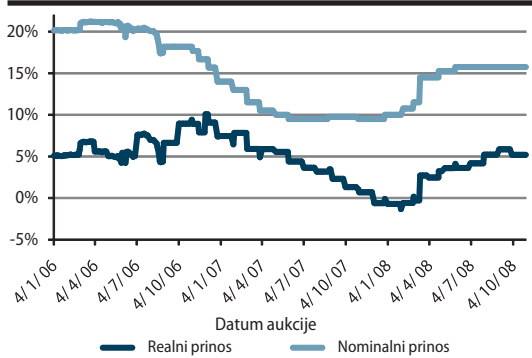
realnih prinosa, koji su se kretali u opsegu od 26,65% do maksimuma od 69,34%. Međutim, kako je dinar počeo naglo da slabi u oktobru, dolazi i do drastičnog pada realnih prinosa na repo operacije. Do sredine oktobra prinosi padaju na 10%, a zatim postaju i negativni, da bi krajem oktobra pali na -23%. I nakon povećanja referentne stope na 17,75%, realni prinosi na repo operacije ostali su negativni.

Što se tiče realnih prinosa merenih u odnosu na stopu inflacije, oni su takođe rasli i kretali se u opsegu od 4,17% do 5,86% (Grafikon T8-5). Budući da tokom Q3 referentna stopa NBS nije promenjena – razlog jačanja realnih prinosa, merenih na ovaj način, jeste usporavanje inflacije. Maksimalna vrednost od 5,86% ostvarena je u septembru kada je i mesečna stopa inflacije bila najniža u Q3 i iznosila oko 9,89%. Kako je u oktobru došlo do rasta stope inflacije na 10,56%, a nominalna stopa na 2w repo nije promenjena, realni prinost pao je na 5,19%.

U Q3 dolazi do smanjenja spredova na tržištu novca (Grafikon T8-7). Prosečni spred između repo stope i BELIBOR stope s rokom od dve nedelje (ista ročnost kao repo ugovori), smanjen je za 16 bp na 56 bp, dok je prosečan spred između repo stope i prekonocne BEONIA stope smanjen za 56bp na 18bp, u odnosu na prethodni kvartal.

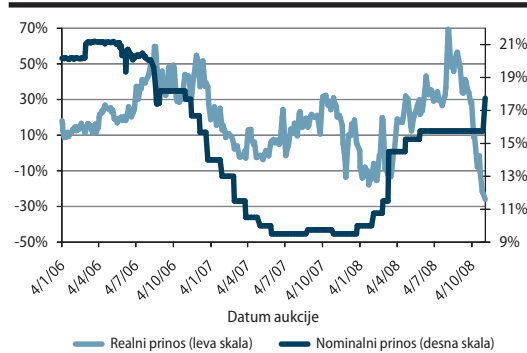
Grafikon T8-5. Realni (u odnosu na inflaciju) i nominalni REPO prinosi, 2006–2008

U Q3, porasli su realni prinosi na repo operacije, mereni u odnosu na kretanje kursa EUR/RSD i u odnosu na inflaciju



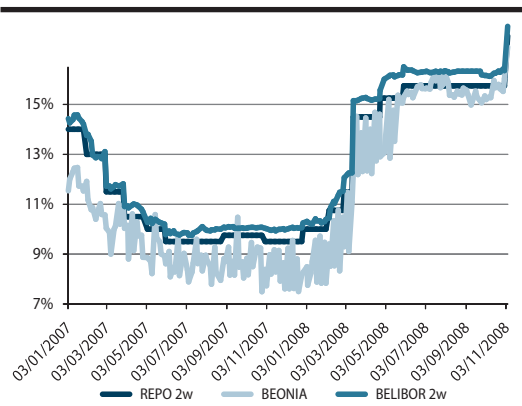
Izvor: NBS.

Grafikon T8-6. Realni (u odnosu na kurs evro/dinar) i nominalni repo prinosi, 2006–2008

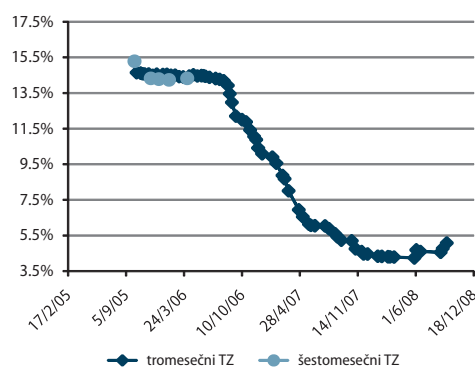


Izvor: NBS.

4 Obrazloženje takvog pristupa računanju realnih stopa prinosa detaljno je razmatrano u tekstu K. Udovički i V. Đoković: “Devizni kurs i politika NBS u Srbiji 2002–2006”, QM br. 5.

Grafikon T8-7. Kretanje REPO, BEONIA i BELIBOR 2W stopa, 2007–2008

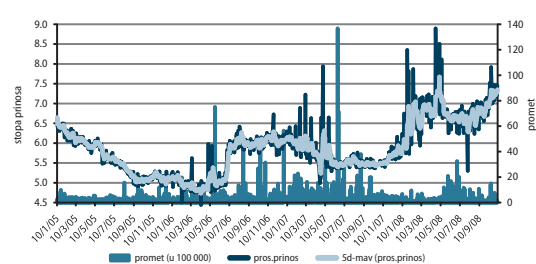
zvor: NBS i Reuters.

Grafikon T8-8. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa, 2005–2008

Izvor: Ministarstvo finansija RS.

Prinosi na trezorske zapise (TZ) Republike Srbije nakon dugog trenda pada, koji je preokrenut u Q2, nastavili su rast i u Q3 2008⁵. Na poslednje dve aukcije u Q3 ostvarene su kamatne stope od 4,78% i 5,08% (Grafikon T8-8), a prosečni prinosi su u odnosu na prethodni kvartal porasli za 30bp. Ukupna nominalna vrednost aukcija u Q3 najmanja je do sada i iznosila je oko 1,9 milijardi dinara. U prethodnim kvartalima ukupna vrednost aukcija TZ kretala se između 4,5 i 3,1 milijarde dinara.

Prinosi na trezorske zapise Republike Srbije nastavili su rast i u Q3

Grafikon T8-9. Prosečan prinos na obveznice SDŠ

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 smanjeni su u odnosu na prethodni kvartal

U Q3 2008. zabeležen je pad obima i prometa na tržištu obveznica stare devizne štednje u odnosu na prethodni kvartal (Grafikon T8-9). Ostvareni obim iznosi oko 25,7 miliona evra, a promet 17,7 miliona evra, što je nešto manje nego u Q2 2008. Preciznije, obim se u odnosu na Q2 smanjio za 5,76%, a promet za 12,9%. (u Q2 2008 obim i promet su duplirani u odnosu na Q1 2008). Ako se posmatra promena na godišnjem nivou, u odnosu na Q3 2008. obim i promet su i dalje značajno smanjeni. Obim na tržištu SDŠ je u odnosu na isti period prošle godine smanjen za 50%, a promet za 52%.

U Q3 2008. na tržištu SDŠ došlo je do neznatnog pomeranja prosečnih prinosa po svim ročnostima.

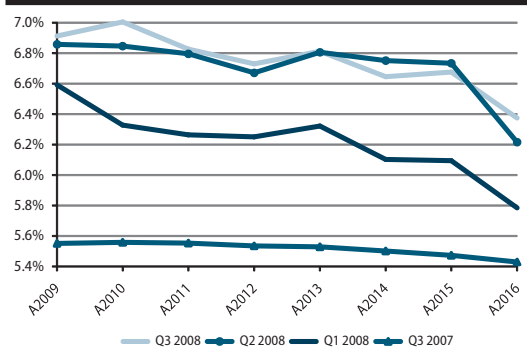
U Q3 2008. došlo je do malog pomeranja krive prosečnih prinosa na obveznice stare devizne štednje (Grafikon T8-10). Prosečna kriva prinosa kretala se u opsegu od 6,37% do 7%. Obveznice kraćeg roka dospeća ostvarile su blag rast prinosa u rasponu od 1 bp do 16 bp. Obveznice A2014 i A2015 imale su pad prosečnih prinosa od 11bp i 6bp respektivno, dok je obveznica A2016 takođe ostvarila rast prinosa, i to od 16bp. Prosečna kriva prinosa je, dakle, ostala skoro na istom nivou kao u Q2, ali je malo strmija, pri čemu je i dalje opadajuća, tj. obveznice skorijeg dospeća imaju veći prinos od onih dužeg dospeća.

U odnosu na Q3 2007. kriva je paralelno pomerena na gore, tj. došlo je do pada cena obveznica SDŠ u poslednjih godinu dana, po svim ročnostima, i to između 94bp i 145 bp. Ovo je očekivano budući da je u istom periodu referentna kamatna stopa NBS porasla sa 9,5% na 15,75%, ili čitavih 625bp.

⁵ U Q2 2008. prosečni prinosi na TZ porasli su za 20bp.

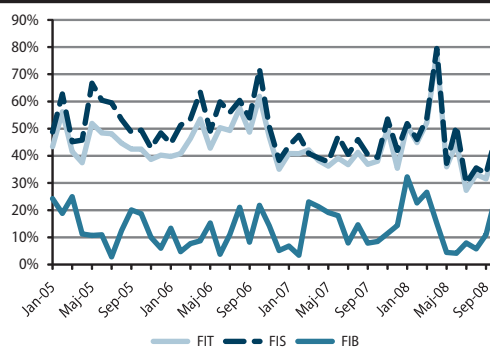
Grafikon T8-10. Krive prosečnih prinosa na obveznice SDŠ

Kriva prosečnih prinosa na obveznice SDŠ je opadajuća u Q3 2008. i strmija nego u Q2



Izvor: www.belex.co.yu

Grafikon T8-11. 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 tržištu akcija i ukupnom prometu u Q3 dostiglo istorijski minimum, a na tržištu obveznica zabeležen je blagi rast

Relativno učešće stranih investitora u prometu na tržištu akcija (kriva *FIS*, Grafikon T8-11), i ukupnom prometu na Beogradskoj berzi (kriva *FIT*, Grafikon T8-11) u Q3 2008. bilo je na istorijskom minimumu. Najmanje učešće bilo je u julu kada je na tržištu akcija i ukupnom prometu iznosilo 29,92%, odnosno 27,30%, respektivno. U avgustu i septembru zabeležen je blagi rast, ali je relativno učešće i dalje ostalo na vrednostima manjim nego u mesecima pre Q3 2008. Na tržištu obveznica (kriva *FIB*, Grafikon T8-11) zabeležen je konstantan rast, pa je učešće stranih investitora nakon istorijskog minimuma od 4,14%, koliko je ostvareno u junu, poraslo na 10,97% u septembru. Ovi trendovi ukazuju na povlačenje stranih investitora sa tržišta Beogradske berze u Q3 2008, pri čemu se neki od investitora prebacuju iz akcija, kao rizičnijih instrumenata u obveznice, kao sigurnije instrumente. U oktobru dolazi do ponovnog povećanja relativnog učešća stranih investitora na svim tržištima Beogradske berze.

9. Međunarodno okruženje

Najvažnije razvijene ekonomije su u Q3 doživele kontrakciju. U Sjedinjenim Američkim Državama je zabeležena stopa piveđnog rasta od -0,5%, u evrozoni -0,8%, a u Japanu -0,7% – sve navedene privrede se nalaze u recesiji. Iako zemlje u razvoju u Q3 ostvaruju pozitivan rast od 3,3% na godišnjem nivou, i u ovoj grupi zemalja prisutno je značajno usporavanje, jer su u Q2 imale stopu rasta od 5,9%. Ankete pokazuju da će svetska privreda već nastaviti s usporavanjem, i da će u sledećem kvartalu doći do negativne stope rasta na globalnom nivou. Ovo je verovatno najdublja recesija od Drugog svetskog rata. Pod pritiskom opadajuće tražnje, uz pad dolara i smanjenje špekulantske aktivnosti, cena nafte je nastavila da pada i došla na ispod 50 dolara. Pad cene nafte je uticao na popuštanje inflacionih pritisaka, pa su centralne banke razvijениh zemalja bile u mogućnosti da smanje referentne stope kako bi podstakle privrednu aktivnost.

Tabela T9-1. Svet: privredni rast i inflacija, 2006–2008¹⁾

	Realni BDP						Troškovi života			
	realni rast		realni rast, desezonirano anualizovano				u odnosu na prethodnu godinu			
	2006	2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008
Svet ukupno	3,6	3,4	2,7	2,6	1,9	0,3	3,5	4,0	4,4	5,0
od čega:										
SAD	3,0	2,2	0,6	0,9	3,3	-0,5	4,0	4,1	4,3	5,3
Kanada	2,8	2,5	0,8	-0,8	0,3	1,0	2,4	1,8	2,4	3,4
Japan	2,2	2,1	3,7	3,2	-2,4	-0,7	0,5	1,0	1,4	2,2
Kina	11,1	11,4	9,1	11,7	11,5	6,4	6,6	8,0	7,8	5,3
Indija	9,4	8,7	5,3	8,8	5,9	6,0	5,5	5,8	7,8	9,0
Evro zona	2,9	2,7	1,4	2,9	-0,8	-0,8	2,9	3,4	3,6	3,8
Nemačka	3,1	2,6	1,1	5,2	-2,0	-2,1	3,1	3,1	3,0	3,3
Francuska	2,2	1,9	1,4	1,6	-1,2	0,6	2,5	3,3	3,7	3,6
Velika Britanija	2,8	3,1	2,4	1,1	0,8	-2,0	2,1	2,4	3,4	4,8
Italija	1,9	1,7	-0,8	2,0	-1,1	-2,0	2,6	3,3	3,8	4,1
Rusija	6,7	8,1	13,0	0,9	9,0	5,1	11,5	12,9	14,0	14,9
Bugarska	6,0	6,1	6,9	7,0	7,1	5,6	11,2	12,4	15,0	13,7
Rumunija	6,9	6,0	6,6	8,2	9,3	1,0	6,7	8,0	8,6	8,1
Mađarska	3,8	1,3	0,4	1,3	2,0	-0,4	7,1	6,9	6,8	6,3
Hrvatska	5,0	5,6	3,7	4,3	3,4	...	4,9	5,9	6,5	7,4
Makedonija	4,0	5,0	5,1	5,4	6,5	...	4,9	9,5	9,9	8,4
BIH	6,2	5,8	...	...	...	...	4,5	6,5	8,4	8,5
Srbija	5,6	7,1	6,4	8,4	6,2	6,0	9,1	11,3	12,0	10,7

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, BDP stope nisu desezonirane anualizovane, već međugodišnje.

Svet

Recesija je zahvatila razvijene zemlje, ali je i u zemljama u razvoju rast bio ispod prognoza, što je osporilo tezu da će ova grupa ekonomija uspeti da ostane dosta imuna na finansijsku krizu. MMF je korigovao prognoziranu stopu rasta za razvijene zemlje za 2009. godinu na -0,3%, što će biti prva kontrakcija na godišnjem nivou od Drugog svetskog rata. Zemlje u razvoju bi u istom periodu trebalo da ostvare godišnju stopu rasta od 5,1%. Iako svetski rast neće biti negativan – trebalo bi da iznosi već oko 2,2% u 2009. godini – može se zaključiti da je nastupilo globalno usporavanje. Kako globalni problemi zahtevaju globalne mere, dolazi do međunarodne akcije po tom pitanju, kao što je dogovor na samitu zemalja G-20¹⁾.

¹⁾ Još krajem oktobra Jeffrey Sachs je predložio plan međunarodne akcije („The best recipe for avoiding a global recession”, 27 oktobar 2008., Financial Times). Većina tih mera je ostvarena, uključujući fiskalni paket Kine, a velike su šanse da se ostvare i njegove prognoze o ekspanzivnim fiskalnim merama u SAD-u i Evropi.

Kulminacija finansijske krize nakon kolapsa „Lehman Brothers-a“

Finansijska kriza doživela je svoju kulminaciju u septembru, kada je bankrotirala investiciona banka „Lehman Brothers“. Tržište novca se zamrzlo i stopa na tromesečni LIBOR je skočila na preko 5%. Injekcije kapitala centralnih banaka nisu uspele da reše probleme na tržištu, a cene akcije su strmoglavo pale u oktobru. Zato je u SAD donesen plan (TARP), kojim će se kupiti rizične hipotekarne obveznice na tržištu i povećati poverenje između banaka.

Inflacioni pritisci su zbog pada cena nafte oslabili, tako da inflacija ne predstavlja aktuelnu opasnost. Naprotiv, u razvijenim zemljama su se pojavili počeci straha od deflacije, pa su njihove centralne banke bile u mogućnosti da, koordinirano i agresivno, smanje referentne stope da bi stimulisale privredu.

Kina igra važnu ulogu u rešavanju krize, i time potvrđuje svoju političku i ekonomsku snagu u modernom svetu. Objavljen je fiskalni paket u sumi od oko 600 milijardi dolara, koji će biti potrošen na infrastrukturu i podsticanje domaće tražnje, kako bi se smanjio negativni uticaj pada eksterne tražnje, i kako bi se u budućnosti ostvarila godišnja stopa rasta iznad potencijalnog od 8%.

Sjedinjene Američke Države

Sjedinjene države ušle u recesiju

Američka ekonomija je u Q3 zabeležila pad od 0,5%², manji nego što se očekivalo (BNP Paribas je prognozirao pad od 1,3%). Najvažniji činilac koji je negativno uticao na rast bio je pad realne potrošnje od 3,1%, što je najveći pad na kvartalnom nivou u poslednjih 28 godina. Komponenta koja je najviše pomogla da rast bude iznad prognoziranog jeste javna potrošnja (kvartalni rast 5,8%), dok iznenađuje izgradnja poslovnih objekata koja je ostvarila kvartalni rast od 7,8%. Iako je ta stopa rasta niža nego u prošlom kvartalu, i dalje je relativno visoka, pogotovo ako se posmatra u kontekstu svih aktuelnih ekonomskih „šokova“.

Ukupna stopa inflacije je u Q3 na godišnjem nivou iznosila 5,3%. Nakon jula dolazi do njenog ublažavanja. U avgustu je pad na mesečnom nivou bio 0,1%, a u septembru nije bilo povećanja stope inflacije, tako da je stopa inflacije na godišnjem nivou opala sa 5,6% u julu na 3,8% u oktobru. U oktobru je pad inflacije od 0,8% bio najveći u poslednjih šezdeset godina. Postoji rizik od deflacije, i on je postao jedan od elemenata agende FED-a, kako bi se sprečio scenario koji je zadesio Japan devedesetih. Stav FED-a se od letos ekspresno promenio. Kako je cena nafte bila visoka, primaran je bio strah od inflacije, i nije se očekivalo smanjenje referentne stope u skorije vreme. Međutim, nakon „kreditnog spazma“-a, strmoglavog pada indeksa svetskih berzi, 8. oktobra je smanjena referentna stopa sa 2% na 1,5%. Prevladao je strah od recesije. Krajem oktobra stopa je dalje oborena na 1%. Tako agresivno smanjivanje stope za jedan procentni poen u roku od mesec dana pokazuje ozbiljnost situacije i visoki rizik od duboke recesije.

Referentna stopa agresivno smanjena na 1%

Podaci koji su proteklih meseci stizali sa tržišta rada imali su velike naknadne korekcije, posle kojih se pokazalo da je situacija gora nego što se očekivalo. Umesto izgubljenih 160 hiljada radnih mesta u septembru, zapravo je izgubljeno 284 hiljade. Taj podatak je posebno značajan, jer je anketa rađena u septembru pre propasti „Lehman“-a, što govori da je tržište rada bilo slabo i pre nego što su se događaji na finansijskim tržištima prelili na realni sektor. U oktobru je izgubljeno 240 hiljada radnih mesta, na godišnjem nivou kumulativno preko milion. Stopa nezaposlenosti je povećana sa 6,1% na 6,5%, što je veoma visok skok. Ponuda rada je na istom nivou, stabilna, jer su građani motivisani da na bilo koji način pokriju gubitke svog ličnog bogatstva, koji su uzrokovani padom cena nekretnina i akcija.

Tekući deficit se smanjio sa 56,5 milijardi dolara u septembru na 59,1 milijarde u avgustu, ali samo zato što je pad cene nafte smanjio uvoznu stavku. Nominalni izvoz je na mesečnom nivou u septembru niži za 6% u odnosu na avgust, što je najveći pad od 2001. godine, a ako se pogleda realni rast onda je to rekord čak od 1994. godine. Slabljenje izvoza samo je još jedan balast na ekonomiju koja je ušla u recesiju. Međutim, nisu svi činioци iza brojki dugoročni, tako da situacija nije tako loša kao što deluje statistički. Štrajk u „Boeing“-u je smanjio izvoz aviona za 67% u odnosu na drugi kvartal, dok su uragani oborili izvoz nafte i derivata. Iako je i ukupni

² Desezonirana stopa na godišnjem nivou, (seasonally adjusted annual rate-saar) – dalje u tekstu sve stope rasta BDP-a su ove definicije, ako nije drugačije naglašeno.

uvoz u septembru usporio na mesečnom nivou za 6%, uvoz robe iz Kine beleži čak blagi rast. Najverovatnije je i ovaj pokazatelj privremen, i očekuje se smanjenje uvoza iz Kine kako SAD budu dublje zalazile u recesionu fazu.

Nakon propasti „Lehman“-a i preuzimanja AIG, aktivnost na tržištu novca se zamrzla. Bilo je jasno da do tada primenjene ekonomske mere (povećanje likvidnosti, injekcije kapitala, olakšavanje uslova za pozajmice bankama, itd.) neće biti dovoljne. Tako se pristupilo planu koji je Krugman predlagao pre skoro godinu dana³, a koji se bazira na ideji da je problem u solventnosti a ne u likvidnosti. Iskustvo krize iz 1998, kada je bankrotirao fond „Long Term Capital Management“, što je tada dovelo do panike na finansijskim tržištima, sada nije korisno. Tokom te krize, injekcije kapitala su povećale likvidnost, i kada se shvatilo da gubici nisu enormni, poverenje između finansijskih institucija se vratilo, a tržište je opet počelo da funkcioniše normalno. U poslednjoj krizi takva mera ne može doneti rezultate, jer sve dok se ne definiše koliki su gubici, neće prestati strah da će možda još neko bankrotirati kao „Lehman“. Kako bi kreditori bili sigurni da njihovi budući dužnici nemaju tu vrstu hartija od vrednosti u svom portfoliju, pristupilo se planu otkupa hipotekarnih obveznica. Izglasao je zakon kojim se sprovodi TARP (Troubled Assets Relief Program) za koji je izdvojeno astronomskih 700 milijardi dolara. Odmah se može koristiti 250 milijardi, još 100 milijardi na odobrenje predsednika, a ostalih 350 milijardi uz saglasnost Kongresa. Prvi paket od 350 milijardi je skoro ceo iskorišćen i trenutno se vodi debata kako iskoristiti ostali deo – da li kupiti akcije banaka, pomoći auto-industriju ili pomoći izdavanje kredita stanovništvu i oporaviti tražnju.

Ekonomisti su imali podeljena mišljenja oko TARP-a, pa su grupe ekonomista potpisivale pisma podrške ili protivljenja, koje je objavljivao *Wall Street Journal*. Osnovna ideja TARP-a, od koje zavisi uspeh plana, jeste to da su hipotekarne obveznice trenutno veoma jeftine usled neracionalne panike investitora. Prema većini „asset price“⁴ modela one su dosta ispod cene, ali modeli koji su korišćeni za njihovu procenu su u velikoj meri promašili (često im je sada cena 20% vrednosti pre krize), pa će samo tržište u dolazećem periodu dati konačan odgovor. Ostaje da se vidi rasplet tog problema, ali TARP svakako ne može povećati budžetski deficit za ukupnih 700 milijardi dolara ili ugroziti inflaciju. Ukoliko cene hipotekarnih obveznica budu ispod sadašnjih, za koje američki funkcioneri kažu da su potcenjene, država će ostavariti gubitak i deficit će se povećati. Ipak, budžetski deficit se može povećati samo u iznosu gubitka, koji ne može biti preveliki jer cene tih derivata zasigurno nisu nakon pada od 80% „previsoke“. Procenjuje se da ne postoji opasnost od inflacije, jer novčana masa neće biti povećana – novac kojim se kupuju hipotekarne obveznice će prethodno biti povučen iz optičaja prodajom državnih obveznica.

Međutim, nakon potrošenih 350 milijardi dolara, ukoliko se preostaloj sumi odredi druga namena, a ne kupovina hipotekarnih obveznica, rizici po inflaciju i rast budžetskog deficita postoje, tako da se kritika tržišnih fundamentalista na kraju priče može pokazati i kao tačna, ukoliko se preostali novac iskoristi za spašavanje dugoročno nerentabilnih preduzeća i prekomernog dizanja potrošnje stanovništva.

Evrozona

Evrozona u recesiji, oslabio izvoz

Evrozona je u Q3 imala negativan rast od -0,8% što je najveća kontrakcija od početka devedesetih. Ova kontrakcija je uzrokovana slabim izvozom, koji je letos bio pod pritiskom dva negativna činioca: smanjene eksterne tražnje i jakog evra. Tehnički je, nakon dva uzastupna kvartala negativnog rasta, i po definiciji, ova regija u recesiji. Privredna aktivnost je slaba svuda osim u Francuskoj gde je zabeležen blagi rast od 0,6% na kvartalnom nivou, što predstavlja iznenađenje. Rast je ostvaren zahvaljujući neočekivano visokom izvozu, potpuno suprotno od situacije u Nemačkoj gde je izvoz bio ispod očekivanja. Nemačka je u Q2 ostvarila pad privrednog rasta od -2,1% , baš zbog slabijeg izvoza. Investicije u evrozoni su bile „anemične“, privrednici se spremaju na recesiju, a i oni koji su zainteresovani imaju vezane ruke zbog situacije na tržištu

³ „After the Money's Gone“, Paul Krugman, *Washington Post*, 14.decembar 2007.

⁴ Matematički modeli koji se koriste za procenu vrednosti akcija, obveznica ili finansijskih derivata.

novca. Javna potrošnja je zabeležila rast. Pokazatelj ukupne ankete privredne aktivnosti (PMI⁵) je u oktobru u svim većim zemljama evrozona ispod nivoa u Q3, pa se očekuje produbljivanje dosadašnje kontrakcije. Rezultati anketa su blizu ili na nivou iz početka devedesetih. Zbog toga se može zaključiti da će ova recesija više ličiti na evropsku recesiju ranih devedesetih⁶, kada je rast četiri kvartala bio negativan, nego na period početkom ove decenije, kada je stagnacija trajala godinu dana.

Izvoz je sada pod uticajem dva oprečna činioca: slabe valute i pada eksterne tražnje. Kurs je u Q3 negativno uticao na izvoz, jer je krajem jula odnos evra prema dolaru iznosio 1,60, što je istorijski maksimum. Od tada je evro značajno oslabio. Postavlja se pitanje da li će podstrek usled slabe valute nadomestiti pad tražnje. Najverovatnije ne, što poslednje brojke i pokazuju, ali će slab evro ipak služiti kao amortizer. Zemlje koje izvoze značajnije udele roba i usluga u istočnu evropu (Nemačka, Austrija, Grčka), neće osetiti ovaj „amortizer” u punoj snazi, jer je evro ojačao u odnosu na većinu valuta iz tog regiona.

Smanjio se rizik od inflacije, ECB kao prioritet stavila podsticaj rasta

Ukupna inflacija se drastično smanjila u evrozoni sa 4% na godišnjem nivou u junu, na 3,2% u oktobru, pre svega zbog pada cene nafte. Bazna inflacija na godišnjem nivou je stabilna, oko 1,9% u proteklim mesecima. Osim pada cena sirovina i goriva, na smanjenje inflacije pozitivno utiče i privredno usporavanje. U oktobru je iskorišćenost kapaciteta bila 81,6%, što je nivo s početka ove decenije kada je rast bio nizak. Ukoliko dođe do recesije koja će biti gora od trenutnih prognoza, i Evropa može imati problema sa deflacijom. ECB je imala drastičan preokret u monetarnoj politici. Ne tako davno, u julu, ECB je povećala referentnu stopu za 0,25 procentnih poena zbog inflacionih opasnosti, dok je rizik od recesije bio sekundaran i opredeljenje je bila restriktivna monetarna politika. Tada su prognoze za referentnu stopu za period od godinu dana govorile da će prosečna vrednost referentne stope u 2009. godini biti oko 4%. Turbulentni događaji na finansijskim tržištima, nesigurnost bankarskog sistema u Evropi, zajedno sa verovatnim početkom recesije, doveli su do drastične promene monetarne politike. Došlo je do simultane akcije centralnih banaka zapadnih zemalja, i ECB je kao i FED u roku od mesec dana agresivno smanjio stopu za 1 procentni poen. Sada prognoze prosečne referentne stope za period od godinu dana iznose oko 2%, duplo manje nego pre par meseci. Tekuća monetarna politika je aktivna i ekspanzivna, u skladu sa dogovorom sa ostalim zapadnim zemljama, jer globalna kriza traži i odgovor koji je usklađen na globalnom nivou.

Zaposlenost za sada rezistentna, ali će u sledećem kvartalu sigurno opasti

Stopa nezaposlenosti se blago povećala u Q3, sa 7,4% u julu na 7,5% u septembru. Nezaposlenost je za sada imuna na ekonomske šokove, pogotovo u Nemačkoj gde je nezaposlenost na najnižem nivou od 1992. godine. Međutim, to što poslodavci još nisu počeli sa otpuštanjima ne znači da se može zadržati trenutni nivo nezaposlenosti u budućnosti. Tendencija nereagovanja na recesiju se prenela i na početak Q4, ali će ubrzo početi sa okretanjem trenda i nezaposlenost će se sigurno povećati⁷. Po ovom kriterijumu, evrozona reaguje na kontrakciju s određenim zakašnjenjem ako se poredi sa SAD-om.

Nekoliko evropskih finansijskih institucija doživelo kolaps

Gubitak poverenja u bankarski sistem zbog bankrota „Lehman Brothers“-a imao je ozbiljne posledice po Evropu, pa su mnoge finansijske institucije spašene finansijskom intervencijom, kupljene ili nacionalizovane. U prvoj nedelji oktobra, britanska banka „Bradford&Bingley“ je nacionalizovana, imovina „Fortis“-a kupljena od strane vlada Beneluksa i „BNP Paribas“; islandska vlada je preuzela kontrolu nad „Giltinir“-om, tri evropske vlade su dokapitalizovale „Dexia“-u, dok je nemačka „Hypo real estate“ morala da bude spašena državnim novcem.

Ova dešavanja su unela paniku na finansijskim tržištima, kao i glasine da države članice Evropske unije spremaju „pan Evropski” plan akcije koji bi trebalo da smiri tržišta. Međutim, do takvog plana nije došlo, jer je nedostajalo i koordinacije i mehanizama. Irska je žurno donela odluku da garantuje sve depozite, nakon što je irski berzanski indeks u jednom danu pao 13%. Nakon toga i druge države su bile primorane da donesu slične mere. Reakcije su po državama bile raznolike. Neke države su garantovale sve depozite, a većina je podigla garantovanu sumu na 50 ili 100

5 Anketa „Purchasing Managers Index“.

6 EcoWeek, BNP Paribas, 7 novembar.

7 BNP Paribas.

hiljada evra. Negde su garancije davane političkim izjavama, a negde su usvajani amandmani na zakone. U nekim državama su mere bile vremenski ograničene, negde nisu, ili su bile definisane kao „privremene”. Medijsku pažnju privukao je spor političara Nemačke i Engleske. Nemačka je, bez konsultacija, odlučila da garantuje sve depozite. Došlo je do kratkoročnog odliva kapitala iz Engleske, jer tamo takva mera nije postojala, i do pada vrednosti funte prema evru, koja je i pre toga bila niska. Engleski političari su isticali da je nekorektno što je takva odluka donesena bez dogovora i konsultacija. Odnosi između članica, nesuglasice, manjak koordinacije i pravila, zaista potvrđuju da je Evropska unija prva „postmoderna” država koja je pored svih institucionalnih rupa, ipak uspjela da relativno uspešno reaguje na kolaps nekoliko banaka, oslanjajući se samo na dobru volju finansijskih institucija i vlada članica.

Istočna Evropa i okruženje

Zemlje Istočne Evrope osetile finansijsku krizu više nego što se očekivalo

Analize su uglavnom prognozirale da će usporavanje privrednog rasta u zapadnim zemljama imati relativno blag uticaj na zemlje Istočne Evrope. Međutim, analize su se prevashodno bavile pitanjem kakav će biti uticaj smanjenja eksterne tražnje, i pretpostavljalo se da će istočnoevropska ponuda imati prostora za smanjenje troškova i povećanje konkurentnosti. Nije se previše pažnje posvećivalo potencijalnom smanjenju kreditiranja (koje je zemljama koje su u tranziciji itekako potrebno) usled „credit crunch“-a. U Istočnoj Evropi postoji kombinacija činilaca koji ekonomije tih zemalja čine veoma ranjivim na prestanak priliva kapitala iz inostranstva⁸: tekući deficiti, visoki javni dugovi, manjak kontrole nad državnim rashodima, uticaj nezrelih političkih institucija na poverenje potrošača i štediša.

MMF sklopio stend-baj aranžmane sa Ukrajinom i Mađarskom

U dve zemlje, *Ukrajini* i *Mađarskoj*, MMF je morao da sklopi aranžman koji bi trebalo da predupredi razvoj ozbiljnih ekonomskih kriza. Javni dug Mađarske iznosi nešto više od 60% BDP-a, zahvaljujući prekomernom zaduživanju države dugi niz godina. Tekući deficit iznosi oko 5,5% BDP-a – oko sedam milijardi evra. Aukcije državnih obveznica su praktično bile ukinute jer jednostavno nije bilo zainteresovanih kupaca. U poslednje dve godine došlo je do naglog porasta kredita stanovništvu, od kojih je 90% u evrima, i ukupna masa ove vrste kredita iznosi 20% BDP-a. U slučaju značajnije devalvacije forinte, mnogi dužnici bi bili suočeni sa nemogućnošću otplate. Podizanje referentne kamatne stope i dogovaranje aranžmana sa MMF-om, bili su neophodni kako bi se investitorima vratilo poverenje i sprečilo dalje pogoršanje makroekonomske situacije. Mađarska centralna banka je podigla referentnu stopu čak za tri procentna poena – na 11,5%. Vlada je bila disciplinovana u poslednje dve godine i smanjila budžetski deficit na ispod 4% BDP-a, ali je to usporilo privredu. Većina banaka je stranog porekla, što je do sada unosilo sigurnost u finansijski sistem, ali sada će možda povećati rizik. Strane banke, za razliku od domaćih, povlače kapital iz Mađarske u svoje centrale, jer je on tamo trenutno ipak sigurniji, što smanjuje kapacitet tih banaka da plasiraju kredite. Postoji opasnost da zbog smanjene likvidnosti i pooštrenih kriterijuma za dobijanje kredita, ni solventna preduzeća ni građani neće moći da se zaduže.

Ukrajina je u mnogo težoj situaciji. Inflacija je premašila 30% na godišnjem nivou, stopa privrednog rasta naglo opada, domaća valuta je na rekordno niskom nivou u odnosu na dolar u poslednjih sedam godina, a kreditne agencije su smanjile rejting zemlje. Bankarski sistem je nestabilan. Politički sistem je u nekoj vrsti stalnog previranja, dobrim delom zbog spoljnog uticaja Zapada i Rusije. U takvom ambijentu, opasno je pustiti da eventualno nastupi ekonomski kolaps. Zato je sklopljen dogovor sa MMF-om i hitno je uloženo oko 14 milijardi dolara kako bi se trenutno pokrio tekući deficit i troškovi kamata na dugove države. Međutim, ove mere će biti samo privremeno rešenje, ukoliko vlasti ne sprovedu korake koji su dogovoreni sa MMF-om. Kako se očekuju i novi izbori, ostaje da se vidi razvoj ove komplikovane političko-ekonomske situacije.

⁸ „Who's next?“, 23. oktobar 2008., *The Economist*.

Iako je Ukrajina, kao i većina zemalja Istočne Evrope, ostvarivala pozitivne ekonomske rezultate u prethodnom periodu, trenutno su rizici od ekonomske krize značajno povećani. Ukrajina je od početka ove decenije imala značajan ekonomski razvoj i u proseku zabeležila rast BDP-a od 7% godišnje. Višak kapaciteta je bio iskorišćen, a produktivnost povećana strukturnim reformama. Od 2005. taj trend se intenzivira dotokom stranog kapitala i jačanjem domaće tražnje, jer je država prihode od izvoza sirovina redistribuirala stanovništvu. Po teoriji ciklusa, nakon rasta u takvim okolnostima, a uz izostanak povećanja kapaciteta, bilo je očekivano da dođe do „pregrevanja”. U 2008. je na godišnjem nivou rast kredita prekoračio 70%, plate su skočile preko 30%, uvoz porastao preko 50%, inflacija prešla cifru od 30%, a cene nekretnina postale „prenaduvane”.

Osim makroekonomskih, i drugi indikatori upućuju na povećanje rizika – nepovoljan odnos kratkoročnog spoljnog duga i deviznih rezervi, zavisnost banaka od eksternog finansiranja, neusklađenost stavki obaveza i prihoda u bilansima preduzeća. Pad cena čelika je oborio izvozne prihode, a eksterno finansiranje je smanjivano zbog finansijske krize. Realni sektor je u septembru oslabio, a proizvođačka industrija je u tom mesecu zabeležila oštar pad proizvodnje. Tada je postalo jasno da su se problemi iz finansijskog sektora prelili u realni, a da su činioci rizika, koji su već bili na visokom nivou, još više povećani.

Nakon kolapsa „Lehman“-a banke nisu više mogle da refinansiraju dugove, a ukrajinski finansijski sistem je bio ozbiljno uzdrman. Kao posledica toga, „Prominvest Bank“, šesta banka po veličini, isplatila je tri milijarde dolara u prve tri nedelje oktobra, pod navalom paničnih depozitora. Poverenje u bankarski sistem je opalo, pa je centralna banka morala da interveniše na tržištu deviza. Devizne rezerve su se u prve tri nedelje oktobra smanjile za oko 20% (šest milijardi dolara) i uvedene su administrativne mere radi sprečavanja odliva deviza iz zemlje. „Prominvest Bank“ je prodana strateškom partneru.

Pošto je situacija kritična, Ukrajina je sklopila stand-baj aranžman sa MMF-om, koji pored finansiranja podrazumeva promene politike deviznog kursa, fiskalni reinženjering i disciplinu, a takođe i poboljšanje kapitalne baze banaka. Ukupno je odobreno 16,4 milijardi dolara, s tim što će 4,5 milijardi moći da bude povučeno odmah. Plan bi trebalo da smanji rizike i neravnoteže u postojećem nestabilnom ekonomskom ambijentu.

U toku je implementacija fleksibilnog režima deviznog kursa, koji će pomoći apsorpciju eksternih „šokova” i sprečiti neravnotežu na tržištu deviza. Na deviznom tržištu će sada biti korišćen samo jedan kurs – prekinuta je praksa korišćenja dva kursa-administrativnog i tržišnog.

Važan deo plana jeste proaktivna mera dokapitalizacije banaka, kako bi se smanjio negativan uticaj „credit crunch“-a na već oslabljenu privredu i krhki bankarski sistem. Nivo kontrole poslovanja banaka biće pooštren, uz poseban naglasak na „cross border“ kredite, uz češću primenu *ad-hoc* kontrole.

Treći elemenat je fiskalna reforma, po kojoj će budžet u 2009. godini biti izbalansiran. Troškovna strana budžeta će biti korigovana naniže, a što se tiče prihoda, povećanje cene gasa i struje će biti izvedeno postepeno, u fazama. Ukrajina već ima razvijen „safety net”⁹ sistem, tako da će prilikom usporavanja ekonomije nezaposleni biti zaštićeni, a planiraju se i mere usmerene ka najugroženijim grupama.

Za sada plan uživa medijsku i institucionalnu potporu. Podrška MMF-a se bazira na poverenju u političke partije u Ukrajini, koje su se efikasno i punom snagom založile da aranžman bude dogovoren. U parlamentu je izglasan vanredni zakon koji će pomoći sprečavanje krize. Postignut je konsenzus ključnih partija o platformi rešavanja krize, ali ostaje rizik koliko će to trajati, s obzirom na unutrašnje političke probleme.

9 Mere koje sprečavaju da stanovništvo bude socijalno ugroženo.

Japan

Automobilska industrija smanjuje proizvodnju

Japan je imao negativan rast u Q3 (-0,7%) – tako da je tehnički u recesiji, iako to Vlada još nije ozvaničila. Glavni uzrok usporavanja jeste pad eksterne tražnje. Automobilski sektor najviše utiče na aktivnosti u drugim sektorima, a pošto je on iskusio najveći pad od 1978. godine, doći će do širokog negativnog uticaja na privredni rast. Posle velikog pada izvoza u prošlom kvartalu, u Q3 je došlo do blagog rasta izvoza od 2,8% na kvartalnom nivou. Ako se uzme u obzir niska baza Q2, kada je izvoz opao 10,2%, jasno je da rast u Q3 nije visok. U Q3 je izvoz robe bio posebno nizak – kvartalni rast je iznosio samo 0,7%. Potpuno suprotno u odnosu na Q2, kada su sve komponente domaće tražnje oštro pale, sada su sve komponente osim kapitalnih investicija preduzeća porasle. Lična potrošnja je na kvartalnom nivou porasla 1,1%, a prodaja potrošnih proizvoda skočila čak 15% u odnosu na Q2. Za razliku od građana Sjedinjenih država i Evrope, japansko stanovništvo nema problema sa kreditima. Pad cene nafte pozitivno utiče na poverenje potrošača, a planiran je i fiskalni paket za stimulaciju potrošnje da bi se amortizovala recesija.

Kina

Kineska privreda u Q3 usporila ispod svog potencijalnog nivoa

Kineska privreda više nije imuna na globalna dešavanja, i u Q3 je došlo do osetnog usporenja. Stopa privrednog rasta je iznosila 6,4%, što je ispod potencijalnog nivoa, i predstavlja najniži rast od Q2 2005. godine. Glavni razlog usporavanja se nalazi u proizvođačkoj industriji. Lična potrošnja i fiksne investicije su i dalje solidni, ali su izvoz i nivo zaliha opali. Ukupna inflacija je značajno opala u Q3 i u septembru je iznosila samo 4,6% na godišnjem nivou.

Nakon pada globalne privrede ispod očekivanog nivoa, zajedno sa turbulencijom na finansijskim tržištima, kineske vlasti su preduzele agresivne korake kako bi sprečile da kineski rast bude duže vremena ispod potencijalnog. Prvo su 29. oktobra smanjile referentnu stopu, što je predstavljalo treće smanjenje u roku od pet nedelja. Takođe, smanjen je i procenat koji banke odvajaju u obavezne rezerve. Zapadni ekonomisti su zabrinuti koliko će ekspanzivne mere centralnih banaka imati efekta u razvijenim zemljama, gde je došlo do „credit crunch“-a. Smanjena likvidnost, kao i stagnacija na međubankarskom tržištu, u nekoj meri će sigurno sprečiti monetarne mehanizme da deluju punom snagom. U Kini o tome ne mora da se brine, tržište novca funkcioniše normalno, jer ne postoji kriza likvidnosti. Kako se ukupna inflacija smiruje, očekuje se da se referentna stopa još smanji.

Objavljen veliki fiskalni paket koji će imati pozitivne efekte na svetski rast

Kineske vlasti su objavile ogroman fiskalni paket u iznosu od 586 milijardi dolara, što iznosi 15% BDP-a zemlje, i obuhvataće stimulative mere javnog i privatnog sektora. Mere će biti usredsređene na infrastrukturu, izgradnju stanova, zaštitu životne sredine, podizanje nivoa zdravstvene zaštite i poboljšanje obrazovanja. U cilju podsticaja privatnih investicija smanjiće se stopa poreza na dodatu vrednost. Paket će trajati dve godine, ali detaljna agenda ovih mera još nije objavljena.

Kina je u 2007. godini bila zaslužna za oko 27% svetskog rasta, tako da će po efektima ovaj paket biti neka vrsta „globalnog“ anticikličnog instrumenta koji su donele kineske vlasti, ali podržale sve velike zapadne zemlje. Tajming objavljivanja fiskalnog paketa je verovatno bio politički motivisan, jer se poklopio sa održavanjem samita zemalja „Grupe 20“, čime je u svetskoj javnosti potvrđena i naglašena ekonomska snaga Kine.

Valute i robe

Dolar ojačao...

Indeks koji meri volatilitnost valuta zemalja G7, tj. VXY indeks, u oktobru je bio na svom maksimumu i skoro dostigao nivo od 25. Tržište je u septembru još bilo neopredeljeno da li će dolar usled straha od recesije postati „poslednje utočište“, ili će preovladati briga da se može ponoviti kolaps neke velike finansijske institucije i doći do masovne prodaje dolara. Za sada je preovladalo prvo mišljenje i dolar je ojačao, potpomognut bankarskom krizom u Evropi. Međutim, postoji problem „duplog deficita“, koji je intenziviran time što će budžetski deficit u Americi biti dupliran sledeće godine. Mnogi analitičari smatraju da će upravo to u narednom

periodu postati prioritet prilikom vrednovanja dolara, tako da se očekuje njegovo slabljenje. Suprotno tom mišljenju, ekonomisti BNP Paribas prognoziraju da će, zbog verovatnog smanjenja referentne stope ECB-a, kao i zbog potrebe mnogih zemalja da refinansiraju dugove u dolarima i povlačenja sredstava iz fondova, evro dalje oslabiti i kurs prema dolaru iznositi 1,20 u drugoj polovini 2009.

...a nafta izgubila dve trećine vrednosti od letošnjeg maksimuma

Nafta je nakon rekordne cene od 147,27 dolara u julu, kada su postojale prognoze da će cena rasti i do 200 dolara, ipak od leta pala na cenu od ispod 50 dolara. Dolar je ojačao, zbog recesije je tražnja za naftom oslabila, a špekulanti i hedžeri su ušli u reverzibilnu spiralu, pa je došlo do masovne ponude nafte na tržištu. Letnji nivo cena nije bio dugoročno održiv, jer je u uslovima tako visoke cene nafte veliki broj alternativnih izvora energije postao rentabilan. Mnoge zemlje izvoznici su iskoristile visoke cene nafte, ojačale svoje ekonomije i učvrstile političke elite redistribuiranjem izvoznih prihoda stanovništvu. Međutim, nakon pada cene nafte, može se desiti da im tekući deficiti sa ovim nivoima potrošnje postanu neodrživi, a redistribuiranje prihoda od izvoza stanovništvu će se smanjiti. Posebno su interesantni Iran, Rusija i Venecuela, čije će ekonomije oslabiti, što će im otežati nastavak vođenja njihovih dosadašnjih unutrašnjih i međunarodnih politika. Zbog naftne krize, njihov politički uticaj je jačao (tzv. „anti-američki blok“), ali će pad cena nafte imati ne samo negativan uticaj na njihove ekonomije, već neminovno dovesti i do promena odnosa snaga u svetskoj politici.

POD LUPOM

Šta pokreće inflaciju u ekonomijama u tranziciji?

Pavle Petrović*

Aleksandra Nojković**

Dobijeni rezultati pokazuju da su statistički značajni pokretači inflacije u zemljama u tranziciji: rast iznad dugoročnog trenda (pozitivan proizvodni jaz), fiskalni deficit, “šokovi” na strani ponude, tj. rast cena nafte i hrane, režim, tj. čvršća kontrola deviznog kursa i najzad, politički faktori, tj. održavanje opštih izbora. U ranoj fazi tranzicije dominirali su pokretači na strani tražnje – proizvodni jaz i fiskalni deficit, ukazujući na labavu monetarnu i fiskalnu politiku. Kasnije, u dve hiljaditim, te faktore zamenjuju oni na strani ponude – rast cena nafte i hrane. Naši rezultati potvrđuju da je najnovija inflaciona epizoda, 2007–2008, kod zemalja u tranziciji pokrenuta rastom cena hrane. Tokom celog perioda održavanje izbora predstavlja izuzetno snažan faktor pokretanja inflacije kod posmatranih zemalja u tranziciji, uključujući i Srbiju.

1. Uvod

Posle dugog perioda relativne cenovne stabilnosti, svetska inflacija se ponovo pokrenula naročito u zemljama u razvoju, uključujući i tranzicione zemlje. Nedavni Izveštaj MMF-a o kretanju svetske privrede na to nedvosmisleno ukazuje, posvećujući novoj inflaciji posebno poglavlje¹. Ponovno navikavanje na život sa inflacijom u ovom skupu zemalja bilo bi skupo plaćeno, kao što pokazuje i iskustvo razvijenih zemalja s njihovom visokom inflacijom iz sedamdesetih. Naime, jednom čvrsto utemeljena inflaciona očekivanja traže oštru recesiju da bi inflacija bila iskorenjena i kredibilitet politike niske inflacije povraćen.

Što se tiče privreda zemalja u tranziciji, one su po pravilu doživele prvi inflacioni udar kada su na samom početku reformi liberalizovale cene. No, mnoge od njih su i nakon toga povremeno prolazile kroz periode visoke inflacije. Stoga je važno ispitati: koji su to glavni pokretači inflacije u tranzicionim zemljama, da li oni menjaju relativan značaj kako tranzicija napreduje i najzad – da li se isti ili slični pokretači inflacije javljaju i u razvijenim zemljama, odnosno zemljama u razvoju. Jasno je da bi ova saznanja pružila značajnu osnovu za formulisanje kredibilne ekonomske politike koja želi nisku inflaciju.

Da bismo odgovorili na prethodna pitanja u radu ekonometrijski ocenjujemo i potom analiziramo pokretače inflacionih epizoda u zemljama u tranziciji. Okvir za empirijsku analizu pruža ekonomska teorija koja kao pokretače inflacije sugerise: faktore na strani tražnje, zatim “šokove” na strani ponude, potom političke determinante, i najzad neke *ad hoc* faktore kao što su režim deviznog kursa, otvorenost privrede, uticaj strane inflacije itd. Naša istraživanja se takođe oslanjaju i na već obavljena istraživanja u razvijenim zemljama (vidi Boschen i Weise, 2003. i Bowdler i Nunziata, 2006) i zemljama u razvoju (vidi Domac i Yucel, 2005). U pogledu samog određivanja pojma inflacione epizode, načina ocenjivanja itd., koristimo istu metodologiju kao Boschen i Weise (2003), na jednoj strani, a na drugoj – upoređujemo naše nalaze za tranzicione zemlje s nalazima u druge dve grupe zemalja.

Uzorak koji ispitujemo čine 12 tranzicionih zemalja u periodu 1993–2008. (v. Tabelu L1-2). Tom uzorku dodata je i Srbija u periodu posle 2000. godine, jer je *de facto* tada ozbiljno i ušla u tranziciju.

U drugom delu rada definišemo šta je inflaciona epizoda, i dajemo pregled epizoda po zemljama u tranziciji tokom posmatranog perioda. *Treći deo* daje teorijski okvir za empirijsku analizu sugerišući potencijalne pokretače inflacije, i ispituje da li se oni stvarno i pojavljuju u zemljama u tranziciji. Utvrđeni pokretači inflacije se potom upoređuju sa

* Ekonomski Fakultet, Univerzitet u Beogradu i FREN.

** Ekonomski Fakultet, Univerzitet u Beogradu i FREN.

¹ Vidi IMF *World Economic Outlook*, October, 2008., Chapter 3.

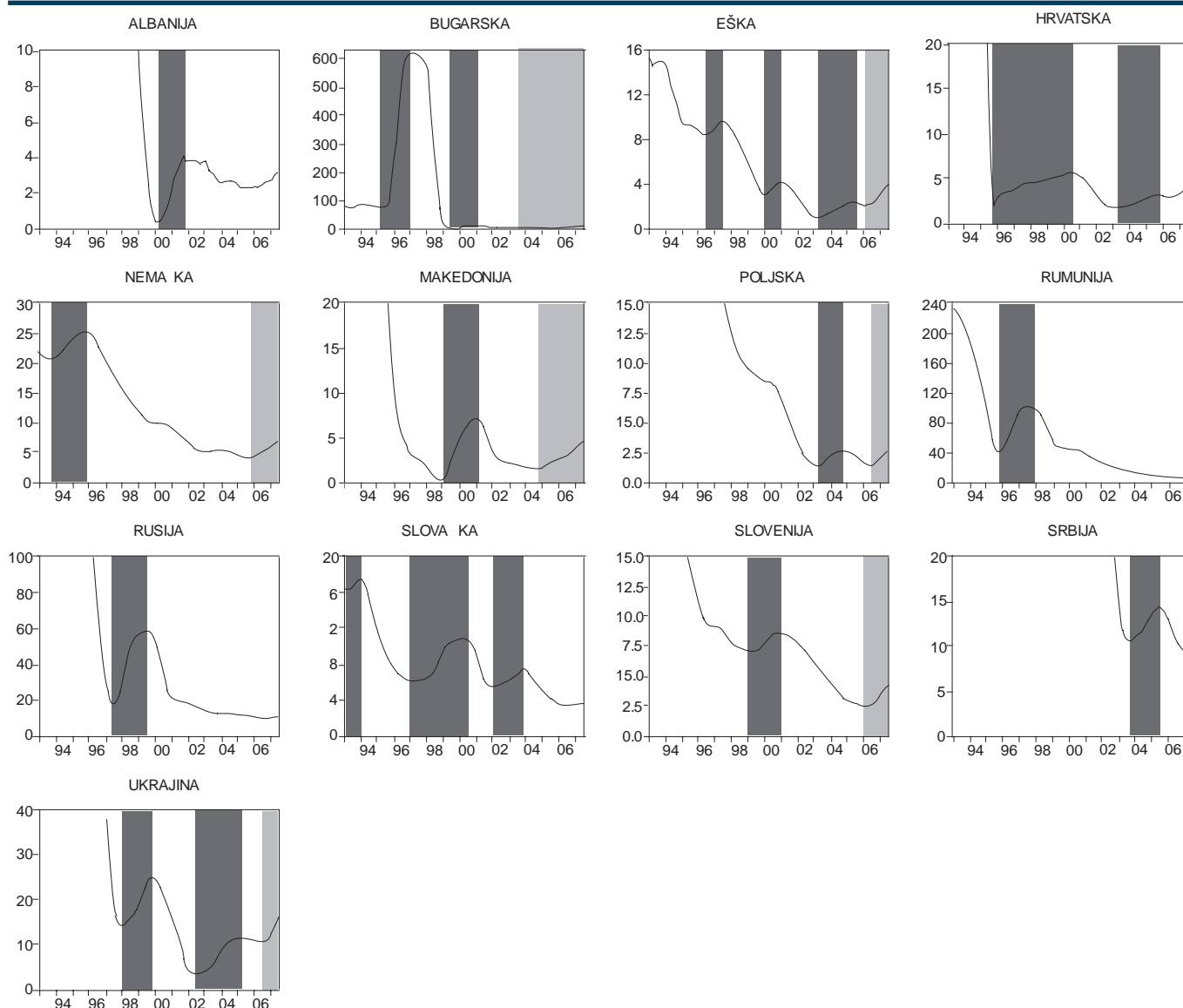
onim u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju. U *četvrtom delu* ispituje se relativan doprinos svakog od utvrđenih faktora na pokretanje inflacionih epizoda zajedno posmatranih, ali i po potperiodima i grupama epizoda, što nam omogućuje da odgovorimo i na pitanje da li se menja relativan značaj faktora u pokretanju inflacije sa prelaskom zemalja iz rane u zrelu fazu tranzicije. I na kraju rada, u *petom delu*, saopštavamo osnovne zaključke analize.

2. Inflacione epizode

Kada inflacija u nekom periodu neprekidno značajno raste to onda možemo tretirati kao potencijalnu inflacionu epizodu. To dalje podrazumeva da razlika – između vrha, odnosno lokalnog maksimuma inflacije i dolje ili lokalnog minimuma inflacije – mora da premaši neki nivo da bismo govorili o epizodi. Ako je to zadovoljeno, onda lokalni minimum inflacije označava početak epizode a njen lokalni vrh kraj date epizode.

Metodološki posmatrano, umesto stvarne inflacije, u analizi koristimo trend inflacije² dobijen na osnovu devetočlanih pokretnih proseka. Lokalni minimum ili dolja inflacije onda predstavlja vrednost koja je manja od (trend) vrednosti inflacije u prethodna četiri i potonja četiri kvartala. Za početak inflacione epizode uzima se godina nakon kvartala kad je dostignut minimum. Analogno, lokalni maksimum inflacije je vrednost veća od one u prethodna četiri i

Grafikon L1-1. Inflacione epizode u odabranim tranzicionim zemljama: trend inflacije 1993–2008



Napomena: Osenčeni delovi funkcije trenda odgovaraju identifikovanim inflacionim epizodama. Svetlije su osenčene inflacione epizode koje su u toku, odnosno epizode zabeležene na kraju posmatranog perioda.

2 Vidi Ball (1994) i Boschen i Weise (2003). Dalje smo pratili Boschen i Weise (2003); vidi takođe Nojković (2007).

Šta pokreće inflaciju u ekonomijama u tranziciji?

potonja četiri kvartala, a za završetak inflacione epizode uzima se godina u kojoj je ostvaren lokalni maksimum. Najzad, da bi se rast inflacije kvalifikovao za inflacionu epizodu, njen trend mora da zabeleži rast od bar jednog procentnog poena od dolje do vrha³.

Naš uzorak zemalja u tranziciji obuhvata sledeće zemlje: Češka, Slovačka, Poljska, Mađarska, Slovenija, Hrvatska, Bugarska, Rumunija, Rusija, Ukrajina, Albanija i Makedonija. U analizu su uključene one tranzicione zemlje za koje su postojali podaci neophodni za ekonometrijsku analizu i obuhvaćen je ceo tranzicioni period. Nakon ocenjivanja modela na bazi 12 navedenih tranzicionih zemalja u uzorak je dodata i Srbija, za koju smo raspolagali podacima od 2001. godine. Robustnost rezultata ocenjivanja dobijenih na uzorku od 12 zemalja potvrđena je nakon uključivanja podataka za Srbiju, tj. ocene su praktično ostale iste.

Koristeći podatke za 13 navedenih tranzicionih zemalja u periodu: I kvartal 1991– III kvartal 2008. godine⁴, identifikovali smo 28 inflacionih epizoda.⁵ Izdvojene funkcije trenda inflacije u tranzicionim zemljama prikazane su na Grafikonu L1-1, pri čemu osenčeni delovi Grafikona odgovaraju identifikovanim inflatornim epizodama.

Tabela L1-2. Pregled inflacionih epizoda zabeleženih u uzorku

	Kvartal		Vrednost		Trajanje inflatorne epizode
	dolja	vrh	dolja	vrh	(u kvartalima)
1. Češka	3Q1996	3Q1997	8,45	9,69	4 Q
	1Q2000	1Q2001	3,13	4,24	4 Q
	2Q2003	3Q2005	0,99	2,48	9 Q
	1Q2006	3Q2007	2,13	4,06	6 Q
2. Mađarska	4Q1993	4Q1995	20,84	25,34	8 Q
	4Q2005	3Q2007	3,98	6,94	7 Q
3. Poljska	2Q2003	4Q2004	1,41	2,67	6 Q
	3Q2006	3Q2007	1,47	2,87	4 Q
4. Rusija	3Q1997	3Q1999	17,81	58,54	8 Q
5. Slovačka	2Q1993	1Q1994	16,14	17,57	3 Q
	1Q1997	3Q2000	6,11	10,98	14 Q
	1Q2002	4Q2003	5,53	7,50	7 Q
6. Rumunija	4Q1995	4Q1997	40,00	102,15	8 Q
7. Bugarska	2Q1995	1Q1997	73,96	620,64	7 Q
	3Q1999	1Q2001	5,27	8,78	6 Q
	3Q2003	3Q2007	4,14	9,66	16 Q
8. Hrvatska	4Q1995	3Q2000	2,10	5,67	19 Q
	2Q2004	3Q2006	1,69	3,14	10 Q
9. Slovenija	1Q1999	1Q2001	7,20	8,59	8 Q
	1Q2006	3Q2007	2,46	4,28	6 Q
10. Ukrajina	1Q1998	4Q1999	14,13	24,91	7 Q
	3Q2002	2Q2005	3,30	11,23	11 Q
	3Q2006	3Q2007	10,54	16,55	4 Q
11. Albanija	2Q2000	4Q2001	0,37	4,00	6 Q
12. Makedonija	1Q1999	1Q2001	0,31	7,19	8 Q
	4Q2004	3Q2007	1,49	4,54	11 Q
13. Srbija	4Q2003	3Q2005	10,63	14,42	7 Q
	3Q2007	*	9,52	*	*

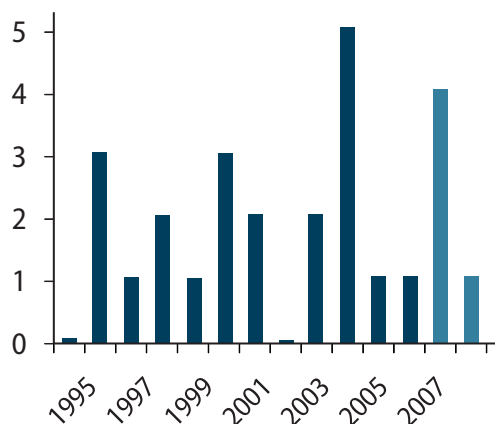
Napomena: Svetlije su osenčene inflacione epizode koje su u toku, odnosno epizode zabeležene na kraju posmatranog perioda. Oznaka (*) je za inflacionu epizodu zabeleženu u Srbiji 2008. godine, za koju je na osnovu raspoloživih podataka moguće definisati samo trenutak otpočinjanja.

3 U definisanju inflacione epizode opredili smo se za prag od najmanje jednog procentnog poena rasta inflacije od dolje do vrha, kao i Domac i Yucel (2005) prilikom ispitivanja zemalja u razvoju. Boschen i Weise (2003), analizirajući razvijene zemlje, kao granicu su prihvatili rast iznad 2 procentna poena.

4 Kako je već napomenuto, funkcija trenda inflacije za Srbiju dobijena je korišćenjem nešto kraće serije kvartalnih podataka o kretanju indeksa troškova života (CPI) – od I kvartala 2000. do III kvartala 2008. godine.

5 U jednom broju zemalja funkcija dugoročnog trenda inflacije beleži lokalni minimum u 2005. ili 2006. godini, tako da za početak inflacione epizode uzimamo godine koje slede. U tim slučajevima vrh funkcije trenda inflacije nije strogo definisan, ali je s poslednjim raspoloživim podatkom u uzorku već ostvaren rast koji premašuje jedan procentni poen. Izuzetak je inflaciona epizoda u Srbiji iz 2008. godine koja ima precizno definisan samo lokalni minimum u 2007. godini. Rezultati ocenjivanja su relativno stabilni i ukoliko isključimo inflacione epizode zabeležene na samom kraju posmatranog perioda, sa izuzetkom cena hrane koje su u najvećoj meri odgovorne za otpočinjanje upravo ovih epizoda.

Grafikon L1-3. Broj pokrenutih inflacionih epizoda po godinama



Napomena: Svetlije su osenčene inflacione epizode koje su u toku, odnosno epizode zabeležene na kraju posmatranog perioda

Detaljnijim razmatranjem identifikovanih inflacionih epizoda (Grafikon L1-1 i Tabela L1-2) vidimo da je u našem uzorku tranzicionih zemalja inflaciona epizoda prosečno trajala oko osam kvartala. Najveći broj inflacionih epizoda bio je kraći od 10 kvartala, sa izuzetkom dve epizode zabeležene u Bugarskoj i Hrvatskoj, koje karakteriše umereni rast inflacije u periodu dužem od 15 kvartala. Prosečni rast inflacije od dolje do vrha iznosio je oko 27 procentnih poena, dok je tokom trajanja epizode inflacija rasla na godišnjem nivou za oko 3,5 % po kvartalu. U poređenju sa sličnim istraživanjima sprovedenim na uzorku zemalja u razvoju i zemljama OECD-a, inflacione epizode zabeležene u tranzicionim zemljama trajale su gotovo dvostruko kraće, ali je tokom njihovog trajanja inflacija brže rasla. Prosečan rast inflacije po kvartalu u zemljama u razvoju bio je 2,18%⁶ na godišnjem nivou, dok je u zemljama OECD-a taj rast znatno umereniji i iznosi svega 0,36%⁷.

3. Šta pokreće inflaciju: determinante

Potencijalni pokretači inflacije mogu se grupisati oko faktora na strani agregatne tražnje, zatim “šokova” na strani ponude, otvorenosti privrede, režima deviznog kursa, prenosa inostrane inflacije i političkih faktora.

Visoka agregatna tražnja podiže rast proizvodnje iznad trenda, dovodi do pozitivnog proizvodnog jaza i vrši pritisak na rast cena. Prethodno može da bude rezultat želje vlade da iz političkih razloga stimuluše rast proizvodnje iznad potencijalnog rasta, nadajući se da postoji *trade-off* određen Phillips-ovom krivom. Naravno rast tražnje može nastati i usled egzogenih faktora, kao što je na primer veliki priliv stranog kapitala. Na strani agregatne tražnje jeste i javna potrošnja, odnosno fiskalni deficit, koji se može nezavisno od proizvodnog jaza pojaviti kao pokretač inflacije.

Na strani ponude, kao potencijalni pokretači javljaju se rast cena nafte i, kao nova pojava – rast cena hrane.

Režim deviznog kursa, u rasponu od fleksibilnog do krajnje rigidnog, predstavlja sledeći potencijalni “okidač” inflacije, kao što neki rezultati za razvijene zemlje pokazuju⁸. Stepem otvorenosti privrede pokazao se, takođe, u razvijenim privredama kao značajan faktor kočenja pojave inflacione epizode⁹, te ćemo njegov uticaj ispitati i u zemljama u tranziciji.

Politika takođe može da se javi kao faktor pokretanja inflacije, a njen uticaj možemo analizirati kroz održavanje opštih izbora ili pak kao političku orijentaciju vlade.

Polazeći od prethodnog okvira, definisane su odgovarajuće promenljive i njihovim korišćenjem model je ocenjen. Ocenjivanje je sprovedeno na panelu godišnjih podataka za 13 tranzicionih zemalja. U pitanju je specifikacija *probit modela* panel podataka koja pretpostavlja konstantnost svih regresionih parametara u modelu (*pooled probit regresija*). Zavisna promenljiva je definisana binarno, tako da uzima vrednost jedan (1) u godini u kojoj je identifikovan početak inflacione epizode (godina koja sledi nakon kvartala u kome trend inflacije ima lokalni minimum), a vrednost nula (0) u godinama stabilne ili opadajuće inflacije za svaku od zemalja u uzorku. Godine tokom inflacione epizode, kao što je uobičajeno u ovakvim istraživanjima¹⁰, isključene su iz uzorka i tretirane su kao nedostajuće opservacije. Modelom su ocenjene vrednosti uslovne verovatnoće za pokretanje inflacione epizode u tranzicionoj zemlji (j), u godini (t), a vrednosti se kreću u intervalu od 0 do 1. Ukoliko je vrednost predviđene verovatnoće veća – sledi da ocenjeni model bolje opisuje pokretanje odnosno inflacione epizode. Testiranje značajnosti parametara u ocenjenom modelu pokazaće koji faktori, od gore iznetih, značajno utiču na verovatnoću pokretanja inflacione epizode.

Kako pokretanje inflacione epizode u tekućoj godini najčešće nastaje kao odgovor na promene u kretanju makroekonomskih promenljivih iz prethodne godine, sve potencijalne determinante u model su uvedene sa pomakom

6 Domac i Yucel, (2005).

7 Boschen i Weise (2003).

8 Vidi Boschen i Weise (2003).

9 Vidi Bowdler i Nunziata (2006).

10 Vidi Boschen i Weise (2003).

Šta pokreće inflaciju u ekonomijama u tranziciji?

od jednog perioda, ali i alternativno kao tekuće vrednosti. Ocenjene su različite specifikacije probit modela, a analiza koja sledi u nastavku zasniva se na ekonometrijski najboljem modelu, u kome su zadržane statistički značajne promenljive (Tabela L1-4). Dobijeni rezultati pokazuju da svi faktori značajni za pokretanje inflacije u tranzicionim zemljama ulaze u model sa pomakom od jednog perioda, odnosno utiču na verovatnoću pokretanja inflacione epizode u sledećoj godini, sa izuzetkom “šokova” u kretanju cene hrane čiji se uticaj ostvaruje u tekućoj godini. Detaljan opis promenljivih korišćenih u ekonometrijskoj analizi dat je u Dodatku 1 (Tabela D-1.).

Tabela L1-4. Upporedni pregled rezultata ocenjivanja u tri grupe zemalja

Determinante pokretanja inflatorne epizode	Zemlje OECD -a (N=19)	Zemlje u razvoju (N=15)	Tranzicione zemlje (N=13)
	period: 1960 - 1995	period: 1980-2001	period: 1993-2007
Rast BDP iznad dugoročnog trenda, proizvodni jaz (pr_jaz)	(+)	(+)	(+)
Fiskalna politika, budžetski suficit (bs)	*	(-)	(-)
Održavanje opštih izbora (izbori)	(+)	/	(+)
Drugi politički faktori	*	*	*
Cena nafte (nafta)	*	*	(+)
Cena hrane (hrana)	*	(+) ^a	(+)
Otvorenost privrede, (različite mere)	(-)	/	*
Međunarodna transmisija inflacije	(+)	/	*
režim deviznog kursa (dk_režim)	(+)	/	(+)

Napomena: Polja Tabele L1-4 označena sa (+) ili (-) jesu faktori koji statistički značajno povećavaju, odnosno smanjuju verovatnoću pokretanja inflacije. Oznaka (*) se odnosi na faktor koji nije statistički značajan za determinisanje inflacionih epizoda, dok oznaka (/) odgovara faktoru čiji uticaj nije analiziran u posmatranom uzorku zemalja. U prvoj koloni Tabele 2 u zagradi su skraćeni nazivi promenljivih za koje je u nastavku računat relativan doprinos pokretanju pojedinih inflacionih epizoda u tranzicionim zemljama (Tabela 3). U zemljama u razvoju korišćena je promenljiva *indeks proizvodnje hrane*, sa pretpostavkom da njen pad vodi rastu cena hrane. Stoga dobijen statistički značajan, negativan uticaj proizvodnje (Domac i Yucel, 2005) indicira pozitivan uticaj cene hrane, oznaka (+). Rezultati za OECD zemlje preuzeti su iz Boschen i Weise (2003), a za zemlje u razvoju iz Domac i Yucel (2005).

Rezultati izneti u Tabeli L1-4 pokazuju da je većina iznetih potencijalnih pokretača inflacije statistički značajna, i da se pojavljuju sa očekivanim znakom.

Tako na strani tražnje, pozitivni proizvodni jaz, tj. rast proizvodnje iznad potencijalnog, statistički značajno utiče na porast verovatnoće pokretanja inflacione epizode. Alternativna mera nivoa privredne aktivnosti – stopa nezaposlenosti – nije se, međutim, pokazala kao statistički značajna. S druge strane, restriktivna fiskalna politika koja se manifestuje preko budžetskog suficita – statistički značajno utiče na smanjenje verovatnoće pokretanja inflacione epizode.

“Šokovi” na strani ponude – rast cena nafte i hrane pokazali su se, respektivno, kao statistički značajni pokretači inflacije. Njihov rast povećava verovatnoću pokretanja inflacione epizode.

Promena režima deviznog kursa od fleksibilnog ka sve većem stepenu kontrole, pojavljuje se kao statistički značajan faktor koji povećava verovatnoću pokretanja inflacione epizode. Režimi koje smo posmatrali jesu režimi *de facto*¹¹, koji se mogu razlikovati od režima *de jure* u nekoj zemlji, i sve smo ih klasifikovali u četiri grupe. Prvu čine *fleksibilan kurs i rukovođeno plivanje* (=0), drugu *srednji režim* (=1), treću *meko fiksiranje* (=2) i četvrtu *čvrsto fiksiranje – devizno veće* (=3). Otvorenost privrede, merena kao udeo uvoza u bruto domaćem proizvodu (BDP) nije statistički značajno uticala na verovatnoću pokretanja inflacione epizode. Ni inflacija iz evrozone nije uticala na povećanje verovatnoće pokretanja inflacije u posmatranom skupu zemalja u tranziciji.

Politički faktor, u formi parlamentarnih izbora se pokazao kao statistički značajan činilac povećanja verovatnoće pokretanja inflacione epizode. S druge strane, opredeljenje vlade – levo ili desno od centra, nije se pokazalo kao statistički značajno.

Rezultati dati u Tabeli L1-4 omogućuju i poređenje naših rezultata za zemlje u tranziciji, sa onima u zemljama u razvoju i razvijenim zemljama, respektivno. Vidimo da se faktori značajni u tranzicionim zemljama nekad poklapaju sa rezultatima u razvijenim privredama, a ponekad sa onima u zemljama u razvoju. Rast iznad trenda, tj. pozitivan proizvodni jaz – jeste zajednički faktor za sve tri grupe zemalja, i deluje u istom pravcu. Fiskalni suficit je značajan faktor kod tranzicionih privreda i zemalja u razvoju, ali ne i kod razvijenih privreda. Cena nafte i hrane nisu statistički

11 Izvor IMF, i klasifikacija autora za Srbiju.

značajni pokretači inflacije¹² u druge dve grupe zemalja verovatno zbog različitog perioda posmatranja u odnosu na naš uzorak. Režim deviznog kursa je statistički značajan i deluje u istom smeru u zemljama u tranziciji i razvijenim zemljama. U ovom potonjem slučaju kurs ima samo dva režima – *fiksiran* kurs – dok je važio Bretonvudski sporazum, i – *plivajući* – nakon toga. Održavanje parlamentarnih izbora utiče na pokretanje inflacije kako u tranzicionim tako i u razvijenim zemljama, dok se ostali politički faktori nisu pokazali satistički značajnim ni u jednoj od tri grupe zemalja. Najzad kod razvijenih privreda, otvorenost utiče na smanjenje verovatnoće pokretanja inflacije, kao što bi se i očekivalo, dok međunarodna transmisija inflacije, u ovom slučaju iz SAD, utiče na njeno povećavanje.

4. Analiza pokretanja odabranih inflacionih epizoda – relativni doprinos pojedinačnih faktora

Dobijene ocene omogućuju izračunavanje relativnog doprinosa svakog od prethodno utvrđenih faktora pokretanju date inflacione epizode. Na osnovu toga može se odrediti da li je data epizoda, ili skup epizoda, izazvana i u kojoj meri faktorima na strani ponude, tražnje, izborima ili režimom deviznog kursa¹³. Dekompozicija je učinjena tako da se dobije relativni uticaj faktora, odnosno na način da se efekti sabiraju do jedan.

Pouzdanost rezultata dekompozicije za svaku pojedinačnu epizodu zavisi od toga u kojoj meri je ocenjeni model dobro objašnjava. Stoga smo od ukupno 28 inflacionih epizoda izabrali 15 za koje je model dao najbolje rezultate¹⁴. Izračunati relativni doprinosi dati su u Tabeli L1-5.

Tabela L1-5. Relativni doprinos pojedinačnih faktora pokretanju odabranih inflacionih epizoda

Zemlje	Procenat koji se pripisuje svakoj od promenljivih						
	Verovatnoća ^a	pr_jaz ₍₋₁₎	bs ₍₋₁₎	izbori ₍₋₁₎	nafta ₍₋₁₎	hrana	dk_režim ₍₋₁₎
1. Epizode 2006-2008							
Srbija 2008	0,41	0,01	-0,08	0,46	-0,01	0,82	-0,21
Češka 2007	0,32	0,06	-0,10	0,76	0,06	0,57	-0,35
Slovenija 2007	0,23	-0,03	-0,37	0	0,11	0,97	0,31
Ukraina 2007	0,49	-0,14	-0,16	0,47	0,04	0,35	0,44
Mađarska 2006	0,37	-0,03	0,30	0	0,25	0,32	0,16
Prosek	0,29	-0,02	-0,14	0,34	0,04	0,54	0,04
2. Epizode 2003-2004							
Bugarska 2004	0,51	-0,03	-0,15	0	0,08	0,32	0,78
Hrvatska 2004	0,38	-0,01	0,16	0,61	0,10	0,41	-0,28
Srbija 2004	0,33	-0,31	-0,22	0,73	0,12	0,50	0,18
Slovačka 2003	0,37	-0,06	0,27	0,63	-0,14	0,13	0,15
Prosek	0,40	-0,10	0,02	0,49	0,04	0,34	0,21
3. Epizode u 2000							
Bugarska 2000	0,41	0,01	-0,28	0	0,29	-0,01	0,99
Slovenija 2000	0,23	0,17	-0,10	0	0,63	-0,03	0,32
Prosek	0,32	0,09	-0,19	0	0,46	-0,02	0,66
A) Epizode 2000-tih prosek							
prosek	0,34	-0,01	-0,10	0,28	0,18	0,29	0,30
4. Epizode 1994-1997							
Češka 1997	0,27	0,35	-0,05	0,95	0,17	-0,65	0,23
Bugarska 1996	0,33	0,50	-0,03	0,72	-0,06	0,20	-0,33
Hrvatska 1996	0,50	0,44	-0,10	0,46	-0,04	0,13	0,11
Slovačka 1994	0,45	-0,17	1,65	0	-0,23	0,01	-0,25
Prosek	0,39	0,28	0,37	0,53	-0,04	-0,08	-0,06
B) Epizode 1990-tih prosek							
prosek	0,39	0,28	0,37	0,53	-0,04	-0,08	-0,06
C) Epizode 1993-2008 prosek							
prosek	0,36	0,13	0,13	0,41	0,07	0,10	0,12

Napomena: (a) su ocenjene vrednosti verovatnoće iz probit modela (promenljive koje ulaze u model prikazane su u poslednjoj koloni Tabele 2; (b) vrednosti u Tabeli 3 izračunavaju se kao procentualni doprinosi pokretanju inflacije zasnovani na razlici između ocenjene verovatnoće i bazne (osnovne) verovatnoće (izračunata za vrednost aritmetičkih sredina objašnjavajućih promenljivih u modelu, pri čemu veštačke promenljive uzimaju vrednost (0). Bazna verovatnoća izračunata za naš ocenjeni probit modela jeste 0,154.

12 U zemljama u razvoju je korišćen indeks proizvodnje hrane umesto njene cene, i on samo indirektno ukazuje na značajan pozitivan uticaj cene hrane (vidi Tabelu 2 i Domac i Yucel, 2005).

13 Na osnovu ocenjenog probit modela, vrši se dekompozicija indeksne funkcije i tako izračunava relativni doprinos svakog od statistički značajnih faktora (*i*) povećanju verovatnoće pokretanja pojedinačne inflacione epizode zabeležene u tranzicionoj zemlji (*j*), u godini (*t*). Vidi Boschen i Weise (2003)

14 Izabrane su epizode za koje model daje veću verovatnoću njihovog pokretanja (prva kolona, Tabela 3). Tako smo uzeli sve epizode sa verovatnoćom pokretanja preko 20%.

Šta pokreće inflaciju u ekonomijama u tranziciji?

Rezultati u Tabeli L1-5, pored pojedinačnih epizoda, odnose se i na grupe epizoda, potperiode i ceo period, te će se tako i analizirati.

Posmatranjem svih 15 epizoda zajedno, tj. celog perioda 1993–2008. (Tabela L1-5, Panel C), vidimo da su izbori najviše uticali na povećanje verovatnoće pokretanja posmatranih inflacionih epizoda. Tako je održavanje parlamentarnih izbora u proseku za 41% povećalo verovatnoću pokretanja inflacione epizode sledeće godine. Posle njih po značaju se pojavljuju faktori na strani tražnje, kao što su prekomerna agregatna tražnja, tj. privredni rast iznad trenda i fiskalni deficit, koji povećavaju verovatnoću pokretanja inflacije za po 13%. “Šokovi” na strani ponude, dolaze po značaju odmah iza tražnje. Tako je u celom posmatranom periodu, rast cena hrane u proseku za 10% povećao verovatnoću pokretanja inflacije, dok se rastu cena nafte pripisuje uticaj od 7%. Režim deviznog kursa doprineo je rastu verovatnoće sa 12%, što podrazumeva da je u proseku po zemljama i godinama dominirao neki oblik kontrole kursa.

Poređenje prve faze tranzicije, tj. epizoda u devedesetim, sa zreloom tranzicijom, tj. sa inflacijama u dvehiljaditim, sugerise da se radi o dva različita perioda i ukazuje na promenu obrasca sa prelazom iz uslovno rane u zrelu tranziciju (Tabela L1-5, Paneli A i B).

Izbori su i dalje najvažniji faktor i za svaki potperiod pojedinačno, ali se uticaj na rast verovatnoće smanjuje kako tranzicione zemlje sazrevaju. U devedesetim izbori doprinose rastu verovatnoće pokretanja inflacije sa 53%, dok u dvehiljaditim taj ponder pada na 28%. Isti trend opadanja doprinosa izbora uočava se i unutar dvehiljaditih: sa 49% na 34% (Tabela L1-5, Paneli 1 i 2).

U devedesetim godinama dominantni (posle izbora) su faktori na strani tražnje – pre svega visok fiskalni deficit – doprinos: 37%, a zatim preterana agregatna tražnja: 28%. “Šokovi” na strani ponude nisu značajno uticali na rast verovatnoće pokretanja inflacionih epizoda u ovom periodu (Tabela L1-5, Panel B). Rezultat za devedesete je intuitivno jasan, jer implicira da su u prvom periodu tranzicije fiskalna i monetarna politika još uvek labave, te su povremeno dovodile do prekomerne tražnje i tako doprinosile pokretanju inflacije. Doprinos režima deviznog kursa na pokretanje inflacije bio je neutralan u devedesetim ($-6\% \approx 0$), što ukazuje na približno istu zastupljenost fleksibilnog kursa, s jedne i neke vrste kontrole, s druge strane.

U dvehiljaditim dolazi do potpunog okretanja obrasca: “šokovi” na strani ponude postaju glavni pokretači inflacionih epizoda, i to na prvom mestu rast cena hrane, koji u proseku povećava verovatnoću pojave inflacije za 29%, a potom rast cena nafte: sa doprinosom od 18%. Faktori na strani tražnje u ovom periodu ili ostvaruju zanemarljiv doprinos rastu verovatnoće pokretanja inflacije, kao što je proizvodni jaz ($-1\% \approx 0$), ili pak utiču na njeno kočenje, kao u slučaju fiskalnog suficita ili deficita koji je manji od proseka celog perioda (-10%) (Tabela L1-5, Panel A).

Isti rezultat, tj. dominacija “šokova” na strani ponude, dobija se i po grupisanim epizodama u dvehiljaditim (Tabela L1-5, Paneli 1, 2 i 3). Tako je u pojedinačnim epizodama iz 2000. godine pored kontrolisanog kursa, naročito *deviznog veća* u Bugarskoj, glavni faktor povećanja verovatnoće pokretanja ove dve inflacione epizode bio rast cena nafte, sa doprinosom od 46%. Ovaj nalaz je konzistentan sa velikim rastom svetske cene nafte od 39% u 1999. godini. Nadalje, visoka agregatna tražnja se još uvek pojavljuje kao značajan faktor u 2000. godini: rastu BDP iznad potencijalnog nivoa pripisuje se 9% povećanja verovatnoće pokretanja inflacije. Na pokretanje dve preostale grupe epizoda u dvehiljaditim uticali su parlamentarni izbori, ali je veliki doprinos i rasta cena hrane: 34% u prvoj i 54% u drugoj epizodi, što predstavlja novu pojavu. To je u skladu sa ubrzanjem rasta svetske cene hrane: 14% u 2004, odnosno 10,5%, 15% i 32%¹⁵ u 2006, 2007. i 2008. godini, respektivno. S druge strane, preterana agregatna tražnja se više ne pojavljuje kao značajan faktor koji doprinosi povećanju verovatnoće pokretanja inflacije, dok fiskalna politika u dvehiljaditim uglavnom deluje u pravcu smanjivanja verovatnoće pojave novih inflacionih epizoda (Tabela L1-5, Paneli 1 i 2).

Rezultati za dvehiljadite sugerisu da je kvalitet makroekonomske politike značajno unapređen u tranzicionim zemljama, te da fiskalna politika sada u proseku deluje u pravcu smanjivanja verovatnoće izbijanja inflacije, dok upravljanje ukupnom agregatnom tražnjom ima neutralni efekat posle 2000. godine. Takođe, pokretanje najnovijih inflacionih epizoda u 2007. i 2008. godini, najvećim delom se može pripisati relativno novoj pojavi – rastu cena hrane. S druge strane, glavni udar rasta cene nafte desio se u 2008, kada je u najvećem broju posmatranih zemalja inflaciona epizoda bila u toku, tako da je taj šok doveo do daljeg ubrzanja inflacije u tim zemljama, ali se nije pojavio kao istaknuti pokretač inflacione epizode. To objašnjava zašto se rast cena nafte ne pojavljuje u ocenama kao značajni pokretač inflacije iz 2007. i 2008.

15 Za prvih devet meseci 2008.

Režim deviznog kursa, koji se u proseku menja ka većoj kontroli u dvehiljaditim u odnosu na devedesete, postaje faktor koji značajno doprinosi verovatnoći pokretanja inflacionih epizoda iz 2000. i 2003–2004. (Tabela L1-5, Paneli 2 i 3). Razmatranje efekta promene režima deviznog kursa po pojedinim zemljama tokom vremena daje dodatni uvid kako taj faktor deluje. To činimo i zbog toga što efekat režima kursa nije na ovaj način razmatran kao značajan faktor pokretanja inflacije u prethodne dve studije za razvijene zemlje i zemlje u razvoju, respektivno¹⁶. Takođe, radi se o specifičnoj promenljivoj (dk_režim) koja režim kursa od fleksibilnog ka rigidnom obuhvata preko ordinalne promenljive koja uzima vrednosti: 0, 1, 2 i 3.

Kod pojedinačnih epizoda, ekstremni slučaj je Bugarska, koja je od fleksibilnog kursa u devedesetim (dk_režim: 0) prešla na njegovo čvrsto fiksiranje u vidu deviznog veća u 2000-tim (dk_režim:3). Posledično, u Bugarskoj u inflacionoj epizodi iz 1996. fleksibilan kurs je doprineo smanjivanju verovatnoće njenog izbijanja za –0,33% (Tabela L1-5, Panel 4), dok je rigidno fiksiran kurs imao presudan doprinos povećanju verovatnoće pokretanja epizoda iz 2000. i 2004. godine: 0,99 i 0,78, respektivno. Slede manje ekstremni, ali takođe ilustrativni primeri. Tako je u Češkoj 'srednji režim' kursa (1) gurao u pravcu pokretanja inflacione epizode iz 1997: –0,23 (Tabela L1-5, Panel 4), dok je fleksibilni kurs kočio izbijanje inflacione epizode iz 2007: –0,35. Isti obrazac se dobio u hrvatskim inflacionim epizodama iz 1996. (dk_režim:1) i 2004. (dk_režim:0) (Tabela L1-5, Panel 2). Slovačka doprinosi varijacijama režima kursa u našem uzorku tako što ide od fleksibilnog (dk_režim:0) u epizodi iz 1994. ka 'srednji režim' (dk_režim:1) u epizodi iz 2003; u prvom slučaju kurs koči (–0,25%) a u drugom podstiče verovatnoću pokretanja inflacione epizode (0,15%). I Srbija se pridružuje ovom društvu: relativno kontrolisan kurs (dk_režim:1) doprineo je verovatnoći pokretanja inflacije u 2004. sa 18%, dok je slobodan kurs (dk_režim:0) u 2008. delovao u pravcu smanjivanja verovatnoće pojave inflacione epizode sa –0,21% (Tabela L1-5, Paneli 1 i 2).

Rezultati dekompozicije dati u Tabeli L1-5 omogućuju i razmatranje pojedinačnih inflacionih epizoda. Mađarska epizoda iz 2006. je interesantna jer se pored zajedničkog uticaja koji se pripisuje rastu cena hrane, pojavljuju i za nju specifični faktori: rast cena nafte i fiskalni deficit. Što se nafte tiče, rast njene svetske cene od 33% u 2005. imao je udela u povećanju verovatnoće pojave inflacione epizode u 2006. (25%). Efekat visokog fiskalnog deficita na pokretanja inflacione epizode (30%) je ekonomski mnogo interesantniji. Naime, naš ocenjeni model ovim rezultatom hvata posledice neodgovorne fiskalne politike u Mađarskoj iz tog perioda – kada je fiskalni deficit dostizao i 9% bruto domaćeg proizvoda. Posledice takve neumerene fiskalne ekspanzije osećaju se i na kraju 2008. kada je Mađarska bila prva na udaru svetske ekonomske krize među zemljama u tranziciji.

Iskustvo Hrvatske, kao privrede koja je izašla iz istog institucionalnog okvira kao i Srbija – takođe je od interesa za analizu. Povećanje verovatnoće za pojavu njene epizode iz 2004. u najvećoj meri se može pripisati izborima, rastu cena hrane i fiskalnom deficitu, doduše umerenijim nego onim u Mađarskoj.

Srbiju smo posmatrali samo posle 2000. godine, jer devedesete nisu uporedive sa drugim zemljama u tranziciji. Stoga, metodološki gledano rezultate za Srbiju treba uzeti uz izvesne rezerve. Tokom dvehiljaditih zabeležene su dve inflacione epizode, koje su započete 2004. i 2008. godine, dok epizoda skraja 2000. po karakteru pripada devedesetim. Slično kao i u Hrvatskoj, izbori u Srbiji na kraju 2003. imali su najveći ponder u rastu verovatnoće pokretanja inflacione epizode u 2004, čak 73%, a posle njih se javlja doprinos rasta cena hrane. Za razliku od Hrvatske iz 2004, ocene sugerišu da kod nas fiskalni deficit nije bio faktor koji doprinosi pokretanju inflacije, ali zato jeste manja fleksibilnost deviznog kursa (dk_režim:1) nego u Hrvatskoj (dk_režim:0); njegov ponder u povećanju verovatnoće pokretanja inflacije iznosi 18% (Tabela L1-5, Panel 2). Nova inflacija u Srbiji 2008. u najvećoj meri se može pripisati rastu cena hrane kao i izborima, dok fiskalni deficit opet nije problem.

Odsustvo uloge fiskalnog deficita u pokretanju inflacionih epizoda u Srbiji deluje kontraintuitivno. Moguće objašnjenje jeste da je efekat deficita "pokupila" promenljiva izbori koja nosi visoke pondere u Srbiji: 73% i 46%. Naime, fiskalni deficit se naglo povećavao u kvartalu pred izbore, te je iznosio oko 5% BDP-a u četvrtom kvartalu 2003, odnosno oko 7% BDP-a u četvrtom kvartalu 2007. godine¹⁷, što je sigurno uticalo na pokretanje inflacije u narednim godinama. S druge strane, prosečan fiskalni deficit za celu 2003. i 2007. godinu bio je znatno manji: 1,1% i 2%, respektivno (uz to i znatno manji od proseka u uzorku), što je razlog da se on ocenjenim modelom ne obuhvati kao faktor koji doprinosi rastu verovatnoće pokretanja inflacije u epizodama iz 2004. i 2008.

¹⁶ Boschen i Weise (2003), za OECD zemlje su posmatrali dva perioda: period fiksnog kursa, dok je važio Bretonvudski sporazum – i nakon toga fleksibilni, koristeći veštačku promenljivu sa vrednostima 0 i 1. Domac i Yucel, (2005) nisu ocenjivali efekat kursa u uzorku zemalja u razvoju.

¹⁷ V. Kvaratalni monitor br. 11, 2008.

5. Zaključak

Naše ekonometrijsko ispitivanje pokretača inflacije u privredama u tranziciji pokazalo je da su oni uglavnom u skladu sa predviđanjima ekonomske teorije. Naši rezultati za tranzicione zemlje takođe pokazuju da su oni negde između rezultata za razvijene zemlje i zemlje u razvoju, poklapajući se nekad sa prvim a nekad sa drugim.

Rast proizvodnje iznad dugoročnog trenda i fiskalni deficit pokazali su se kao statistički značajni faktori koji su preko rasta agregatne tražnje uticali na povećanje verovatnoće izbijanja inflacione epizode. U oba slučaja dominantna je uloga države koja pokreće inflaciju bilo zbog želje da stimuliše rast iznad održivog, odnosno uzdajući se u važenje Phillips-ove krive, bilo jednostavno zbog preterane javne potrošnje i rezultirajućeg deficita. Rast iznad trenda kao faktor pokretanja inflacije, tranzicione zemlje dele sa zemljama u razvoju i razvijenim zemljama. S druge strane, efekat fiskalne politike identifikovan je još samo u zemljama u razvoju.

“Šokovi” na strani ponude: rast cena nafte i, nova pojava, rast cena hrane – javljaju se kao značajni pokretači inflacije u privredama u tranziciji. Ovi faktori se ne pojavljuju kao pokretači u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju (sem indirektno cena hrane). Deo objašnjenja za ove razlike u ocenama verovatno leži i u različitim periodima na koje se ocene odnose. Naše ocene su, pored ostalog obuhvatile i najnoviji svetski inflacioni talas 2007–2008, i pokazale da je njegov glavni “okidač” u skupu tranzicionih zemalja – rast cena hrane. Vrlo je verovatno da bi se isti rezultat dobio i za razvijene zemlje i zemlje u razvoju.

Režim deviznog kursa se pokazao kao značajan pokretač inflacije u tranzicionim zemljama i to tako što rigidniji režim povećava verovatnoću izbijanja inflacione epizode. Ovaj rezultat se slaže sa onim u razvijenim zemljama, gde je dobijeno da je veća verovatnoća pokretanja inflacije u Bretonvudskom režimu fiksnih kurseva nego nakon njegovog napuštanja i prelaska na fleksibilne kurseve.

Uticaj politike praćen kroz održavanje opštih izbora, pojavljuje se kao faktor koji ostvaruje izuzetno snažan i trajan doprinos pokretanju inflacionih epizoda u celom tranzicionom periodu. U ovome su tranzicione zemlje slične razvijenim zemljama, gde je takođe utvrđen statistički značajan uticaj izbora na pokretanje inflacije.

Naši rezultati za zemlje u tranziciji takođe sugerišu da se doprinos identifikovanih pokretača inflacije menja s prelaskom ovih zemalja iz uslovno rane faze tranzicije u devedesetim u zrelu fazu u dvehiljaditim godinama. Zajedničko za oba perioda jeste veliki uticaj izbora na verovatnoću pokretanja inflacije, mada se i njihov ponder nešto smanjuje u dvehiljaditim. Osnovna razlika se pojavljuje kod relativnog značaja faktora na strani tražnje prema onima na strani ponude. U devedesetim se preterana tražnja, odnosno potrošnja pojavljuje kao glavni pokretač inflacije, tj. dominantni uticaj imaju rast iznad trenda i fiskalni deficit. Ovaj rezultat sugeriše široku zastupljenost labave monetarne i fiskalne politike kod tih zemalja u prvim godinama tranzicije. U dvehiljaditim dolazi do zaokreta, pa se kao glavni pokretači inflacije pojavljuju “šokovi” na strani ponude – rast cena nafte i hrane, dok tražnja i fiskalni deficit prestaju da budu dominantni. Naši rezultati stoga sugerišu da su u dvehiljaditim zemlje u tranziciji značajno unapredile svoju makroekonomsku politiku.

Iako dobijene ocene za Srbiju treba uzeti uz izvesnu ogradu, jer se uzorak odnosi samo na dvehiljadite, ipak se pojavljuju bar dva ubedljiva rezultata. Prvi se odnosi na snažan uticaj koji ima održavanje izbora na pokretanje inflacije u Srbiji. U obe identifikovane inflacione epizode: 2004. i 2008, izbori iz prethodnih godina imali su snažan uticaj na pokretanje ovih epizoda. Drugi rezultat jeste taj da je nova inflacija 2007–2008, kao i u nekim drugim tranzicionim zemljama, i u Srbiji pokrenuta pre svega rastom cena hrane.

Dodatak 1.**Tabela D-1. Opis i izvori podataka korišćenih u ekonometrijskoj analizi**

Promenljiva	Definicija	Izvor
inflacija	godišnja stopa rasta indeksa troškova života (CPI)	<i>WIIW Handbook of Statistics Countries in Transition 2007, CD-ROM</i> ; za Makedoniju: http://www.stat.gov.mk/ ; za Srbiju: http://webzrzs.statserb.sr.gov.yu
pr_jaz	Ciklično odstupanje stope rasta realnog BDP od dugoročne komponente (trends), koji je izračunat primenom Hodrick-Prescott-ovog filtera sa parametrom izravnjanja 100.	<i>WIIW Handbook of Statistics Countries in Transition 2007, CD-ROM</i>
bs	Budžetski suficit (u % BDP)	<i>WIIW Handbook of Statistics Countries in Transition 2007, CD-ROM</i> ; za Srbiju: MFRS (Memorandum o budžetu i fiskalnoj politici za različite godine)
sp_dug	Ukupan spoljni dug, na kraju perioda (u % BDP)	<i>WIIW Handbook of Statistics Countries in Transition 2007, CD-ROM</i>
izbori	Veštačka promenljiva, uzima vrednost 1 u godinama održavanja opštih parlamentarnih izbora, a vrednost 0 u ostalim godinama	Odgovarajće zvanične internet stranice za svaku od tranzicionih zemalja
nafta	Procentalna promena cena sirove nafte na svetskom tržištu, (godišnji proseki, u USD)	Federal Reserve Economic Data (FRED) http://www.economagic.com/ ; http://www.ioga.com/
hrana	Procentualna promena indeksa svetske cene hrane (2005=100)	International Monetary Fund Data http://www.imf.org/
infdeu	CPI godišnja stopa inflacije u EU minus CPI godišnja stopa inflacije posmatrane tranzicione zemlje	podatak o inflaciji eurozone Euro area (EUR-11 up to 31.12.2000 / EUR-12 from 1.1.2001) http://epp.eurostat.ec.europa.eu/
otvorenost	Udeo uvoza dobara i usluga u nominalnom BDP (%)	<i>WIIW Handbook of Statistics Countries in Transition 2007, CD-ROM</i>
dk_režim	Realni dezni kurs (<i>de facto</i>) kategorije: od 0 (slobodno ili rukovođeno plivajući) do 3 (valutno veće)	<i>IMF's Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions</i> , izdanja IMF za različite godine; za Srbiju: klasifikacija autora

Literatura

- Boschen, J. and C. Weise, (2003), "What starts inflation: Evidence from the OECD Countries.", *Journal of Money, Credit and Banking*, 35, pp. 323-349.
- Bowdler, C. and L. Nunziata, (2006), "Trade openness and inflation episodes in the OECD.", *Journal of Money, Credit and Banking* 38, pp. 553-563.
- Domac, I. and E.M. Yucel, (2005), "What Triggers Inflation in Emerging Market Economies?", *Review of World Economics* 2005, Vol. 141 (1), pp. 141-164.
- International Monetary Fund (IMF), "Is Inflation Back? Commodity Prices and Inflation." *World Economic Outlook*, October 2008, Chapter 3, pp. 83-128.
- "Kvartalni monitor ekonomskih politika i trendova u Srbiji", br.11 FREN, 2008.
- Nojković, A., (2007), "Modeli specifične zavisne promenljive u makroekonometrijskoj analizi privreda u tranziciji", doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Beograd.

Razlike između muškaraca i žena u penzijskom sistemu Srbije

Nenad Rakić* Razlike između muškaraca i žena u penzijskom sistemu zavise od razlika u položaju na tržištu rada i tipa penzijskog sistema. Usled niže stope zaposlenosti žene su često lošije "pokrivene" penzijskim osiguranjem od muškaraca, a posledica nižih primanja i kraćeg radnog veka žena su i niže penzije. Iako zakonski propisi u Srbiji favorizuju žene u penzijskom sistemu, njihove penzije niže za skoro 20% od penzija muškaraca. Bez postojanja zaštitnih normi, razlika bi bila još veća – oko 30%.

Rosa Chiappe**

Za razliku od najvećeg broja evropskih zemalja, demografski indikatori i statistički podaci pokazuju da penzionerke u Srbiji ne žive mnogo duže od muškaraca i koriste penziju kraće nego što se to obično misli. Razlika među polovima u očekivanoj dužini života za 65 godina starosti u Srbiji je među najnižim u Evropi. Zbog toga, bez obzira na razliku u starosnoj granici za odlazak u penziju koja iznosi pet godina, žene starosni penzioneri duže koriste penziju od muškaraca samo dve do tri, umesto očekivanih sedam do deset godina. Takođe, očekivana dužina života za muškarce koji navrš 65 godina je najkraća u Evropi.

1. Uvod

Razlike među polovima na tržištu rada su poznat i često istraživani problem. Mnogo ređe se, međutim, analizira položaj žena u penzijskom sistemu. S obzirom na to da je ustanovljena jaka veza između tržišta rada i socijalnog osiguranja, žene su, usled niže participacije i zaposlenosti, često lošije „pokrivene” penzijskim osiguranjem od muškaraca. Takođe, niži obrazovni nivo žena i niža primanja tokom radnog veka, kao i kraći period osiguranja – odražavaju se i na niže penzije.

Posmatrano po zemljama, razlike između muškaraca i žena u penzijskom sistemu, zavise od razlika na tržištu rada kao i od tipa penzijskog sistema. Tako, na primer, u zemljama gde postoji vrlo čvrsta veza između doprinosa i penzija, bez dodatnih stimulacija za žene, razlike u penzijama po polu mogu biti značajne. Ovo posebno važi za sisteme zasnovane na individualnim računima. Takođe, u najvećem broju zemalja gde postoje dobrovoljni privatni penzijski sistemi primećuje da žene obično imaju manje sredstava akumuliranih na ličnim penzijskim računima, a time i niže penzije.

Ovim člankom započinjemo rad na temu razlika između muškaraca i žena u penzijskom sistemu Srbije. U drugom delu članka predstavljen je zakonski okvir koji uređuje položaj muškaraca i žena u penzijskom sistemu. U trećem delu prikazano je stanje u penzijskom sistemu sa aspekta razlika među polovima, dok je osvrtno na starosnu granicu za penzionisanje posvećen četvrti deo teksta. Na kraju su dati osnovni zaključci analize.

Osnovni nalazi rada jesu da – i pored favorizovanja žena – razlika u prosečnoj penziji između muškaraca i žena nije beznačajna, i iznosi blizu 20%. Za razliku od najvećeg broja evropskih (i drugih) zemalja, demografski indikatori pokazuju da žene u Srbiji ne žive mnogo duže od muškaraca.

2. Penzijski sistem u Srbiji i položaj žena: zakonski okvir

Istorijski posmatrano, zakoni koji uređuju obavezno penzijsko osiguranje na prostoru Srbije uvek su obezbeđivali povoljnije uslove za penzionisanje ženama u odnosu na muškarce, što je i sada slučaj. To se opravdava činjenicom da su žene uglavnom bile nižeg stepena obrazovanja i ostvarivale niže zarade, kao i da su usled tradicionalnih vrednosti odgovorne za veći deo obaveza u domaćinstvu i porodici, zbog čega su češće prekidale ili odlagale svoje aktivno učešće na tržištu rada.

* Savetnik u Ministarstvu rada i socijalne politike Republike Srbije.

** Direktorica USAID-ovog projekta podrške ekonomskom razvoju Srbije.

Autori teksta zahvaljuju se dr Gordani Matković iz Centra za liberalno-demokratske studije i Katarini Stanić, konsultantu Bearing Point-a na USAID projektu podrške ekonomskom razvoju Srbije, na recenziji teksta.

I prema važećem zakonskom okviru žene imaju određene povoljnosti pri penzionisanju. Konkretno, kada je u pitanju *starosna penzija*, povoljniji uslovi penzionisanja ogledaju se u nižoj starosnoj granici i potrebnom stažu za penzionisanje žena u odnosu na muškarce, kao i u samoj formuli obračuna penzija koja je „pristrasna“ ka ženskim penzionerima.

Granica za odlazak u starosnu penziju nakon završetka procesa postepenog podizanja 2011. godine, biće za muškarca 65 a za ženu 60 godina života, uz minimum 15 godina staža osiguranja. U 2008. godini ona iznosi 58,5 za žene i 63,5 za muškarce. Takođe, penzija se može ostvariti i sa 53 godine života uz 40 (muškarci), odnosno 35 (žene) godina staža osiguranja ili sa 45 godina osiguranja bez obzira na godine života, što je jedini uslov koji je jedinstven za oba pola. O visini starosne granice i njenom eventualnom izjednačavanju biće više reči u četvrtom delu ovog teksta.

Penzije se obračunavaju prema tzv. *nemačkoj bodovnoj formuli*. Zarade lica koje odlazi u penziju dele se sa prosečnom zaradom u Srbiji u svakoj godini osiguranja i tako se dobijaju godišnji lični koeficijenti. Zbir tih koeficijenata deli se brojem godina, dana i meseci koji su uzeti u obračun i tako dobijeni lični koeficijent množi se ukupnim penzijskim stažom osiguranika, čime se dobija lični bod. Lični bod se množi opštim bodom koji je jedinstven za celu Srbiju i kao rezultat dobija se iznos penzije.

Formula jako dobro povezuje uplaćene doprinose i visinu penzije, i stimuliše pojedinca da duže ostane na tržištu rada. Za staž preko 40 godina računa se po pola godine staža, što je i dalje stimulatивно da se ostane na tržištu rada. Nakon 45 godina osiguranja dalje povećanje staža ne uvećava penziju.

Tabela L2-1. Hipotetičke stope zamene po polu, 2007. (% poslednje zarade)

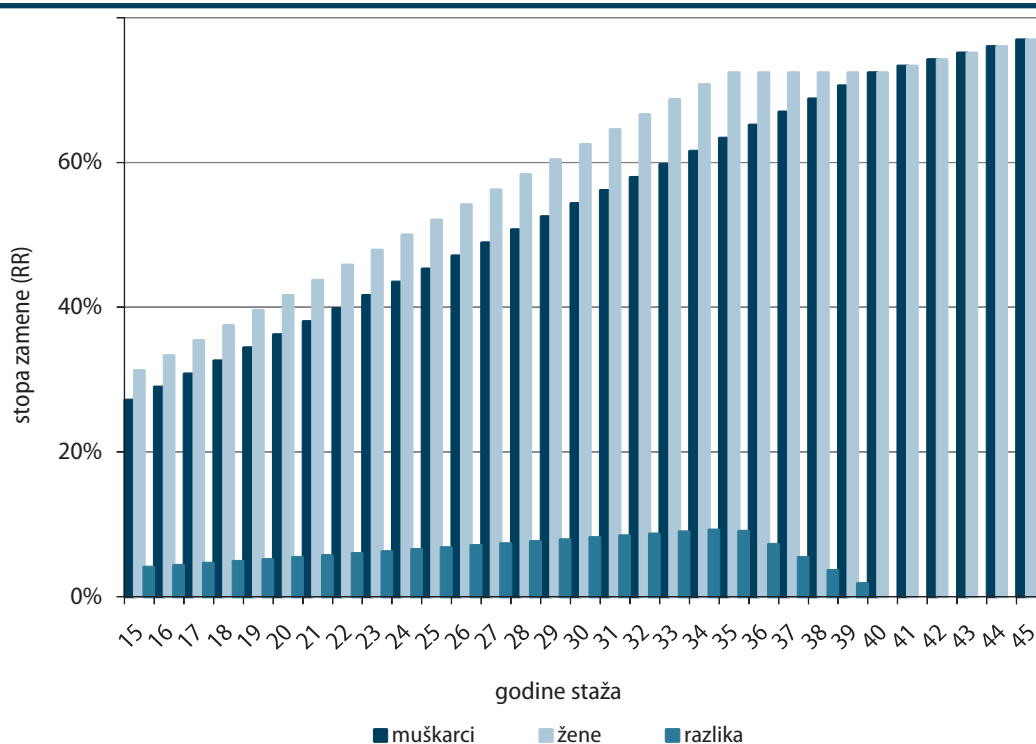
	Broj godina staža									
	15	20	30	35	36	37	38	39	40	
Muškarci	27,1	36,2	54,3	63,3	65,2	67,0	68,8	70,6	72,4	
Žene	31,2	41,6	62,4	72,4	72,4	72,4	72,4	72,4	72,4	72,4
Razlika (za žene)	4,1	5,4	8,1	9,0	7,2	5,4	3,6	1,8	0,0	

Izvor: Kalkulacija autora. Za detalje o hipotetičkim stopama zamene vidi K.Stanic, „Uloga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti – merenje i međunarodna poređenja“, *Kvartalni monitor* br. 13, FREN, 2008

Napomena: Radnik(ca) sa konstantno prosečnim primanjima.

Hipotetička neto stopa zamene = neto penzija u godini penzionisanja koju bi dobio prosečni radnik (lični koeficijent 1) sa 40 godina staza (lični bod 40*opšti bod) /neto prosečna zarada prethodne godine.

Grafikon L2-2. Očekivane hipotetičke stope zamene po polu za 2007. (% poslednje zarade) i razlika



Izvor: Kalkulacija autora. Za detalje o hipotetičkim stopama zamene vidi K.Stanic, „Uloga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti – merenje i međunarodna poređenja“, *Kvartalni monitor* br. 13, FREN, 2008.

Razlike između muškaraca i žena u penzijskom sistemu Srbije

Prilikom obračuna starosne penzije ženama se staž osiguranja *povećava za 15%, maksimalno do navršenih 40 godina*. To praktično znači da se ženama sa stažom do 35 godina dodaje 15% staža, a onima sa stažom od 35-40 godina računa se automatski 40 godina staža, tj. procentualno dodaje manje od 15%. Za više od 40 godina staža formula je ista kao i za muškarce.

Formula žene „nagrađuje“ da bi „ispeglala“ prethodne razlike u zaradi i stažu i zapravo ih stimuliše da ostanu na tržištu rada. Što je žena duže osigurana, veći će biti uticaj dodatog staža, ali samo do 35 godina. Potom je uticaj dodatnog staža manji. Za 40 i više godina staža nema nikakve razlike između polova. Dakle, najveći stimulans/zaštita je za žene koje se penzionišu sa 35 godina staža, što ilustruju Tabela L2-1. i Grafikon L2-2. Pod pretpostavkom iste zarade tokom radnog veka, žene u Srbiji su, dakle, u povoljnijem položaju od muškaraca.

Porodična penzija iznosi 70% penzije preminulog osiguranika/korisnika¹. Uslovi za porodičnu penziju u Srbiji, takođe se razlikuju u zavisnosti od pola. Starosna granica za udovice je pet godina niža za žene, tako da će ona nakon postepenog podizanja u 2011. godini za udovice iznositi 50 godina, odnosno 55 godina za udovce.

U državama članicama EU, visina starosne granice i ostali uslovi za sticanje porodične penzije razlikuju se od države do države, ali ono što je zajedničko jeste *da su jednaki za oba pola*. Izuzeci su Češka, u kojoj je starosna granica za žene 55 godina a za muškarce 58 godina života, Estonija, koja daje mogućnost i trudnicama da dobiju porodičnu penziju, ukoliko su ostale udovice nakon 12. nedelje trudnoće i Kipar u kome muškarac može da ostvari porodičnu penziju jedino ukoliko je nesposoban da se samostalno izdržava.

Uslovi za *invalidsku penziju* ne razlikuju se direktno u odnosu na pol, odnosno i muškarci i žene mogu penziju da ostvare pod istim uslovima, tj. samo uz pun gubitak radne sposobnosti i minimum pet godina osiguranja. Uslov za sticanje invalidske penzije jeste, naime, da se postojanje invalidnosti utvrdi pre dostizanja starosne granice za starosnu penziju, koja se razlikuje po polu.

Odsustva sa posla zbog porođaja i brige o deci su faktori koji značajno utiču na položaj žena na tržištu radne snage. Posredno, od načina na koji su rešena ova pitanja zavisi i položaj žena u penzijskom sistemu. Ukoliko se ženi ne obezbedi naknada za period koji provede na porodičkom odsustvu, pored toga što će za to vreme biti u teškom položaju, dovedeće je i u neravnopravni odnos prilikom ostvarivanja penzije – imaće kraći penzijski staž te tako i nižu penziju.

U Srbiji, odsustva vezana za porođaj, podeljena su na: odsustvo zbog održavanja trudnoće; odsustvo zbog porođaja i odsustvo radi brige o detetu (umesto majke može ga koristiti i otac deteta). Za sva tri odsustva država refundira poslodavcu zaradu kao i doprinose, tako da ti periodi ulaze u penzijski staž. Od decembra 2005. godine, naknada trudnicama koje su na odsustvu zbog održavanja trudnoće iznosi 65% njihove prethodne zarade.

Ženama koje su rodile troje i više dece dodaje se poseban staž od dve godine. Ovaj staž ne ulazi u računanje minimalnog staža potrebnog za odlazak u penziju, ali utiče na povećanje ličnog boda pri obračunu penzije i time povećava i visinu njihove penzije. Ovakve povoljnosti nisu neuobičajene i u drugim zemljama. Tako npr. u Češkoj starosna granica za pensionisanje žena koje su rađale zavisi od broja rođene dece.

Tabela L2-3. Pokrivenost starog stanovništva penzijom po polu (2007)

	Žene (60+)	Muškarci (65+)
Ukupno stanovništvo	930814	537056
Ukupno penzioneri	637948	508384
Pokrivenost (%)	68,5	94,7
Ukupno nepoljoprivredno stanovništvo	837511	462608
Penzioneri (bez poljoprivrednih)	504643	412617
Pokrivenost (%)	60,3	89,2
Ukupno nepoljoprivredno stanovništvo	837511	...
Penzioneri (bez poljoprivrednih) - starosne i invalidske	300879	...
Pokrivenost (%)	35,9	...

Izvor: RZS za stanovništvo, RFPiO za broj penzionera.

Napomena: Broj poljoprivrednog stanovništva po polu i starosnoj grupi procenjen na podataka popisa 2002.

Broj penzionera je precizan po starosnim grupama za fond zaposlenih, dok podaci po starosnim grupama u fondu poljoprivrednika i samostalaca ne postoji, tako da su svi penzioneri stavljeni u posmatranu kategoriju 60+ za žene i 65+ za muškarce.

¹ U slučaju da je samo jedan naslednik penzije. Ako ih je više, porodična penzija može iznositi i do 100% penzije preminulog lica.

Analiza stanja penzionera u Srbiji sa aspekta razlike među polovima

Pokrivenost ženskog dela stanovništva penzijom iznosi oko 70% za čitavu populaciju žena starijih od 60 godina, a nešto je niža za nepoljoprivredno stanovništvo. Iako je značajno niža od pokrivenosti penzijom muškog dela populacije, moglo bi se reći da je ona ipak na zadovoljavajućem nivou. Ali kada se posmatraju samo starosne i invalidske penzije, bez porodičnih, pokrivenost žena aktivnih u nepoljoprivrednim delatnostima je prilično niska – oko 35%.

Samo 35% žena starijih od 60 godina koje se nisu bavile poljoprivredom, prima penziju koju su same zaradile. To ne znači da porodične penzionerke uopšte nisu radile, ali su se iz različitih razloga opredelile za muževljevu penziju. S druge strane, ovi podaci ukazuju da je staro poljoprivredno stanovništvo (preko 60 godina za žene i 65 za muškarce) dobro pokriveno penzijama, i po polu nema razlike u pokrivenosti. S obzirom na stanje u osiguranju poljoprivrednika danas, ovakva situacija se ne može očekivati u budućnosti, ali to je druga tema koja zahteva posebnu analizu.

Tabela L2-4. Korisnici penzije po polu, RFPIO osiguranje zaposlenih, decembar 2007.

	Ukupno	Žene		Deca		Muškarci	
Starosni	621,831	285,987	46.0%	-	-	335,844	54.0%
Invalidski	329,462	129,794	39.4%	-	-	199,668	60.6%
Porodični	308,297	257,576	83.5%	47,407	15.4%	3,314	1.1%
Ukupno	1,259,590	673,357	53.5%	47,407	3.8%	538,826	42.8%

Izvor: Statistika RFPIO.

Učešće žena u ukupnom broju penzionera iznosi 53,5% ukupnog broja korisnika penzije². Međutim, kada se podaci razvrstaju po vrstama penzija, jasno se vidi da ovakvom odnosu značajno doprinosi neuporedivo veći broj žena među korisnicima porodične penzije. Tako žene čine 46% korisnika starosne penzije, 39,4% invalidskih i 83,5% porodičnih penzionera.³

Žene porodični penzioneri čine preko 20% ukupnog broja penzionera. Broj porodičnih penzionera je visok, ali ne i u poređenju s nekim od zemalja u regionu (Tabela - L2-5).

Tabela L2-5. Struktura broja penzionera u nekim zemljama regiona

	Starosni i invalidski	Porodični
Češka	77%	23%
Hrvatska	78%	22,2%
Slovenija	83%	17,5%
Srbija (fond zaposlenih)	76%	24,3%
Srbija (ukupno)	77,6%	22,4%

Izvor: Za Srbiju - Statistika RFPIO (2008); za Češku: izveštaj Evropske Komisije (2005); za Hrvatsku: Statistika HZMO (2008); za Sloveniju: Statistika ZPIZ (2008).

Pri analizi broja *porodičnih penzionera*, pre svega treba imati u vidu da će udovica ili udovac izabrati porodičnu penziju samo ukoliko je razlika u prihodima između supružnika velika, budući da porodična penzija predstavlja svega 70% penzije preminulog osiguranika/penzionera.

Stoga veliki broj žena porodičnih penzionera može biti posledica nekoliko činilaca:

(a) značajno nižih zarada žena i/ili kraćeg staža tokom radnog veka usled čega žene ostvaruju vrlo nisku sopstvenu starosnu penziju, te se odlučuju za porodičnu, tj. penziju supruga nakon njegove smrti;

(b) niže zaposlenosti žena u prethodnim decenijama, pa im nakon smrti supruga ne preostaje drugi prihod. U ovom slučaju korisnici penzija su domaćice koje nikad nisu radile ili su radile mali broj godina (manje od minimalnog broja godina potrebnog za ostvarenje starosne penzije, tj. manje od 15 godina) i

(c) starosne granice za porodičnu penziju koja je niža za žene, tako da odlazak u penziju i sticanje kakvog-takvog sigurnog prihoda u uslovima tranzicije, nesigurnosti radnog mesta i kolebanja visine zarada predstavlja primamljivu opciju.

² Podaci se odnose samo na osiguranje zaposlenih.

³ Ukoliko se izostave porodični penzioneri – deca, učešće žena u grupi porodični penzioneri raste na 98,7%.

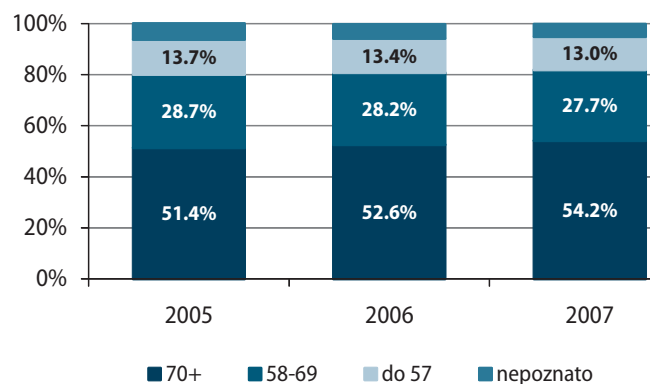
Tabela L2-6. Broj porodičnih penzionera prema osnovu za dobijanje penzije, decembar 2007.

	Ukupno porodične penzije	Broj penzija ostvarene posle smrti				Prelazak			
		Ukupno	Osiguranika	Korisnika penzije		iz starosne	iz invalidske	Učeše (prelazak u ukupnom broju penzija)	
				starosne	invalidske				
Ukupno	316471	299.132	76.819	91.761	130.552	10.626	6.713	5,5%	
Bračni drug	muškarci	3.380	2.844	813	744	1.287	247	289	15,9%
	žene	279.096	262.293	57.176	87.139	117.978	10.379	6.424	6,0%
Ostali (deca i dr.)	33.995	33.995	18.830	3.878	11.287	...	...	...

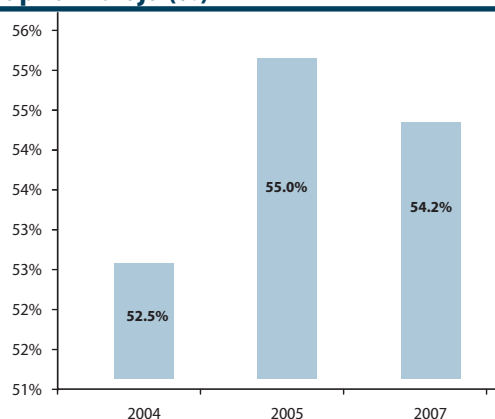
Izvor: Statistika RFPIO.

Međutim, svega 6% od žena porodičnih penzionera je ostvarilo pravo na penziju tako što se odlučilo da napusti svoju starosnu ili invalidsku penziju u korist porodične. Očigledno da u slučaju kada su oba supružnika penzioneri, razlike u njihovim primanjima nisu tolike da bi u slučaju smrti jednog od njih, onaj drugi „napustio” svoju penziju u korist porodične, odnosno, **većina žena koje primaju porodičnu penziju to pravo steknu pre nego što bi ispunile uslove za svoju penziju, u slučaju da su uopšte i bile zaposlene.**

Ono što je interesantno jeste da je najveći broj porodičnih penzionerki to postalo smrću partnera koji je bio invalidski penzioner – preko sto hiljada, tj. preko 40% ukupnog broja žena porodičnih penzionera. Objašnjenje te pojave možda leži u postojanju mogućnosti da se ranije ode u penziju s obzirom da invalidi imaju kraći životni vek, pa je veća verovatnoća da partnerka nadživi supružnika i nasledi njegovu penziju. Takođe, tema za dalje istraživanje jeste: šta se dešava s novim porodičnim penzionerima, da li i oni u velikom procentu nasleđuju invalidsku penziju.

Grafikon L1-7. Starosna struktura žena porodičnih penzionera, decembar 2007

Izvor: Statistika RFPIO.

Grafikon L2-9. Novi starosni penzioneri, učešće žena u ukupnom broju (%)

Izvor: Statistika RFPIO.

Tabela L2-8. Učešće žena među starosnim penzionerima, 2003–2007

Godina	Starosni penzioneri	Žene	Učešće
2003	542.685	227.373	41,90%
2004	545.733	232.996	42,70%
2005	565.502	249.146	44,10%
2006	591.004	265.570	44,90%
2007	621.831	285.987	46,00%

Izvor: Statistika RFPIO.

Svega 13% žena porodičnih penzionera u 2007. godini ima manje od 58 godina života⁴, a primetno je povećanje starosti žena porodičnih penzionera (Grafikon L2-7). Ovo može da bude posledica delovanja dva faktora: (1) žene sve ređe nasleđuju penziju s obzirom na to da rade i (2) podizanje starosne granice iz 2002. godine počelo je da daje efekte.

Rastom zaposlenosti žena i njihovih zarada, porodična penzija gubi atraktivnost. U 2007. godini, porodična prosečna penzija iznosila je svega 37% prosečne zarade (u poređenju sa 63% za prosečne starosne penzije). Sve ovo daje osnovu za očekivanje da se u budućnosti smanji broj porodičnih penzionera. Međutim, u periodu od poslednjih par godina ne primećuje se smanjenje njihovog ukupnog broja. Ovo je tema koja zahteva detaljniju analizu uključujući i podatke iz devedestih i analizu novih porodičnih penzionera.

Kod *invalidskih penzionera* visoko učešće muškaraca (Tabela L2-8) objašnjava se time da su muškarci uglavnom

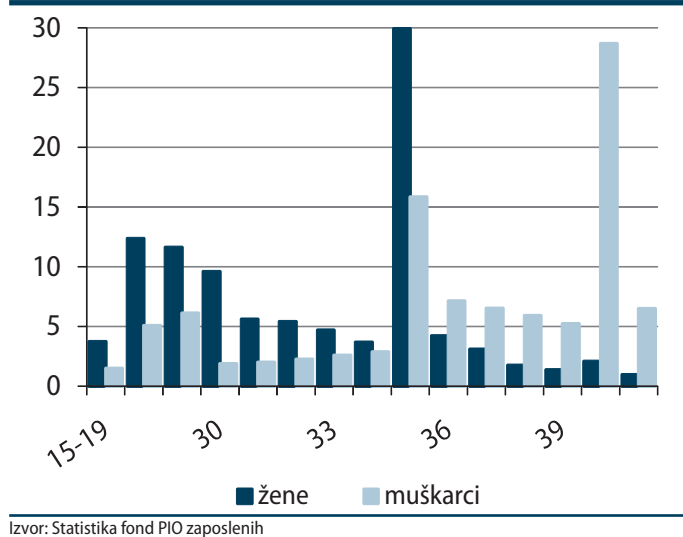
4 Do kraja 2007. godine, 58 godina života je bio uslov za starosnu penziju za žene.

obavljali fizički teže poslove i bili više izloženi riziku invalidnosti. Takođe, i kod invalidskih je delom, kao i kod starosnih penzija, veći broj muškaraca penzionera posledica njihove veće zaposlenosti u prošlosti, a verovatno i činjenice da muškarci odlaze u invalidsku penziju i u godinama kada su žene već ispunile starosnu granicu.

Razlika u strukturi *starosnih penzionera* prema polu, logična je posledica manje zaposlenosti žena od muškaraca, posebno u prethodnim decenijama. Učešće žena starosnih penzionera od 2003 godine povećalo se za nešto više od četiri procentna poena. Ovo se možda može objasniti većim učešćem žena u novim penzionerima (Grafikon L2-9). Koji su razlozi većeg broja žena među novim penzionerima jeste pitanje koje zahteva dodatno istraživanje i analizu.

Grafikon L2-10 prikazuje distribuciju penzionera prema ostvarenim godinama staža. Najveći broj penzionerki otišlo je u penziju sa tačno 35 godina staža (30%). Ovo možemo dovesti u vezu s “formulom” za izračunavanje penzija – iz Tabele L2-1 i Grafikona L2-2. videli smo da je najveći stimulan za žene da se penzionišu upravo sa 35 godina staža. Pored toga, tu je i razlog koji verovatno ima još veći značaj – Zakon predviđa mogućnost odlaska u penziju već sa 53 godine ukoliko žena napuni 35 godina staža.

Grafikon L2-10. Distribucija ukupnog broja starosnih penzionera prema polu i dužina staža, kraj 2007.



Prosečan staž novih penzionera za muškarce u poslednjih pet godina kreće se između 36 i 38 godina, a za žene 31–32 godine. Kada se, međutim, posmatra ukupan broj i muškaraca i žena koji su u penziju otišli s punim stažom, on je vrlo mali – nešto manje od 40% starosnih penzionera u 2007 godini. Zanimljivo je da je učešće žena koje se penzionišu s punim stažom (35+) više nego kod muškaraca, mada se to delimično može objasniti i činjenicom da je ženama potreban manji broj godina do punog staža.

Tabela L2-11. Učešće penzionera s punim stažom u ukupnom broju penzionera prema polu

	Muškarci			Žene		
	40+ godina staža	Ukupno starosni penzioneri muškarci	Učešće (%)	35+ godina staža	Ukupno starosni penzioneri žene	Učešće (%)
2003	90.634	315.312	28,70%	84.365	227.373	37,10%
2004	96.382	312.737	30,80%	92.515	232.996	39,70%
2005	103.440	316.356	32,70%	103.497	249.146	41,50%
2006	110.389	325.434	33,90%	112.915	265.570	42,50%
2007	118.107	335.844	35,20%	123.980	285.987	43,40%

Izvor: Statistika RFPIO.

U 2007. godini 43% *žena starosnih penzionera* imalo je pun staž (35 godina ili više), dok ih je 2003. godine bilo samo 37%, dakle povećanje je značajno. Ovo je trend i kod muškaraca. I pored ostvarenog napretka, jasno je da je veliki problem penzijskog sistema mali broj lica koji ima pun staž, nezavisno od polne pripadnosti.

Tabela L2-12. Visina prosečne starosne penzije po polu, 2003–2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Muškarci	38	38	37	36	37
Žene	33	32	32	31	31
Razlika	5	6	5	5	6

Izvor: Statistika RFPIO.

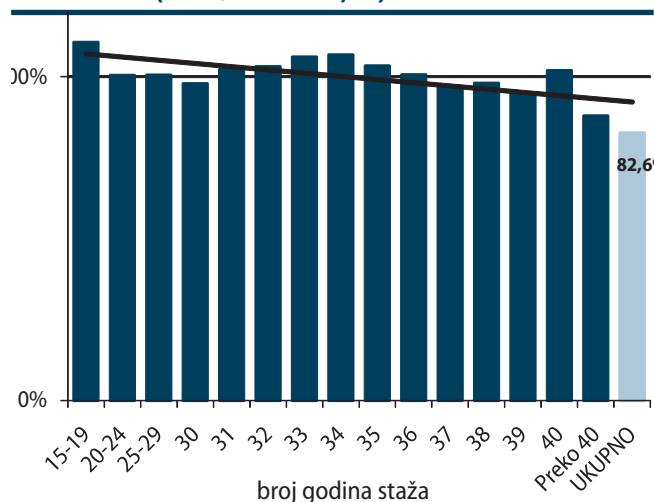
Visina penzije žena je niža od penzije muškaraca. Prosečna starosna penzija žena u 2007. godini iznosi 82,6% prosečne penzije muškaraca i taj odnos beleži pad poslednjih godina.

Ukoliko analiziramo visinu penzije za istu dužinu

Razlike između muškaraca i žena u penzijskom sistemu Srbije

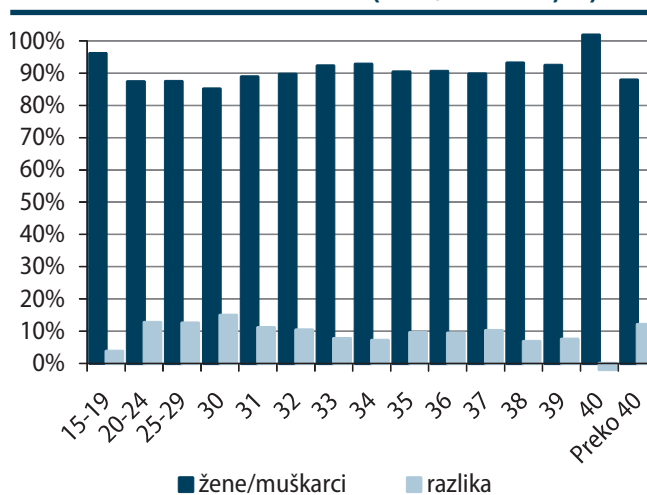
staža, vidimo da su penzije za muškarce i žene koji su radili isti broj godina približno iste. Očigledno su prethodne zarade žena bile niže, ali "formula" koja dodaje 15% na staž žena tu razliku u zaradama „pegla”. Međutim, imajući u vidu da je prosečan staž žena pet do šest godina manji nego kod muškaraca, "formula" ne može da „ispegla” i razliku u prethodnim zaradama i razliku u stažu pa je ukupna prosečna penzija **za skoro 20% niža za žene nego muškarce**. Ukoliko "formula" koja dodaje 15% staža ne bi postojala, razlika između prosečne penzije za žene bila bi oko 30% niža nego za muškarce.

Grafikon L2-13. Razlika u penzijama prema godinama staža (žene/muškarci, %)



Izvor: RFPIO.

Grafikon L2-14. Razlika u penzijama prema godinama staža – izolovan efekat zarada (žene/muškarci, %)



Izvor: RFPIO.

Ovo je jasnije kada iz prosečne penzije izvučemo efekat formule koja dodaje 15% staža, jer tačno vidimo da su lični koeficijenti žena u odnosu na muškarce za različite godine staža niži od 7% do 14%⁵.

Povećanje razlike u visini penzija u poslednjih par godina ostaje i dalje nejasno. Moguće je da je to posledica povećanja učešća žena s punim stažom, a kojima se dodaje manje od 15% u "formuli". Međutim, to je tema koju svakako treba detaljnije ispitati.

I na kraju, kada analiziramo stanje u *privatnom dobrovoljnom penzijskom sistemu*, koji je tek u povoju, ono, iz perspektive položaja žena na prvi pogled deluje nepovoljno. Prema Izveštaju Narodne banke Srbije za drugi kvartal 2008. godine, u sistemu privatnih penzija učestvuje 91.932 muškarca, naspram svega 55.680 žena. Pošto muškarci učestvuju u većem broju, njihova ukupna akumulirana suma iznosi 2,220 miliona dinara, dok žene imaju ukupno uštedeno 1,495 miliona dinara.

No, imajući u vidu da se najveći deo doprinosa u dobrovoljne fondove sliva na osnovu aranžmana između privatnog fonda i poslodavaca, prethodno izneti podaci praktično samo reflektuju strukturu zaposlenih u preduzećima koja su članovi Fonda.

Kada se gledaju pojedinačno, tj. individualni aranžmani, žene u Srbiji više štede od muškaraca. Prosečan iznos na privatnom penzijskom računu muškarca je 24.155 dinara, dok je ta suma za žene 36.860 dinara.

4. Izjednačavanje starosne granice za muškarce i žene

Redistribucija od muškaraca ka ženama je tipična za svaki penzijski sistem. I pri istim starosnim granicama za muškarce i žene dolazi do određenog stepena „prelivanja” s obzirom na to da muškarci u proseku žive kraće, pa žene u proseku duže koriste penziju. Ovo je slučaj čak i u sistemima individualnih ličnih računa (privatni penzijski fondovi), budući da se prilikom obračuna visine penzije koriste uniformne aktuarske tablice koje ne prave razliku među polovima u očekivanom trajanju života.

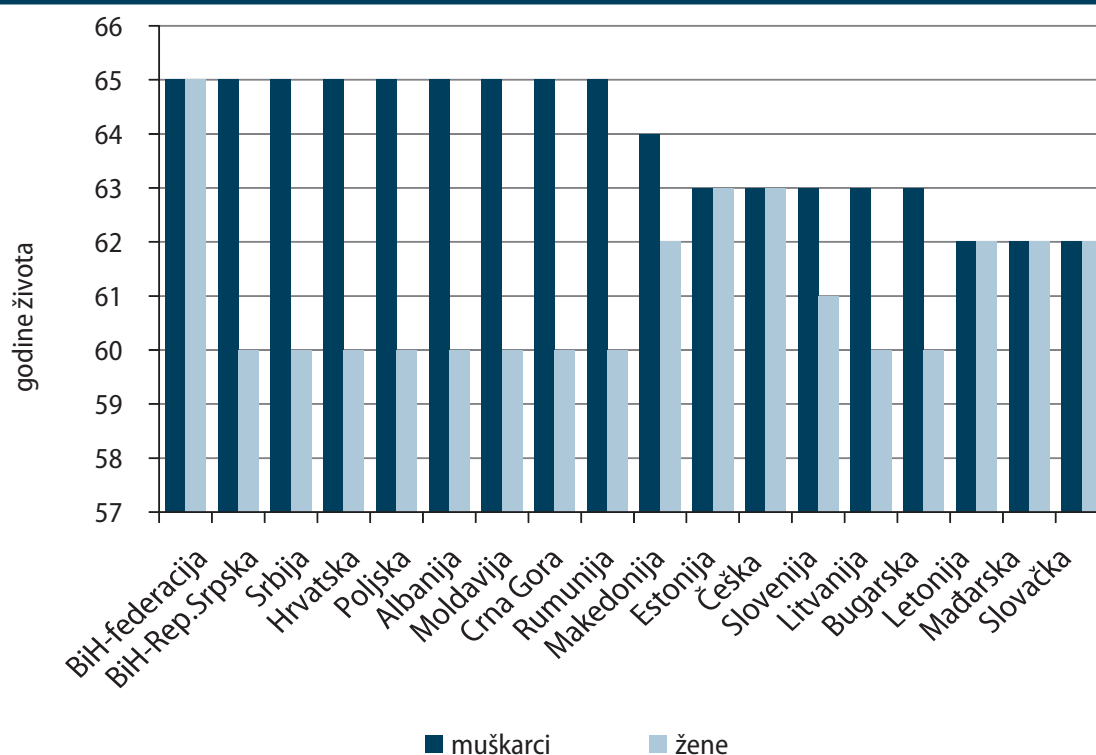
Ova vrsta prelivanja/redistribucije među polovima smatra se korektnom i postoji u svim sistemima. Međutim, ukoliko se ženama omogući ranije penzionisanje u odnosu na muškarce, onda to značajno povećava razliku u dužini korišćenja penzija, čak i do blizu jedne decenije (nekoliko godina ranijeg penzionisanja i nekoliko godina dužeg života).

⁵ Statistika nije pratila zarade po polu sve do 2003. godine.

Stoga, pored opšteg podizanja starosne granice za odlazak u penziju, u nekim zemljama istočne i jugoistočne Evrope vrši se ili ujednačavanje starosnih granica za muškarce i žene ili sužavanje razlike među njima, po ugledu na zapadnoevropske države.

U najvećem broju razvijenih zapadnoevropskih zemalja nema razlike u visini starosne granice za muškarce i žene. Ona je uglavnom postavljena na 65 godina (Francuska je izuzetak sa granicom od 60 godina za oba pola), a negde i na 67 (Island i Norveška, mada su još neke države najavile pomeranje granica na 67 ili 68, pa čak i 70 godina u narednom periodu). Svega je par izuzetaka kod kojih i dalje postoji razlika u pogledu godina starosti za odlazak u penziju (Švajcarska: 65 muškarci, 64 žene; Austrija: 65 muškarci, 60 žene).

Grafikon L2-15. Starosna granica za odlazak u penziju: istočna i jugoistočna Evropa (nakon završetka procesa podizanja starosne granice)



Izvor: MISSOC & MISSCEO tabele.

U zemljama istočne, centralne i jugoistočne Evrope, situacija je nešto drugačija. U većini zemalja je u toku postepeno podizanje starosne granice, a u nekima i izjednačenje starosne granice, tako da će situacija kada ovaj proces bude završen (**između 2011. i 2019 godine**) biti sledeća:

- Tamo gde postoji jednakost u starosnoj granici za oba pola, ona je niža nego u zapadnoj Evropi (Estonija i Češka – 63; Mađarska, Latvija i Slovačka – 62, sem u federaciji BiH gde je 65)⁶
- Zadržana je razlika od pet godina između muškaraca i žena – starosna granica 65 godina za muškarce i 60 za žene (u ovoj grupi zemalja je i Srbija, vidi Grafikon L2-15);
- U ostalim zemljama razlika u starosnim granicama između muškaraca i žena iznosi od dve do četiri godine (Bugarska, Makedonija, Slovenija, Litvanija i Turska).

S obzirom na to da u Srbiji postoji razlika u starosnoj granici od pet godina, očekivali smo visok stepen redistribucije od strane muškaraca ka ženama, tj. da žene koriste penziju između 7–10 godina duže. Stoga iznenađuje podatak Fonda PIO da je razlika u korišćenju penzije među polovima u Srbiji prilično mala – žene u starosnoj penziji duže koriste penziju od muškaraca samo dve do tri godine (a u invalidskoj četiri godine).

⁶ U Češkoj zapravo razlika i dalje postoji s obzirom na to da starosna granica za žene iznosi od 59 do 63 godine života, u zavisnosti od broja dece koju je žena rodila, tako da samo žene bez dece odlaze u penziju pod istim uslovima kao i muškarci u pogledu godina starosti, tj. 63 godine.

Tabela L2-16. Prosečno korišćenje penzije, 2003–2007

Vrsta penzije	Pol	2003	2004	2005	2006	2007
Starosne	muškarci	15	15	14	15	16
	žene	18	18	18	18	18
Invalidske	muškarci	16	17	17	17	17
	žene	19	19	20	20	21

Izvor: Statistika RFPIO.

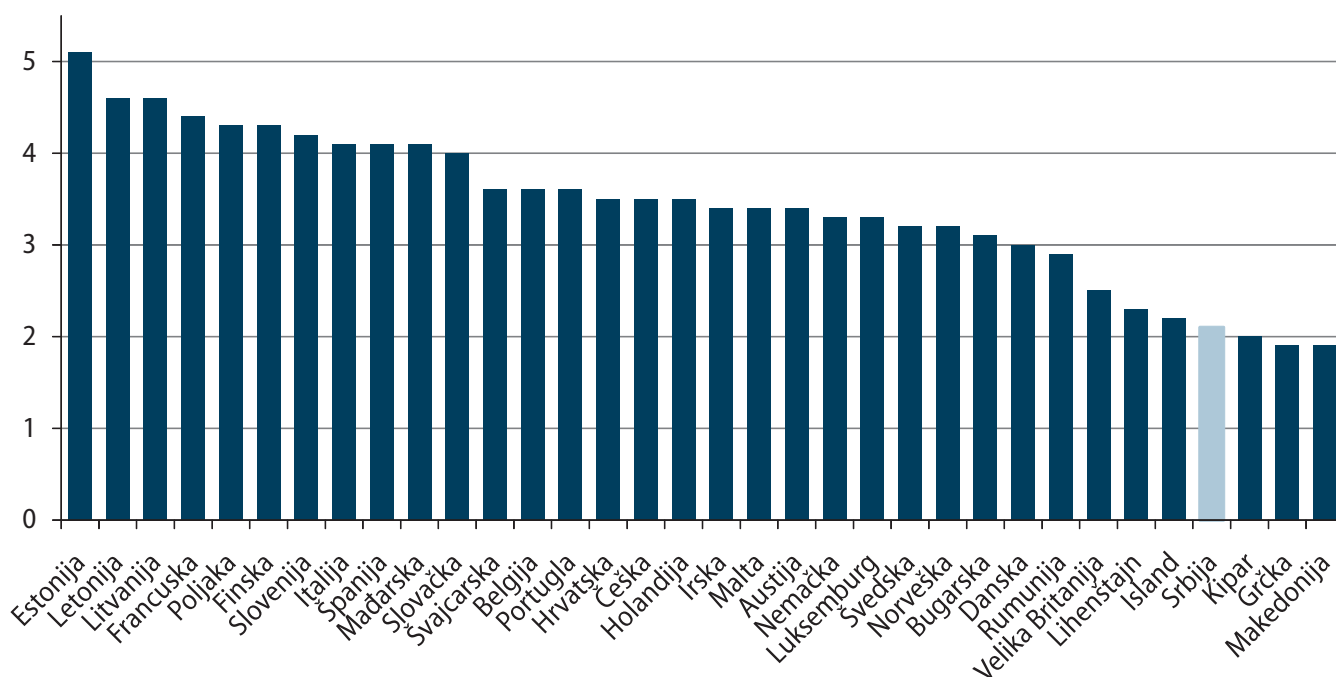
Analizom podataka Fonda PIO zaposlenih, vidimo da je postotak smrtnosti žena penzionera prosečno isti kao i muškaraca. Pored toga, moguće je da beneficirani penzioneri, koji čine čak trećinu ukupnih starosnih penzionera i uglavnom su muškarci, povećavaju prosek dužine korišćenja penzija za muškarce i na taj način smanjuju razliku u korišćenju penzije po polu. Ovo je tema koju treba dodatno istražiti.

Tabela L2-17. Navršene godine preminulih penzionera i prosečna starost novih penzionera – starosni penzioneri, 2003–2007

	2003	2004	2005	2006	2007
navršene godine preminulih penzionera					
muškarci	74	74	75	75	75
žene	74	74	74	74	75
prosečna starost u godini penzionisanja					
muškarci	60	60	61	60	60
žene	57	56	57	57	56

Izvor: Statistika RFPIO.

Nalaz da žene i muškarci starosni penzioneri umiru sa istim navršenim godinama života iznenađuje. Ali, kada analiziramo demografske podatke za Srbiju, vidimo da je razlika među polovima u očekivanoj dužini života za 65 godina starosti zapravo vrlo mala, čak manja od dve godine. Ovo je među najnižim razlikama između očekivanog trajanja života muškaraca i žena u Evropi (Grafikon L2-18).

Grafikon L2-18. Razlika između očekivanog trajanja života za 65 godina starosti između muškaraca i žena

Izvor: EUROSTAT.

Dakle, posmatrajući demografski, žene u Srbiji su u nepovoljnijem položaju nego u ostalim zemljama. Uz to, na osnovu podataka Fonda PIO zaposlenih, stiče se utisak da žene koje su bile i zaposlene dovoljno dugo da steknu pravo na starosnu penziju a u isto vreme su vodile i računa o kući i porodici, imaju kraći životni vek, tj. uopšte ne žive duže od muškaraca. Ovo je naravno vrlo preliminiran zaključak i zahteva detaljnija, pre svega demografska istraživanja.

Tabela L2-19. Starosne granice penzionisanja prema polu i očekivano trajanje života za tu godinu – procena dužine korišćenja penzije

	Muškarci		Žene		Procenjena razlika u godinama korišćenja penzije (žene-muškarci)
	Starosna granica za penzionisanje	Očekivani životni vek za godinu penzionisanja - procenjena dužina korišćenja penzije	Starosna granica za penzionisanje	Očekivani životni vek za godinu penzionisanja - procenjena dužina korišćenja penzije	
EU-15 + NO + SZ					
Austrija	65	17,3	60	25,1	7,8
Belgija	65	17,0	65	20,6	3,6
Danska	65	16,2	65	19,2	3,0
Finaska	65	16,9	65	21,2	4,3
Francuska	60	22,0	60	27,0	5,0
Nemačka	65	17,2	65	20,5	3,3
Grčka	65	17,5	65	19,4	1,9
Irska	65	16,8	65	20,2	3,4
Italija*	65	17,5	65	21,5	4,0
Luksemburg	65	17,0	65	20,3	3,3
Holandija	65	16,8	65	20,3	3,5
Norveška	67	16,1	67	19,2	3,1
Portugal	65	16,6	65	20,2	3,6
Španija	65	17,9	65	22,0	4,1
Švedska	65	17,7	65	20,9	3,2
Švajcarska	65	18,5	64	22,9	4,4
Velika Britanija**	65	17,0	65	19,5	2,5
Prosek	64,8	17,4	64,5	21,2	3,8
EU-8 + 2					
Češka***	63	16,2	61	21,6	5,4
Estonija	63	14,3	63	19,9	5,6
Mađarska	62	15,3	62	20,0	4,7
Letonija	62	14,1	62	19,5	5,4
Litvanija	63	14,0	60	21,5	7,5
Poljska	65	14,5	60	22,9	8,4
Slovačka	62	15,2	62	19,8	4,6
Bugarska	63	14,4	60	20,3	5,9
Hrvatska	65	14,2	60	22,0	7,8
Rumunija	65	13,6	60	20,5	6,9
Prosek	63,3	14,6	61	20,8	6,2
Srbija	65	13,5	60	19,6	6,1

Izvor: EUROSTAT za očekivano trajanje života, Pension Panorama i MISSOC za starosne granice.

Napomena: Podaci za očekivano trajanje života su za 2006. godinu.

* Podatak za 2004. godinu.

** Podatak za 2005. godinu.

*** Podatak za žene sa dvoje dece, žene koje imaju decu idu u penziju sa 59-62 godine života, u zavisnosti od broja dece, a bez dece sa 63.

U Tabeli L2-19. smo pokušali da procenimo dužinu korišćenja penzija po polu za sve evropske zemlje i Srbiju. Očekivano trajanje života za godinu koja predstavlja starosnu granicu u toj zemlji koristimo kao aproksimaciju dužine korišćenja penzije. Uz ogradu da ovakav način aproksimacije naravno nije precizan i ima metodoloških manjkavosti, ipak smo slobodni da izvučemo nekoliko zaključaka. Prvo, i pored značajno niže starosne granice za žene, dužina korišćenja penzije kod žene je ispod proseka korišćenja u poređenju i sa EU-15 i sa zemljama regiona koje su pristupile EU. Drugo, razlika u korišćenju penzije između muškaraca i žena – koja je prema ovoj proceni šest godina (dakle viša od stvarne) jeste na nivou zemalja u regionu i viša je nego u zemljama EU-15, ali zbog komparativno vrlo kratke dužine korišćenja penzije za muškarce od samo 13,5 godina u odnosu na preko 17 za EU-15. Dakle, pre bi se moglo zaključiti da je starosna granica za muškarce od 65 godina starosti previsoka imajući u vidu demografsko stanje u Srbiji.

5. Zaključak

Razlike u položaju muškaraca i žena u penziji su važna tema koja zaslužuje detaljniju analizu. Kao rezultat preliminarnog istraživanja ističemo dva glavna nalaza. Prvo, penzijski sistem je zakonski uređen tako da favorizuje žene. Pod pretpostavkom istih zarada i dužine radnog staža žene su u povoljnijem položaju od muškaraca. U isto vreme, stvarno stanje nam pokazuje da i pored favorizovanja žena, razlika u prosečnoj penziji između muškaraca i žena nije beznačajna i iznosi blizu 20%, a kada u "formuli" ne bi postojao stimulans za žene (dodatak 15% staža) ta razlika bi iznosila oko 30%.

Drugo, pitanje starosne granice za odlazak u penziju generalno je uvek potrebno analizirati u kontekstu očekivanog trajanja života, a to naravno važi i za pitanje razlike/izjednačavanja starosne granice za muškarce i žene. Za razliku od najvećeg broja evropskih (i drugih) zemalja, demografski indikatori pokazuju da žene u Srbiji koje su već dostigle određeni broj godina (npr. 65) ne žive mnogo duže od muškaraca. Podaci iz penzijskog sistema su još drastičniji i ukazuju na to da žene i muškarci starosni penzioneri umiru nakon što navršše iste godine života – u proseku 75 godina starosti. Stoga kod nas žene koriste penziju mnogo kraće nego što se obično misli.

Identifikovali smo i nekoliko važnih tema koje je potrebno dalje istraživati. Jedna od tema bi trebalo da bude šta se dešava s novim porodičnim penzionerima, da li i novi porodični penzioneri u velikom broju nasleđuju invalidsku penziju ili je to možda bio neki trend vezan za krizu devedesetih; čime se objašnjava veće učešće žena kod grupe novih starosnih penzionera; šta povećava razliku u visini prosečne starosne penzije žena i muškaraca u poslednjih nekoliko godina; šta utiče na vrlo malu razliku u dužini korišćenja penzije sem demografskih činilaca – beneficirani penzioneri, drugačija demografska kretanja za zaposlene žene u odnosu na ostale, itd.

Literatura

- Zakon o penzijskom i invalidskom osiguranju, Službeni glasnik Republike Srbije, br. 34/03, 63/06;
- Statistički izveštaji Republičkog fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje od 2004. do 2008. godine;
- MISSCEO komparativne Tabele Saveta Evrope, http://www.coe.int/t/dg3/socialpolicies/socialsecurity/MISSCEO/tables_en.asp;
- MISSOC komparativne Tabele, http://ec.europa.eu/employment_social/missoc/db/public/compareTables.do?lang=en;
- *The Gender Dimensions of Social Security Reform in Central and Eastern Europe: Case Studies of the Czech Republic, Hungary and Poland*, edited by Elaine Fultz, Markus Ruck and Silke Steinhilber (2003), ILO;
- *The Gender Dimensions of Social Security Reform, Volume 2: Case Studies of Romania and Slovenia*, edited by Elaine Fultz (2006), ILO;
- Pension Panorama, Edward Whitehouse (2007), The World Bank http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/populat/pop/demo/demo_mor&language=en&product=EU_MASTER_population&root=EU_MASTER_population&scrollto=148; Eurostat,
- Katarina Stanić, QM broj 13, Uloga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti, FREN 2008;
- Izveštaj Evropske komisije: „Adequate and sustainable pensions”, Synthesis report 2006``: http://ec.europa.eu/employment_social/spsi/docs/social_protection/2006/czech_en.pdf;
- Statistika HZMO (2008): <http://www.mirovinsko.hr/UserDocsImages/korisnici%20mirovina%202008/km9za8.htm>;
- Statistika ZPIZ (2008): <http://www.zpiz.si/src/msp/200809/index.html#s01>;
- Narodna banka Srbije, “Izveštaj o poslovima nadzora društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima”, drugo tromesečje 2008.

OSVRTI: Svetska finansijska kriza i Srbija

Osvrt 1. Srbija: zastoja u kapitalnim prilivima i srednjoročne posledice krize

Redakcija *Kvartalnog monitora**

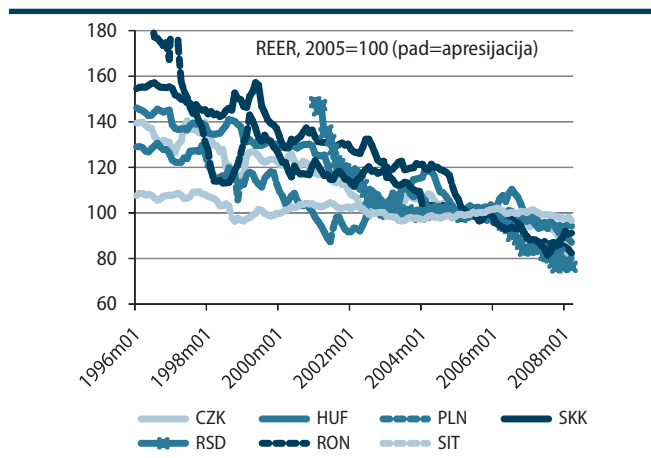
1. Priliv kapitala: efekti i rizici

Srbija se, kao i mnoge druge tranzicione zemlje, u poslednjih nekoliko godina suočava s velikim kapitalnim prilivima. Po oceni MMF-a, liberalizacija bankarskog sistema dovela je do velikih priliva kapitala u tranzicione zemlje¹, što za posledicu ima velike deficite tekućeg računa. Veliki kapitalni prilivi finansiraju rastuće deficite tekućeg računa. Zbog toga su te zemlje izložene riziku naglog zastoja kapitalnih priliva, a posledice mogu biti posebno negativne za zemlje poput Srbije koje imaju vrlo visok deficit tekućeg računa. Kada dođe do zastoja priliva, prvi "udar" je na kurs nacionalne valute, što se upravo i dešava u poslednja dva meseca u Srbiji, ali i drugim tranzicionim privredama. U ovom tekstu, komparativnom analizom razmatramo moguće posledice zastoja kapitalnog priliva na kurs i ostale najbitnije makroekonomske parametre (deficit tekućeg računa, rast BDP i inflacija), kao i moguća kretanja ovih parametara u narednih nekoliko godina.

Visoki prilivi kapitala u tranzicione ekonomije posledica su liberalizacije i globalizacije bankarskog sektora koja se dešava od devedesetih godina prošlog veka, kao i globalnog trenda ka sve većoj otvorenosti kapitalnih računa. U slučaju istočnoevropskih zemalja treba istaći i ulogu procesa pridruživanja Evropskoj uniji. Ulaskom u proces evropskih integracija, te zemlje postaju sve stabilnije i interesantnije odredište za investiranje, što je dodatno podstaklo priliv kapitala.

Jedna od najočiglednijih posledica visokih kapitalnih priliva jeste apresijacija nacionalnih valuta. Na Grafikonu 1 su prikazani realni efektivni kursevi izabranih zemalja u periodu od 1996. do prve polovine 2008. godine. Vidimo da valute prikazanih zemalja u celom periodu beleže značajnu apresijaciju, koja se dodatno ubrzava od 1999. godine. Srbija se uklapa u taj obrazac i dinar takođe beleži značajnu realnu apresijaciju u poslednjih nekoliko godina.

Grafikon 1. Evropa: realni kurs izabranih valuta prema evru, prosek meseca, 1996–2008



Izvor: Eurostat

Pored visokih kapitalnih priliva, identifikujemo još dva glavna razloga za ovako snažnu apresijaciju. Prvi je vezan za činjenicu da su valute istočnoevropskih zemalja inicijalno bile potcenjene. Njihovom integracijom u evropsku i svetsku privredu dolazi do ispravljanja tog dispariteta, tj. do jačanja nacionalne valute. Drugi razlog, direktno povezan sa prvim, jeste relativno visok rast produktivnosti i bruto domaćeg proizvoda u tim zemljama. Rast BDP i rast produktivnosti u istočnoevropskim zemljama jeste, nakon tranzicione recesije ranih devedesetih, viši od rasta BDP-a u ostalim zemljama Evropske unije. Viši rast produktivnosti u tranzicionoj zemlji od rasta u zemljama-trgovniskim partnerima kao posledicu ima realnu apresijaciju domaće valute. Ova dva činioca uslovno možemo nazvati „normalnim“ i „poželjnim“ razlozima za apresijaciju.

Snažna realna apresijacija izazvana kapitalnim prilivima ne mora nužno biti negativna. Posledice između ostalog zavise od toga *gde* idu kapitalni prilivi: da li idu u potrošnju ili u investicije u razmenjivi sektor privrede, orijentisan na izvoz. Ako su usmerene u investicije, tj. ako kapitalni prilivi dovode do povećanja produktivnosti i konkurentnosti u razmenjivom sektoru privrede, onda apresijacija ne mora biti veliki problem. Kao primer za to navedimo Slovačku, u kojoj je realna apresijacija od 1999. do 2007. iznosila oko 70%, a u istom periodu se izvoz povećao sa 9,6 milijardi evra na oko 42 milijarde evra². Spoljnotrgovinski deficit je u celom periodu bio oko milijardu evra, ali je kao procenat BDP-a pao sa 5% na svega 1,5%.

* Glavni autori ovog teksta su Pavle Petrović i Duško Vasiljević.

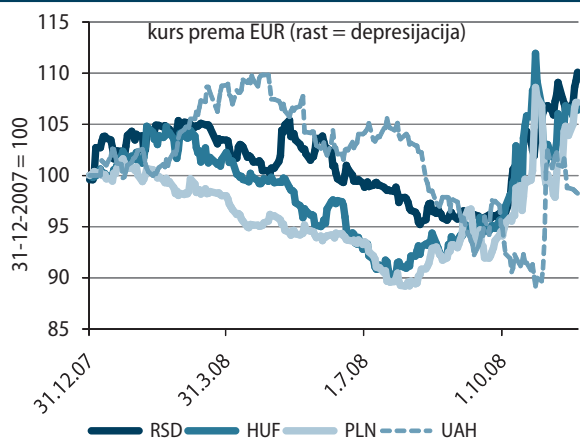
1 IMF World Economic Outlook, oktobar 2008, poglavlje 6.

2 Izvor: Eurostat.

Svetska finansijska kriza i Srbija

Od sredine septembra 2008, kao posledica svetske finansijske krize, dolazi do naglog preokreta i dramatičnog pada priliva kapitala u zemlje u razvoju (*emerging markets*). Ovaj nagli zastoj kapitala se prvo odrazio na kurs valuta mnogih zemalja, među njima i Srbije. Nakon što su većim delom 2008. te valute nominalno apresirale, od sredine septembra naglo gube na vrednosti (Grafikon 2). Dinar je u oktobru i novembru izgubio oko 15% vrednosti prema evru, a valute nekih drugih istočnoevropskih zemalja su pretrpele sličan udar. Na primer, mađarska forinta je od 15. septembra do 23. oktobra oslabila za 15% prema evru, a poljski zlot za 14%. Ukrajinska hrivnia je u zadnjoj nedelji oktobra za samo sedam dana depresirala prema evru za čak 15%. Kombinacija mera države, centralnih banaka i međunarodnih finansijskih institucija (pre svega Međunarodnog monetarnog fonda i Evropske centralne banke) – dovela je do delimične stabilizacije kursa u ovim zemljama.

Grafikon 2. Evropa: dnevni kurs izabranih valuta prema evru



Izvor: Evropska centralna banka

2. Srbija: srednjoročne posledice zastoja kapitalnih priliva

Naglo zaustavljanje i preokret kapitalnih priliva sa kojima se u poslednjih dva meseca suočavaju Srbija i druge tranzicione zemlje nameće pitanje kakve su moguće srednjoročne posledice koje izazivaju promene u tokovima kapitala. Odgovor na to pitanje daće nam i dobru indicaciju o tome šta će se dešavati sa najvažnijim agregatima srpske privrede.

U nedavnoj obimnoj analizi velikog broja zemalja Reinhart i Reinhart (2008)³, zaključuju da veliki prilivi kapitala u opštem slučaju dovode do ubrzanja privrednog

rasta, rasta deficita tekućeg računa, realne apresijacije valute i smanjivanja inflacije⁴. Ubrzanju privrednog rasta doprinosi i prociklična fiskalna politika, koju su u nekim periodima vodile mnoge istočnoevropske zemlje, a jedna od njih je i Srbija. U Srbiji je tokom 2006. i 2007. (obe godine bile su izborne) – realni rast državne potrošnje iznosio visokih 12,1% odnosno 10,3%. U istom periodu BDP je rastao 5,7%, odnosno 7,5% godišnje. Učešće ukupne državne potrošnje u BDP-u je poraslo sa 39,7% u 2005. na čak 42,8% BDP u 2007. Veća državna potrošnja u periodu ionako visokog privrednog rasta daje dodatni podsticaj ekonomskoj aktivnosti, ali i povećava deficit tekućeg računa platnog bilansa. Kako u drugim tranzicionim zemljama, tako i u Srbiji, ovakva fiskalna politika je vođena uz očekivanje da su visoki kapitalni prilivi „normalno” stanje, te da se njima lako može finansirati rastući deficit tekućeg računa.

Stilizovane činjenice, tj. analiza proseka epizoda priliva kapitala u velikom broju zemalja u razvoju, ukazuju na sledeće: nakon što dođe do zastoja u kapitalnim prilivima, prethodno opisani procesi obrću smer. (1) Deficit tekućeg računa se postepeno smanjuje i nakon četiri godine se, u proseku, vraća otprilike na nivo na kom je bio četiri godine pre vrhunca kapitalnog priliva. (2) Rast BDP-a se usporava, ali, u proseku, ostaje na nivou višem nego pre početka priliva. (3) Stopa inflacije se u proseku već prve godine po zastoju priliva vraća na nivo na kojem je bila pre početka epizode visokog priliva i zadržava na tom nivou. (4) Realni kurs naglo depresira, i, u proseku, praktično već u prvoj godini se anulira cela realna apresijacija koja se akumulirala tokom epizode visokog priliva. Ova realna depresijacija se najčešće dešava kroz nominalnu depresijaciju, a ne kroz pad cena.

Osnovni indikatori srpske ekonomije se u poslednjih nekoliko godina, tj. u periodu u kojem dolazi do pojačanih kapitalnih priliva, ponašaju u skladu s opisanim obrascem (Grafikoni 3 do 6). Ukoliko uzmemo da je 2008. godina u kojoj dolazi do vrhunca i zatim zastoja kapitalnog priliva, vidimo da je od 2004. došlo do pogoršanja deficita tekućeg računa, ubrzanja privredne aktivnosti⁵ i značajnog jačanja dinara. Jedino se inflacija ne ponaša potpuno u skladu s prosečnim obrascem ostalih zemalja u razvoju. Naime, inflacija se neposredno nakon što je počelo jačanje dinara (sredinom 2006. godine), značajno smanjivala. Tako je od sredine

³ Reinhart, C. i Reinhart, V. (2008): „Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present”, NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research

⁴ Autori razmatraju kretanje u velikom broju zemalja, a dobijeni rezultati predstavljaju prosek kretanja u pojedinačnim zemljama. Zbog toga ih treba uzimati kao okvirni indikator.

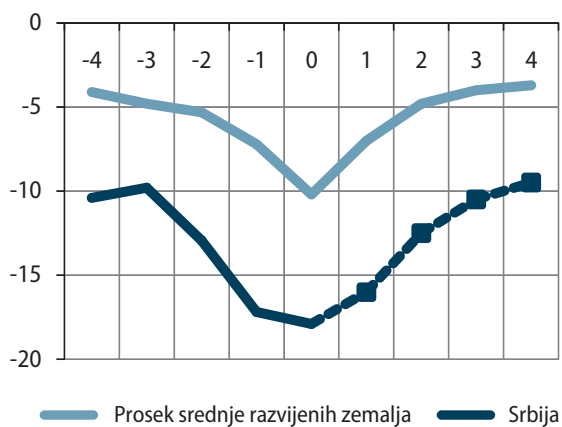
⁵ Kao merilo privredne aktivnosti, umesto bruto domaćeg proizvoda, koristimo nepoljoprivrednu bruto dodatnu vrednost. Smatramo da je ovo pouzdaniji indikator stvarnog trenda privredne aktivnosti, s obzirom na to da je poljoprivreda pod snažnim uticajem egzogenih faktora (pre svega klimatskih) koji zamagljuje dešavanja u ostatku privrede.

2006. do sredine 2007. međugodišnja stopa inflacije pala sa oko 15% na oko 5%. U tom periodu, inflacija se kretala u skladu s očekivanim obrascem. Inflacija, međutim, od sredine 2007. ubrzava i krajem 2007. ponovo dostiže dvocifrene stope. Ovo ubrzanje inflacije nije posledica odstupanja od obrasca identifikovanog u drugim zemljama, već je posledica egzogenih faktora, tj. udara sa troškovne strane: značajnih poskupljenja nafte i poljoprivrednih proizvoda tokom 2007. i dela 2008. Kako bi eliminisali uticaj tih egzogenih faktora, razmatramo kretanje noseće inflacije, tj. inflacije bez naftnih derivata i poljoprivrednih proizvoda. Kada posmatramo noseću inflaciju, vidimo da se ona generalno kreće u skladu s opisanim prosečnim obrascem privreda zemalja u razvoju.

Na Grafikonima od 3 do 6 prikazano je prosečno kretanje navedenih indikatora u drugim zemljama srednjeg nivoa razvoja i u Srbiji. Grafikoni prikazuju period od četiri godine *pre* do četiri godine *posle* vrhunca kapitalnih priliva. Nulta godina je ona u kojoj prilivi dostižu vrhunac i zatim zastaju. Na ovim Grafikonima je prikazano i kretanje istih indikatora za Srbiju (kao što smo već napomenuli, u slučaju Srbije umesto rasta BDP-a koristimo rast nepoljoprivredne BDV, a umesto inflacije „noseću” inflaciju). Kao nultu godinu uzeli smo 2008. Na osnovu ovih Grafikona možemo dati i okvirnu procenu kretanja glavnih makroindikatora u narednim godinama.

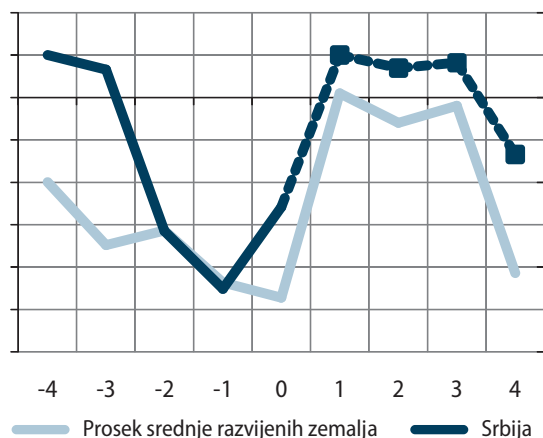
Glavni zaključak analize jeste da u narednih nekoliko godina možemo očekivati zaokret u ključnim makroekonomskim promenljivima. Najverovatnije će doći do smanjivanja deficita tekućeg računa, značajne depresijacije dinara i određenog usporavanja privrednog rasta. U nastavku teksta pokušaćemo da damo „grubu” ocenu o redu veličine i dinamici ovih promena.

Grafikon 3. Deficit tekućeg računa (u % BDP)

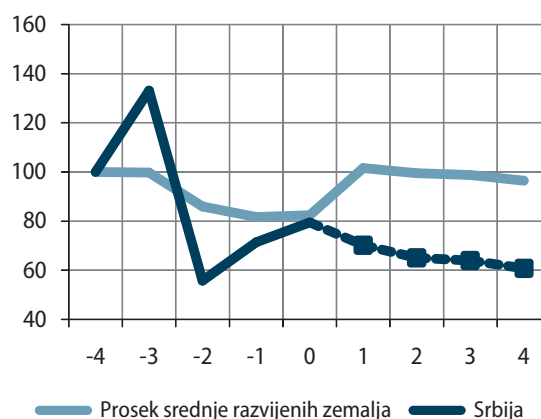


Napomena: Podaci za 2004. i 2005. su korigovani kako bi se eliminisao efekat uvođenja PDV-a.

Grafikon 4. Promena realnog efektivnog kursa

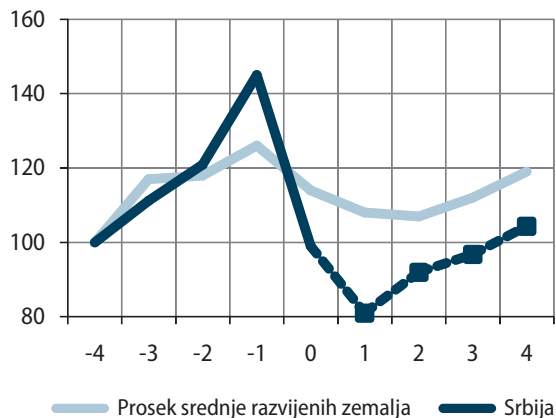


Grafikon 5. Stopa inflacije



(stopa u godini -4 = 100)
Napomena: U slučaju Srbije, posmatramo noseću inflaciju (inflacija bez naftnih derivata i poljoprivrednih proizvoda).

Grafikon 6. Stopa rasta BDP



(stopa u godini -4 = 100)
Napomena: U slučaju Srbije, posmatramo stopu rasta nepoljoprivredne BDV.
Napomena za sve Grafikone od 3 do 6: na Grafikonima su prikazani proseci za četrdesetak zemalja srednjeg razvoja (za detalje videti Reinhart i Reinhart (2008)) i podaci za Srbiju. Podaci su godišnji. Nulta godina predstavlja godinu u kojoj dolazi do vrhunca kapitalnog priliva, a zatim do zastoja. U slučaju Srbije, ovo je 2008. godina.
Izvor za grafikone 3-6: Reinhart i Reinhart (2008) i QM.

Deficit tekućeg računa će se u narednim godinama postepeno smanjivati, pa bi do 2012. godine mogao pasti ispod 10% BDP-a. Ovo je značajno prilagođavanje u odnosu na 2008. (deficit od oko 18% BDP-a), ali bi s aspekta makroekonomske ravnoteže bilo poželjno da deficit dostigne i nižu vrednost, tj. negde oko 8% BDP-a. Ukoliko direktno primenimo prosečan obrazac identifikovan u drugim zemljama u razvoju, u 2009. godini deficit bi mogao da padne za tri procentna poena BDP-a, tj. da iznosi oko 15% BDP-a. Smatramo da je ovo, najverovatnije, preveliko prilagođavanje za Srbiju, te da će deficit biti oko 16% BDP-a. Deficit u apsolutnom iznosu bi u narednoj godini mogao da bude nešto više od pet milijardi evra. Ovo je značajno smanjenje u odnosu na 2008. godinu, u kojoj deficit iznosi preko šest milijardi (ali još uvek veliki iznos i ostaje otvoreno pitanje odakle će se taj deficit finansirati). Jedino bitnije prilagođavanje može se desiti kroz spolnotrgovinski deficit, koji će u 2008. iznositi oko sedam milijardi evra (grubo govoreći, uvoz će biti nešto preko 14 milijardi, a izvoz nešto preko sedam milijardi). Da bi se ostvarilo navedeno smanjenje deficita tekućeg računa, potrebno je smanjivanje trgovinskog deficita za oko milijardu evra. Jedan mogući scenario za ovo prilagođavanje jeste da izvoz u narednoj godini poraste za 10% (što približno odgovara stopi rasta u 2008, a više nego duplo je manje od stope rasta u 2007), a da se uvoz neznatno (za oko 2% do 3%) smanji u odnosu na onaj u 2008. godini (smirivanju uvoza će znatno doprineti veliki pad cena nafte).

Realni kurs⁶ bi već tokom iduće godine mogao da se vrati na nivo iz 2004. To bi značilo da nominalni kurs prema evru 2009. godine bude otprilike između 100 i 110 dinara za jedan evro. Komparativne analize drugih zemalja u razvoju pokazuju da se u slučaju zastoja kapitalnih priliva, cela depresijacija koja se kumulirala tokom godina visokog priliva, poništi u jednoj godini u kojoj dođe do zastoja. Ovaj proces se dešava kroz brzu nominalnu depresijaciju⁷. Realna depresijacija dinara od 2004. do septembra 2008. iznosi nešto manje od 30%. To znači da je potrebna realna depresijacija od oko 40% da bi se realni kurs vratio na nivo iz 2004. Na osnovu toga dolazimo do pomenutog zaključka da bi kurs dinara prema evru mogao da se nađe na nivou od 100 do 110 dinara za evro⁸. Otprilike polovina ovog prilagođavanja se već desila tokom oktobra i novembra. Dinar je za ova dva meseca nominalno oslabio prema evru za nešto više od 15% (i za oko 30% prema dolaru). Da bi se dostigao

nominalni kurs od 100 do 110 dinara za evro, potrebna je depresijacija od još oko 15% do 20%. Nakon toga, u naredne dve godine bi realni kurs trebalo da ostane na otprilike istom nivou, što bi značilo nominalnu depresijaciju od oko 6% do 8% godišnje.

Inflacija bi 2009. mogla da padne na oko 8%, a zatim da se narednih godina blago smanjuje. Primenjujući direktno obrazac koji važi u opštem slučaju, dobijamo da bi noseća inflacija (inflacija bez naftnih derivata i poljoprivrednih proizvoda) naredne godine trebalo da se kreće oko nivoa od skoro 12%. To bi značilo da ukupna inflacija, zbog pada cena nafte, bude oko 10%. Međutim, iz razloga koje smo detaljno objasnili u Osvrtu posvećenom inflaciji u narednoj godini, ocenjujemo da će pad inflacije biti nešto veći, tj. da će ukupna inflacija biti oko 8%, a noseća oko 9% do 10%. Smatramo da će zatim u naredne tri godine doći do daljeg smanjivanja inflacije: NBS je prešla na ciljanje ukupne inflacije (umesto ciljanja samo bazne inflacije kao do sada), te će u skladu sa okvirom svoje politike preduzimati mere koje vode smanjivanju inflacije.

Privredni rast će naredne godine biti dosta niži nego 2008. Ukoliko direktno primenimo obrazac koji važi u opštem slučaju, dobijamo da bi rast nepoljoprivredne BDV naredne godine trebalo da bude oko 5% do 5,5%, što odgovara rastu BDP-a od oko 4,5% do 5%. Međutim, kao što detaljno obrazložimo u posebnom Osvrtu o privrednom rastu, verujemo da će rast BDP-a iduće godine biti niži i iznositi oko 3%. Očekujemo da će već 2010. doći do oporavka privrednog rasta, pa bi rast BDP-a ponovo mogao dostići približno vrednost koju je imao 2008. godine.

6 Radi se o realnom efektivnom kursu gde, po definiciji NBS, korpu čine američki dolar s učešćem od 30% i evro s učešćem od 70%.

7 Goldfajn, I. i Valdes, R. (1999): "The Aftermath of Appreciations," *Quarterly Journal of Economics*.

8 Pretpostavili smo da tokom 2009. godine neće biti većih pomeranja u odnosu evra i dolara.

Osvrt 2. Kolika će biti inflacija u 2009?

Redakcija *Kvartalnog Monitora**

Očekujemo da će ukupna inflacija na kraju 2008. biti nešto ispod 10%. Kolika će tačno inflacija biti na kraju godine u najvećoj meri zavisi od toga koja od najavljenih poskupljenja će država sprovesti u ovoj godini, a koja će ostaviti za iduću. Podsetimo, spominjana su poskupljena fiksne telefonije, komunalnih usluga (zbog poskupljenja gasa), akciza za naftne derivate i struje. Što se tiče bazne inflacije, ona će na kraju godine biti visoko iznad koridora koji cilja NBS, i očekujemo da bude između 10% i 11%.

U 2009. godinu ulazimo s relativno visokom stopom inflacije. Međugodišnja stopa inflacije u Q3 iznosi 10,7% (Tabela T2-1), a u Q4 će biti oko 10%. Takođe, trend noseće inflacije (inflacije bez poljoprivrednih proizvoda i naftnih derivata) – kreće se oko 10% na godišnjem nivou (Grafikon T2-2). Postavlja se pitanje šta će se dešavati s inflacijom u narednoj godini.

Naša ocena je da će inflacija u 2009. godini najverovatnije usporavati, te na kraju godine biti jednocifrena i niža nego u 2008¹. Iako je u ovako promenljivim okolnostima (pre svega svetska finansijska kriza i neizvesnost oko toga koliko će ona trajati i koliko snažna će biti), teško davati precizne procene, razmotrićemo činioce koji će uticati na kretanje inflacije naredne godine i na osnovu kojih dolazimo do zaključka da će inflacija usporavati.

Prvo ćemo razmotriti najbitnije činioce sa strane ponude i njihov verovatan uticaj na inflaciju².

– *Cena nafte* će u 2009. znatno doprineti smanjivanju inflatornih pritisaka. Po relevantnim prognozama, nafta će u 2009. biti dosta jeftinija nego u 2008. Na primer, po ažuriranim procenama MMF-og *World Economic Outlook*-a iz novembra, prosečna cena nafte u 2009. će biti za 32% niža nego u 2008. Konkretno, sada se procenjuje da će prosečna cena nafte u 2009. biti oko 68 dolara za barel, što je znatno niže od ranije procene koja je iznosila 100 dolara³. Ovako značajna revizija nadole očekivane cene nafte jeste pre svega posledica činjenice da privrede razvijenih zemalja ulaze u recesiju, koja će uticati na smanjenje tražnje i pad cene nafte.

– *Cene ostalih sirovina*, računajući pre svega poljopriv-

redne i prehrambene proizvode, takode bi trebalo da doprinesu smanjenju inflatornih pritisaka. Po najnovijim procenama MMF, cene ostalih sirovina će u narednoj godini biti za oko 19% niže nego u 2008. Ovo pojeftinjenje je u dobroj meri posledica pada cena poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda. Ipak, da li će se ova globalna tendencija odraziti i kod nas u velikoj meri zavisi od efikasnosti tržišta i eventualnog postojanja monopolskih struktura u proizvodnji i prodaji hrane. Naime, ukoliko na nekom tržištu postoje monopolske strukture, onda se pritisci za smanjivanje cena u velikoj meri anuliraju nekonkurentskim ponašanjem tih struktura. Ipak, verujemo da će cene poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda u Srbiji – ako ne pojeftiniti, onda barem vršiti mnogo manji pritisak na inflaciju nego tokom 2007. i prve polovine 2008.

– *Slabljenje dinara* će, s druge strane, dovesti do pritiska na veći porast cena. Dinar je u poslednja dva meseca (oktobru i novembru) oslabio prema evru za oko 16% (i preko 30% prema dolaru). Vrlo je moguće da u narednih nekoliko meseci dinar oslabi za još nekoliko procenata. Depresijacija dinara direktno utiče na veću inflaciju kroz rast uvoznih cena i proizvoda za potrošnju i sirovina. Taj uticaj u poslednje vreme slabi, i ocenjujemo da sada prolaz od kursa ka inflaciji ne prelazi 0,2 do 0,3 (tj. da se 20% do 30% rasta kursa “prevali” u inflaciju). Ipak, ovako snažna depresijacija će sigurno uticati na inflaciju i to je najsnažniji faktor koji će sa strane ponude uticati na povećanje inflacije.

Razmotrimo i najbitnije činioce sa strane tražnje i njihov verovatan uticaj na inflaciju⁴.

– *Javna potrošnja* će u narednih nekoliko meseci stvarati pritisak na veći rast cena, ali će se taj uticaj tokom 2009. smanjiti i verovatno biti neutralan. Naime, u Q4 možemo očekivati povećanje fiskalnog deficita, koji bi mogao da pređe 3,5% kvartalnog BDP⁵. Ovakav deficit u Q4 će predstavljati pritisak za veći rast cena početkom naredne godine. Tokom 2009. budžet će biti uravnoteženiji (predviđeni deficit za 2009. je 1,5% BDP), pa će državna potrošnja u ostatku godine verovatno imati približno neutralan uticaj na rast cena.

– *Pad kreditne aktivnosti* će značajno doprineti smirivanju inflacije. U narednih nekoliko meseci možemo očekivati značajno smanjenje rasta kredita, zbog poteškoća izazvanih svetskom finansijskom krizom. Značajan pad kredita stanovništvu, posebno potrošačkih, očigledan je već tokom Q3. Naime, neto prirast kredita stanovništvu

* Glavni autor ovog teksta je Duško Vasiljević.

1 U ovom razmatranju isključujemo scenario duboke krize deviznog kursa i posledične eksplozije inflacije. Takav scenario je moguć, ali veoma malo verovatan.

2 Podsetimo, u drugoj polovini 2007. i prvoj polovini 2008. ubrzanje inflacije je u najvećoj meri bilo rezultat upravo kretanja činilaca sa strane ponude. Konkretno, dramatična poskupljenja poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda i nafte, doveli su do toga da je inflacija naglo ubrzala i dostigla relativno visoke stope.

3 Efekat niže cene nafte može u određenoj meri biti umanjen jačanjem dolara.

4 U poslednjoj epizodi ubrzanja inflacije, koja se desila u drugoj polovini 2007, pokretač su bili činoci sa strane ponude. Ali, činoci sa strane tražnje su akomodirali ovaj udar i doprineli još većem povećanju inflacije.

5 Videti odeljak 7. Fiskalni tokovi i politika.

u Q3 iznosi svega devet miliona evra⁶. Pad kreditiranja utiče na smanjenje tražnje, a time i na "hlađenje" inflacije. Nešto viša stopa rasta kredita bi se mogla ponovo ostvariti u drugoj polovini naredne godine, ali to će zavisiti od eksternih dešavanja i dinamike oporavka svetske privrede.

– *Pad privredne aktivnosti* će takođe uticati na smanjenje inflacije. Po svemu sudeći u idućih nekoliko kvartala možemo očekivati usporavanje privredne aktivnosti: realni rast BDP će u narednoj godini pasti na oko 3%, uz značajne rizike da bude i niži⁷. Pad privredne aktivnosti utiče na "hlađenje" tražnje i posledično smanjenje inflacije.

– *Rast plata i penzija* će u narednoj godini imati neutralan uticaj na inflaciju ili će možda doprineti blagom smanjenju pritiska na rast cena. Realni rast plata je u poslednjih godinu dana bio ispod rasta BDP. U narednoj godini će realni rast plata verovatno i dalje biti relativno nizak. Rast plata u javnom sektoru je po sporazumu sa MMF-om ograničen na 8% nominalno, što znači da neće biti realnog rasta. U javnom sektoru je ukupno zaposleno preko 450 hiljada ljudi, ili nešto manje od četvrtine ukupnog broja zaposlenih. Čak i da u ostatku privrede plate realno porastu oko 5% (što je otprilike stopa rasta u 2008, a u 2009. je verovatno da taj rast bude manji), ukupni realni rast plata bi tada bio oko 3,5%, što je u skladu s rastom BDP, pa bi plate trebalo da imaju neutralan uticaj na inflaciju. Rast penzija u 2009. godini je zamrznut, ali zbog povećanja penzija u novembru ove godine ipak će postojati „preneti“ rast. Zbog toga će međugodišnji realni rast penzija u narednoj godini biti nešto veći od rasta BDP. Ipak, izbegnuto je dramatično povećanje penzija koje je u jednom trenutku delovalo vrlo verovatno, pa penzije po svemu sudeći ipak neće nepovoljno uticati na makroekonomsku ravnotežu.

Kada sagledamo sve ove činioce, dolazimo do zaključka da će inflacija u narednoj godini vrlo verovatno biti jednocifrena, te da je procena Vlade Srbije o inflaciji od 8% realna. U razmatranom kontekstu identifikujemo dva glavna rizika: depresijaciju dinara i u manjoj meri fiskalni deficit u Q4 2008. Moguće je da pod uticajem ova dva činioca inflacija početkom 2009. blago poraste. Ipak, smatramo da će ostali činioći u nastavku godine prevagnuti i usporiti inflaciju spustivši je u jednocifrenu zonu.

Od iduće godine NBS preuzima odgovornost za ciljanje ukupne umesto samo bazne inflacije. NBS će ubuduće ciljati ukupnu inflaciju, i to merenu indeksom potrošačkih cena. Cilj za narednu godinu će biti inflacija od 8%, plus-minus 2% (tj. cilj je koridor od

6% do 10%). Vezano za to, NBS će potpisati sporazum sa Vladom o saradnji na ostvarivanju ciljane inflacije. Ovom promenom će politika ciljanja inflacije dodatno dobiti na kredibilitetu i značaju. Naime, NBS je do sada ciljala baznu inflaciju, u koju ulazi svega polovina cena koje čine ukupnu inflaciju. Kako je ukupna inflacija ipak mnogo bitnija za građane, time će ova promena dovesti do veće relevantnosti politike NBS. Osim toga, pozitivna je činjenica da će se NBS i Vlada obavezati na saradnju u ostvarivanju ciljeva vezanih za inflaciju. Time se otvara prostor da se neophodne korekcije cena dešavaju u periodu kada ostatak inflacije miruje. Na primer, krajem 2006. je inflacija bila praktično potpuno zaustavljena. To je bio odličan trenutak da se obavi korekcija cene struje i drugih energenata. Međutim, to nije učinjeno iz političkih razloga (zbog predizborne kampanje). Neophodna podizanja cena je sada mnogo teže izvršiti, s obzirom da je inflacija već relativno visoka, pa se povećanja dalje odlažu i ublažuju. Zbog toga se dodatno iskrivljuju tržišni signali, što stimuliše neracionalnu upotrebu energije, a poslovanje nekih velikih javnih preduzeća čini nerentabilnim, te umanjuje njihova vrednost.

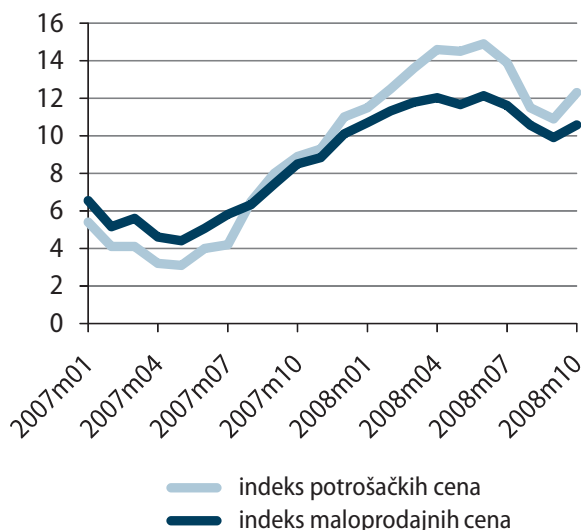
Podsetimo na kraju da od iduće godine zvanično merilo inflacije neće više biti indeks maloprodajnih cena, već indeks potrošačkih cena. Indeks potrošačkih cena se računa po metodologiji koja je ista u svim zemljama Evropske unije. Razlika između tog indeksa i indeksa maloprodajnih cena jeste u ponderima koje imaju pojedini proizvodi i usluge, a u idućem broju QM-a ćemo detaljnije opisati metodološke razlike između ova dva indeksa, koji su inače visoko korelisani⁸ (Grafikon 1). Jedna od bitnijih razlika jeste veće učešće prehrambenih proizvoda, koji čine nešto više od trećine indeksa potrošačkih cena (njihovo učešće u indeksu maloprodajnih cena je oko jedne petine)⁹. Ponderi u indeksu potrošačkih cena bolje odražavaju prosečnu potrošnju domaćinstva, pa smatramo da prelazak na merenje inflacije ovim indeksom predstavlja napredak u merenju rasta cena i efekata na standard građana.

8 Faktor korelacije ta dva indeksa u poslednje dve godine iznosi 0,99.

9 Indeks potrošačkih cena je od sredine 2007. do sredine 2008. rastao nešto većom stopom nego indeks maloprodajnih cena, upravo zbog većeg učešća prehrambenih proizvoda i njihovog visokog rasta cena.

6 Vi deti odeljak 8. Monetarni tokovi i politika.

7 Videti odeljak 5. Privredna aktivnost i Osvrt 3.

Grafikon 1. Srbija: indeks potrošačkih cena i indeks maloprodajnih cena, međugod. stope u %, 2007–2008

Izvor: RZS.

Osvrt 3. Finansijska kriza: da li nam pretila recesija?

Redakcija *Kvartalnog monitora**

Značajno usporavanje privredne aktivnosti, po svemu što je do sada poznato, biće posledica finansijske krize. U ovom Osvrtu analiziramo uticaj finansijske krize na realni sektor i pokušavamo da damo odgovor na sledeća pitanja: (1) zašto je, za razliku od nekih drugih zemalja, u Srbiji prvi nalet krize doveo samo do postepenog usporavanja privrednog rasta a ne i recesije, (2) koliki privredni rast možemo da očekujemo u 2009. godini i (3) koji su mogući rizici.

Naša je pretpostavka da, i pored rizika, najverovatnije neće doći do „haotičnog” scenarija koji bi se ogledao u nekontrolisanoj depresijaciji, inflaciji i na kraju padu proizvodnje – već da će rast BDP-a u 2009, iako značajno usporen biti pozitivan. U 2009, kao nejverovatniji, očekujemo rast BDP-a od oko 3% – dakle, usporavanje (2008, oko 7%) ali ne i pad proizvodnje.

Jedan od zaključaka analize jeste da prioritet ekonomske politike treba da bude makroekonomska stabilnost – smanjenje javne potrošnje i podsticaj za priliv kapitala iz inostranstva. Posmatrano iz ugla ekonomske aktivnosti i ne postoji drugi izbor – ekspanzivne ekonomske politike dovele bi do znatno veće štete nego koristi po privredu.

* Glavni autor ovog teksta je Danko Brčerević.

1. Usporedni pogled: Srbija i zemlje Baltičkog regiona

Ekonomski kriza je dovela do recesije¹ u zemljama Baltičkog regiona (Estonija, Letonija i Litvanija). Na osnovu *sličnosti* i *razlika* privrede Srbije sa tim ekonomijama, pokušali smo da dođemo do odgovora na pitanje: zašto do međugodišnjeg pada proizvodnje još uvek nije došlo u Srbiji i koliko je izvesno da će do njega uopšte doći. Zaključak analize jeste da iako su fundamentalne sličnosti posmatranih ekonomija dovoljno velike da u krajnjem ishodu dovedu do recesije i u Srbiji, postoje i specifične okolnosti koje usporavaju prenošenje krize na realni sektor u domaćoj ekonomiji. Zato odgovor na pitanje da li nam pretila pad privredne aktivnosti može da glasi: do pada može doći ukoliko svetska finansijska kriza potraje dovoljno dugo i ukoliko se ne sprovedu mere ekonomske politike za ublažavanje efekata svetske finansijske krize.

Sličnost Srbije i Baltičkog regiona pre kulminacije krize ogleda se u: (a) visokim spoljnim i unutrašnjim neravnotežama (dvocifrena inflacija i visok tekući deficit); (b) visokim kapitalnim prilivima iz inostranstva; (c) privrednom rastu koji se u najvećoj meri oslanja na rast nerazmenjivih dobara i (d) procikličnoj fiskalnoj politici (budžetski deficit).

¹ Recesiju definišemo kao međugodišnji pad proizvodnje. U Q3 je međugodišnji realni rast BDP-a u Estoniji iznosio -3,3, Letoniji -4,2, a u Litvaniji je još uvek pozitivan (2,8%), ali sa izgledima da će i on biti negativan već u Q4. Do pada u drugoj polovini 2008. je došlo nakon izuzetno visokog rasta BDP-a u 2007 – Estonija 6,3%, Letonija 10,3% i Litvanija 8,9%. Rast BDP-a u Srbiji u Q3 procenjujemo na oko 6,5%, a u 2007. je iznosio 7,1%. Izvor podataka za Baltičke zemlje: Eurostat

Bitne *razlike* zbog kojih je pod uticajem finansijske krize u baltičkim zemljama već došlo do recesije, dok u Srbiji još uvek nije jesu: (1) baltičke zemlje su se opredelile za politiku fiksnog deviznog kursa, te smanjenje kapitalnih priliva usled svetske finansijske krize u tim zemljama dovodi do recesije, a u Srbiji se deo uticaja prevaljuje i na depresijaciju. (2) U finansijskom sektoru baltičkih zemalja značajno učestvuju filijale banaka iz Švedske, koje su znatno manje kapitalizovane nego inostrane banke koje posluju u Srbiji². Zbog niske kapitalizacije, švedske banke su na prvi nagoveštaj krize smanjivale svoje plasmane, što je za posledicu imalo neto odliv kapitala iz baltičkih zemalja. U Srbiji su matične inostrane banke nakon eskalacije krize podržale svoje filijale dodatnim plasmanima – samo u oktobru oko 800 miliona evra, nažalost, kratkoročnih pozajmica. (3) Izloženost kreditima baltičkih ekonomija je znatno veća nego ekonomije u Srbiji. Stok kredita privredi i stanovništvu u baltičkim zemljama je iznosio oko 90% BDP-a pre izbijanja krize, a u Srbiji oko 65%, te je samim tim i uticaj smanjenja kreditne aktivnosti tamo daleko veći. (4) Učešće poljoprivrede u BDP-u je znatno veće u Srbiji nego u baltičkim zemljama, a poljoprivredna sezona u 2008. bila je vrlo izdašna. Uspešna poljoprivredna sezona u Srbiji u 2008. će do kraja godine sigurno „prikrivati” trend usporavanja rasta ostatka privrede, te će ostvareni privredni rast u 2008. biti visok bez obzira na nagli pad aktivnosti u sektorima poput finansijskog posredovanja.

Usled navedenih razlika, u baltičkim zemljama je relativno brzo došlo do međugodišnjeg pada proizvodnje bez mogućnosti adekvatnog odgovora nosilaca ekonomskih politika. Ekonomske politike u Srbiji su u povoljnijoj poziciji, jer raspolažu dodatnim vremenom za preduzimanje mera pre nego što se finansijska kriza prenese na realni sektor.

Različiti uticaj prvog „udara” svetske finansijske krize na baltičke ekonomije i srpsku ekonomiju, implicira i različite odgovore ekonomskih politika. Dok je osnovni ekonomski problem baltičkih zemalja recesija, u Srbiji je to održanje makroekonomske stabilnosti. Ekonomska politika u Srbiji, dakle, mora uticati na smanjenje visoke domaće tražnje koja je osnovni uzrok velikih makroekonomskih neravnoteža. Budući da je rast zarada u privredi pod kontrolom tržišnih mehanizama, a kreditna aktivnost se usporava pod direktnim uticajem svetske finansijske krize, kao jedina preostala, ali veoma moćna poluga za smanjenje domaće tražnje preostaje – značajno smanjenje javne potrošnje.

S druge strane, neophodno je podsticati i dotok kapitalnih priliva od kojih u velikoj meri zavisi makroekonomska stabilnost Srbije. Ovde se na prvom mestu misli na politike koje će imati za cilj privlačenje stranih direktnih investicija i kredita. Direktno zaduživanje države kod međunarodnih institucija za sprovođenje velikih infrastrukturnih projekata, smatramo jednom od adekvatnih mera ekonomske politike.

Srbiji na kratak rok, prema pokazateljima u našoj analizi, ne pretili recesija. Privredna aktivnost će, međutim, nesumnjivo biti osetno pogođena uticajima finansijske krize – prognoziramo značajno usporavanje rasta BDP-a u 2009. za preko tri procentna poena. Koliki će biti stvarni negativni uticaj finansijske krize na domaću privredu – zavisice kako od dužine trajanja te krize, tako i od ekonomskih politika koje će se u Srbiji voditi u 2009. godini.

2. Šta očekujemo u realnom sektoru?

U ovom delu Osvrta, pokušali smo da sagledamo mogući uticaj finansijske krize na pojedinačne sektore privrede i da procenimo kako će se to odraziti na ukupan privredni rast (Tabela 1).

Poljoprivreda nije pod direktnim uticajem finansijske krize. U 2008. rast poljoprivrede će iznositi između 10% i 15%. Poljoprivredna proizvodnja u 2008. je nešto viša od prosečne, ali ne i izrazito visoka. U 2009, kao najverovatniji, smatramo nepromenjen nivo poljoprivredne proizvodnje u odnosu na 2008.

Prerađivačka industrija. Usled usporavanja domaće i izvozne tražnje, kao i otežanog kreditiranja preduzeća, očekuje se usporavanje i u ovom sektoru. S druge strane, prehrambenoj industriji – kao delu prerađivačke industrije s najvećim učešćem u proizvodnji – pogoduje visok rast poljoprivrede u 2008. Budući da ni tražnja za prehrambenim proizvodima neće biti toliko pogođena finansijskom krizom, smatramo da će se u okvirima prerađivačke industrije u 2009. ispoljiti dva divergentna trenda: snažan *pad* proizvodnje u oblastima poput proizvodnje osnovnih metala i *rast* proizvodnje u prerađivačkoj industriji. Očekujemo ukupno usporavanje rasta proizvodnje prerađivačke industrije u 2009. za četiri do pet procentnih poena u odnosu na 2008. (Tabela 1).

Građevinarstvo. Očekujemo usporavanje građevinske aktivnosti usled izvesnog smanjenja tražnje, ali i pogoršanih uslova kreditiranja ne samo za investitore, već i za građevinske kompanije. Ipak, uzimajući u obzir krupne infrastrukturne investicione projekte (Koridor 10) koji se najavljuju, i još uvek veliku neravnotežu između ponude i tražnje na tržištu nekretnina, ne očekujemo da će građevinska aktivnost usporiti rast za

² Francuske banke (koje posluju i u Srbiji) se smatraju „najzdravijim” u bankarskom sektoru u Evropi.

preko pet procentnih poena. U 2009. očekujemo rast građevinske aktivnosti od oko 3%.

Saobraćaj, skladištenje i telekomunikacije. U visokom rastu ovog sektora prednjači rast telekomunikacionih usluga za koji ne očekujemo dramatično smanjenje u narednoj godini. Verovatno je da će se smanjiti obim transporta usled opšteg smanjenja privredne aktivnosti. Iako procenjujemo usporavanje rasta sektora saobraćaja, skladištenja i telekomunikacija za oko pet procentnih poena, očekujemo rast tog sektora od oko 10%. u 2009.

Trgovina na veliko i malo. Ne očekujemo značajno smanjenje rasta trgovine na veliko i na malo, budući da je taj rast već značajno usporio u 2008. godini usled smanjenja realnog rasta zarada i potrošačkih i gotovinskih kredita. Realni međugodišnji rast trgovine na veliko i na malo je u 2007. iznosio 19,5%, u Q1 2008. se smanjio na 11,6%, da bi se u drugoj polovini 2008. stabilizovao na oko 5%. Verovatno će stope rasta trgovine u 2009. biti slične kao u poslednjim kvartalima 2008.

Finansijsko posredovanje. Taj sektor privrede će direktno biti pogođen finansijskom krizom. Poslednji podaci o kretanjima u sektoru finansijskog posredovanja ukazuju da je došlo do značajne kontrakcije, ali da nije došlo do potpune obustave nove kreditne aktivnosti. Za finansijsko posredovanje očekujemo usporavanje rasta za 10 do 15 procentnih poena, ali ne i pad obima usluga sektora.

Tabela 1. Srbija: bruto domaći proizvod - projekcija, 2006-2009¹⁾

	Međugodišnji indeksi			
	2006	2007 ²⁾	2008 ²⁾	2009 ²⁾
Ukupno	105,6	107,1	106,7	102,9
Porezi minus subvencije	99,8	109,5	104,3	103,0
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	106,8	106,7	106,9	102,8
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	107,9	108,8	106,6	103,2
Poljoprivreda	99,8	92,2	110,0	100,0
Prerađivačka industrija	105,6	104,8	102,5	98,0
Građevinarstvo	107,7	108,3	107,6	103,0
Saobraćaj, skladištenje i telekomunik.	129,3	119,4	116,0	110,0
Trgovina na veliko i malo	110,3	119,5	107,1	104,0
Finansijsko posredovanje	117,0	117,9	113,0	102,0
Ostalo	100,6	101,5	102,4	102,0

Izvor: RZS.

1) U stalnim cenama iz 2002. god.

2) Procena QM-a.

Ostalo. Ova heterogena grupacija (proizvodnja i distribucija električne energije, usluge u zdravstvu, obrazovanju, komunalne usluge i sl.) obuhvata sektore s manjim učešćem u BDV-u. U toj grupaciji sektora ne očekujemo promenu trenda u 2009. u odnosu na 2008.

3. Koji su najveći rizici ?

U ovom delu Osvrta pokušali smo da sagledamo najveće rizike eventualnog neželjenog scenarija.

Nekontrolisana depresijacija dinara pokrenula bi visoku inflaciju i na kraju dovela do pada privredne aktivnosti. Alternativa ovom scenariju jeste kontrolisana depresijacija dinara koja ne bi dovela do makroekonomske nestabilnosti³. Kontrolisana depresijacija dinara bi mogla pozitivno da utiče na međunarodnu konkurentnost domaće privrede.

Veća ekspanzija javne potrošnje od planirane uticala bi privremeno na viši privredni rast, posebno u proizvodnji nerazmenjivih proizvoda, ali bi u isto vreme dovela do povećanja spoljnih neravnoteža i snažnije depresijacije kursa. U tom slučaju BDP bi bio relativno obezvređen dodatnom depresijacijom dinara, a povećao bi se i rizik po makroekonomsku stabilnost – nekontrolisana depresijacija, recesija. Fiskalnu ekspanzivnost ne smatramo relevantnom opcijom u 2009, ali nas iskustvo upućuje na razmatranje i tog rizika.

Dalja eskalacija i produžavanje finansijske krize. Finansijski sektor se ne oslanja toliko na domaću koliko na inostranu štednju. Novi „udar” svetske finansijske krize može da utiče na potpuni zastoj u prilivu kredita (i dokapitalizacije banaka) iz inostranstva. Posledice bi bile: (1) veće usporavanje rasta sektora finansijskog posredovanja od projektovanog – učešće u BDV oko 8% i (2) sve nepovoljniji uslovi kreditiranja za privredu i stanovništvo. Efekte daljeg produbljivanja finansijske krize je teško kvantifikovati⁴, ali pretpostavljamo da bi mogli da dovedu do stagnacije privrednog rasta, a moguće je i do recesije u 2010.

3 Upravo ovakav scenario predviđamo. Za više detalja videti Osvrt 1 ovog broja QM-a

4 Procene koje dajemo u ovom tekstu su rađene pod pretpostavkom da u 2009. neće biti novih značajnijih promena u svetskoj ekonomiji u odnosu na one koje smo već identifikovali krajem 2008.

Osvrt 4. Prvi talas finansijske krize u Srbiji: udar na bankarski sektor i depresijacija dinara

Redakcija *Kvartalnog Monitora**

1. Bankarski sektor

S obzirom na to da je učešće banaka iz Evropske unije u bankarskom sektoru Srbije dominantno, problemi koji su zadesili evropske banke ubrzo su se prelili direktno i indirektno u bankarski sistem Srbije. Jedan broj banaka iz Evropske unije koji posluje i u Srbiji doživio je značajne gubitke na tržištu *suprime* hipotekarnih obveznica, neke su pogođene kolapsom evropskog tržišta novca i posledičnim problemima s likvidnošću, a postoje i indicije da su neke od njih doživjele značajne gubitke zbog propasti tri najveće islandске banke. Počev od oktobra, došlo je do znatnog kočenja „cross-border” kredita ali i velikog rasta premije za rizik investiranja u Srbiju (tzv. *Credit Default Swap* rate), koji se čak više i ne kotira, tj. nema prodavaca koji bi prodali ovaj instrument zaštite od nenaplativosti kredita datog državi Srbiji ili entitetima koji posluju u Srbiji. Ova premija za rizik koja je bila oko 2% na kredite s ročnošću od pet godina krajem 2007, dostigla je 6% u oktobru ove godine. Ovaj skok imaće snažan efekat na rast kamatnih stopa u Srbiji, i biće amplifikovan efektom obavezne rezerve. Navodimo tipičan način kalkulacije kamate za petogodišnje kredite, kakve su povlačile mnoga preduzeća, koji je veoma dobra ilustracija ovog uticaja.

Tabela 1. Model kalkulacije kamatne stope na petogodišnji kredit preduzeću¹⁾

	Nov 2007	Nov 2008
1. Euribor - 3M	4,8%	4,0%
2. Premija za rizik zemlje ²⁾	2,0%	6,0%
3. Ukupna kamata na dug ino-poveriocu (1+2)	6,8%	10,0%
4. Efekat obavezne rezerve (3 * 0,82) ³⁾	5,5%	8,2%
5. Minimalna aktivna kamata (3 + 4)	12,3%	18,2%

Izvor: FREN.

¹⁾ Model važi za banke koje formiraju kamatu za kredite preduzećima na osnovu varijabilne kamate koju plaćaju na svoje kreditne obaveze prema inostranstvu i premije za rizik zemlje koji takođe plaćaju svom ino-poveriocu. Važi za kredit indeksiran u evrima, i zanemarena je bancina marža kao i premija za rizik klijenta. Model za kredit indeksiran u nekoj drugoj valuti bi imao relevantnu varijabilnu kamatu umesto 3m *euribora*, dok bi modeli za kredite vezane za domaće izvore imali drugačiju strukturu ali ne bi mogli imati ročnost od pet godina. Postoje i mešoviti modeli koji uzimaju u obzir ukupne kamatne rashode na obaveze, ali se rezultati ne bi bitno razlikovali od ovih.

²⁾ Premija za rizik zemlje se računa na bazi *Credit Default Swap-a*, ukoliko postoje investitori spremni da ponude taj derivativni instrument kojim se kupcu garantuje namirenje ukoliko predmetna zemlja ne izmiri obaveze po državnim obveznicama ili kreditima. Alternativno, može se izračunati približna vrednost na osnovu razlike između prinosa na državne obveznice zemlje u pitanju i neke zemlje koja se može smatrati nerizičnom, u našem slučaju to su nemačke državne obveznice sa dospećem od pet godina (jer su i one denominovane u evrima kao što su obveznice Republike Srbije za namirenje stare devizne štednje)

³⁾ Efekat obavezne rezerve je indirektan. S obzirom na to da banka na sredstva pozajmljena iz inostranstva polaže obaveznu rezervu u visini od 45% pozajmljenih sredstava, i da na tako izdvojena sredstva po osnovu obavezne rezerve ne dobija kamatu ali da ino-poveriocu plaća kamatu na celokupan iznos pozajmljenih sredstava, to banka mora da za preostalih 55% slobodnih sredstava ostvari kamatu uvećanu za 82% u odnosu kamatu ino-poverioca kako bi bila na nuli.

Bitno je pomenuti da ukidanje obavezne rezerve na novo zaduživanje koje je NBS dozvolila od 1. oktobra, ne može da utiče na postojeće kredite jer za njih banke i dalje koriste kreditne linije koje su predmet polaganja obavezne rezerve. S obzirom na nemogućnost značajnog novog zaduživanja u ovom trenutku, banke neće moći da ponude povoljne kredite u većoj meri. Treba dodati i snažnu apresijaciju švajcarskog franka prema evru, od 12%, što će imati efekat na veliki rast mesečne obaveze za stambene kredite vezane za švajcarski franak. Dakle, najteže posledice pretrpeće dužnici zbog velike depresijacije dinara.

Sa druge strane, bankarski sektor trpi jake pritiske od strane štediša koji reaguju i na najblaži signal nestabilnosti u bankarskom sektoru. Nekoliko srpskih banaka je zbog delimično nekorektnog prenošenja medijskih informacija o problemima njihovih evropskih banaka doživelo značajno prevremeno povlačenje štednih uloga. Iako još nema podataka, procenjujemo da je do početka nedelje štednje krajem oktobra, povučeno više od 10% iznosa štednih uloga, tj. više do 500 miliona evra. Takođe, nezvanične informacije ukazuju da se strahovanja od masovnog povlačenja štednih uloga u nedelji štednje nisu obistinila, i da je u najgorem slučaju došlo do manjeg neto odliva štednih uloga i da je zapravo došlo do zaustavljanja ovog trenda odliva koji je započeo početkom oktobra.

Odliv štednih uloga i ograničeni pristup eksternim izvorima likvidnosti, doveo je do pravog „rata” za novu štednju, ponuda je tako dostigla neverovatnih 9,5% kamate na štednju u evrima i to bez olakšavajućih mera NBS u vidu ukidanja obavezne rezerve za štedne uloge prikupljene u nedelji štednje. Iako će ovo značajno umanjiti profite banaka u nastupajućim kvartalima, visoki akumulirani dobiti iz prethodnog perioda neće biti ugroženi. Ipak, ostaje da se vidi koliko će banke preletiti ove povećane rashode na dužnike kroz povećanje aktivnih kamatnih stopa.

Mere NBS donete u prethodnom periodu radi usporavanja inflacije, imale su kao nus-proizvod na previsoku kapitalizovanost, precenjene rezervacije za nenaplative kredite kao i previše likvidnih sredstava u repo stoku i obaveznim rezervama. Ispostavilo se, međutim, da je ovakvo stanje velika prednost domaćeg bankarskog sektora u odnosu na sve druge zemlje u regionu ali i šire, i da omogućava bankarskom sektoru da preživi prvi jaki udar globalne finansijske krize i kreditne restrikcije (engl. *credit crunch*).

* Glavni autor ovog teksta je Srđan Kokotović.

2. Depresijacija dinara

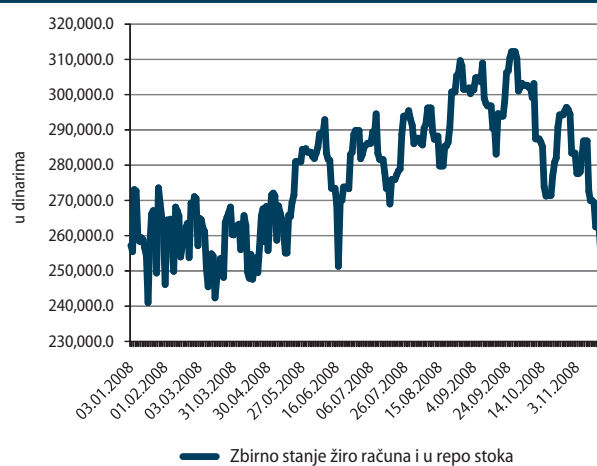
Zajednička karakteristika za sve zemlje Centralne i Istočne Evrope, čije valute trpe snažnu depresijaciju od početka oktobra – jesu veliki trgovinski deficit, ali i nivo spoljnog duga, prvenstveno privatnog, koji je značajno viši od raspoloživih deviznih rezervi. Rasprostranjena očekivanja o neodrživosti kurseva domaćih valuta, na srednji rok je dovela do masovnog povlačenja stranih investitora koji su zamenjivali svoje aktive za čvrste valute a ponegde i do masovnog povlačenja štednih uloga od strane građana. Zanimljivo je da je u zemljama Centralne i Istočne Evrope čije su valute najviše bile na udaru, prisutan visok stepen indeksacije kredita, uključujući i stambene kredite vezane za švajcarske franke. Retke zemlje koje se nisu našle na udaru su Češka i Slovačka, gde je inače stepen zaduženosti značajno niži od regionalnog proseka i gde je manje raširena pojava indeksacije kredita.

U takvoj situaciji, većina stranih banaka i investitora koji posluju u Srbiji, procenila je da je i Srbija jedna od zemalja čiji je platni bilans neodrživ na srednji rok. Paralelno sa tim, pojavile su se vesti o bankrotima i problemima velikih evropskih banaka (HBOS, Fortis...) što je uznemirilo građane Srbije. I konačno, centrale značajnog broja evropskih banaka koje posluju u Srbiji, našle su se na udaru “credit crunch-a” i paralisano evropskog tržišta novca. Kao posledica toga, došlo je do velikog rasta tražnje za evrom i naglog zaokreta na deviznom tržištu u Srbiji, tako da je dinar počeo snažno da depresira u odnosu na evro. Mnoge banke su, da bi zadovoljile zahteve štediša za povlačenjem depozita, počele da povlače svoja sredstva iz repo stoka, budući da im je to jedina zaliha likvidnosti u situaciji praktično zamrznutih kreditnih linija u inostranstvu i konvertuju ih u evre. Dodatno, banke su vršile pritisak na kurs jer su iz tzv. kratke devizne pozicije (situacija u kojoj su devizne obaveze veće u odnosu na devizna sredstva, pri čemu banke generišu profit prilikom depresijacije dinara) ili uravnotežene devizne pozicije u kojoj su bile u prethodnom periodu, prešle u *dugu* deviznu poziciju, Ovo znači, da su banke počele da se ponašaju kao većina građana, tj. da sve slobodne dinare pretvaraju u evre koje zadržavaju, računajući da je to jedina zaštita od depresijacije dinara. Kao rezultat visoke tražnje, početkom oktobra je povećan promet na međubankarskom tržištu deviza, i istovremeno je došlo do snažne depresijacije dinara. Prosečan obim trgovanja na međubankarskom tržištu deviza iznosio je 203 miliona evra do 14. oktobra, a dinar je depresirao za 5,8%.

Narodna banka Srbije je pribegla oprobanoj meri, iz maja 2008, izmene strukture sredstava koja se drže na ime devizne obavezne rezerve, dozvolivši bankama

da povuku 10% deviza i da ih nadomeste dinarima na računu kod NBS. Ova mera je, uz priliv iz inostranstva od 830 miliona evra, održala obim prometa na rekordno visokom nivou sredinom oktobra (prosečno 228 miliona evra od 15. do 24. oktobra), ali je uprkos tome, dinar nastavio nešto sporiju depresijaciju (1,3%). S obzirom na to da većina bitnih tržišnih aktera ima očekivanja o slabijoj ili jačoj depresijaciji dinara u srednjem roku, logična posledica je postepeno smanjenje repo stoka i drugih dinarskih plasmana za koje prinosi ne nadomeštaju gubitak zbog depresijacije. Na to ukazuje i ubrzano smanjenje sredstava na žiro računu i sredstava plasiranih u repo stok koje banke jedino mogu da prilagode u vrlo kratkom roku (Grafikon 2).

Grafikon 2. Zbirno stanje žiro-računa banaka i repo stoka, januar – novembar 2008



Izvor: FREN, NBS.

Ilustracija velike nesigurnosti banaka u pogledu kretanja kursa dinara prema evru u narednih šest meseci, jeste aukcija koju je NBS organizovala 24. novembra i na kojoj je trajno prodavala blagajničke zapise sa ročnošću od šest meseci. Na prethodnih jedanaest aukcija koje su organizovane u toku 2008. realizacija je bila po pravilu 100%, dok je na pomenutoj aukciji realizacija bila samo 57% iako je iznos zapisa koji su prodati skromnih dve milijarde dinara (što nije značajna suma u odnosu na dnevnu likvidnost bankarskog sektora). Ovo se može objasniti nesigurnošću u pogledu kursa dinara u narednih šest meseci, koju ni najviša prihvaćena kamata od 19,50% ne kompenzuje. S druge strane, na aukciji po metodi fiksne kamate, na kojoj su prodavane hartije od vrednosti na rok od dve nedelje, održanoj 26. novembra, banke su otkupile skoro, hartija od vrednosti, u iznosu od 40 milijardi dinara, što ukazuje da je dvonedeljna repo stopa od 17,75% prihvatljiva. Dakle, ni razlika u prinosu na dvonedeljne i šestomesečne aukcije hartija od vrednosti od skoro dva procentna poena nije dovoljno privlačna bankama, dok je u toku 2007. ta razlika bila u proseku oko 0,25% procentnih poena.

Raspoloživi podaci ukazuju da je u prvom naletu, početkom oktobra, više faktora delovalo na snažnu depresijaciju dinara. Prvo je došlo do povlačenja štednih uloga građana što je smanjilo devizna sredstva namenjena prodaji, potom su banke počele da smanjuju repo stok da bi pribavile neophodni nivo gotovine u stranim valutama za izmirenje štetišta. Nakon toga, banke su počele da se štite od deviznog rizika kupujući devize i smanjujući slobodna dinarska sredstva, kako bi iz *kratke* devizne pozicije prešle u *dugu*, što je dodatno „poguralo“ kurs dinara prema evru (banke počinju da drže mnogo više deviza a mnogo manje dinara u odnosu na period pre oktobra, kako bi se zaštitile od pada kursa dinara). Međutim, nakon ovog talasa, koji je iscrpeo svoje dejstvo, ostaje da deluje samo fundamentalni nesklad između male količine deviza koju prodaju izvoznici i znatno veće potražnje za devizama od strane uvoznika (što je efekat deficita tekućeg računa) i neto priliva po osnovu finansijskih transakcija (strane direktne investicije, portfolio investicije i krediti). Procene su da je došlo do stabilizacije devizne štednje, dok su banke ograničene regulativom do kog iznosa mogu da drže devizna sredstva iznad deviznih obaveza (maksimum 20% kapitala, tj. zbir svih deviznih potraživanja ne može biti veći od zbira svih deviznih obaveza, za više od 20% kapitala). To pri sadašnjem nivou kapitala bankarskog sektora iznosi oko 1,2 milijarde evra. Kretanje repo stoka (smanjenje od 75 milijardi dinara, tj. oko 900 miliona evra, od kraja septembra do 19. novembra, od čega je 50% objašnjivo izmenom strukture obavezne rezerve), ukazuje na to da su banke relativno blizu dostizanja maksimalnog iznosa nivoa *duge* devizne pozicije.

Devizne rezerve NBS smanjene su u oktobru neto za 347 miliona evra, pri čemu je najveći uticaj na taj pad imalo vraćanje bankama 474 miliona evra iz obavezne rezerve na osnovu mera za povećanje devizne likvidnosti banaka, dok su pozitivne kursne razlike po osnovu apresijacije dolara u odnosu na evro imale pozitivan efekat. Sa druge strane, iako još nema preciznog podatka, evidentno je da su banke značajno povećale svoje devizne rezerve, tako da ukupne devizne rezerve Narodne banke i banaka nisu značajno smanjene.

3. Efekti finansijske krize: primer Mađarske*

Da bismo dodatno osvetlili eventualne posledice koje finansijska kriza može da izazove, detaljnije smo razmotrili slučaj Mađarske, koja je među istočnoevropskim zemljama jedna od najteže pogođenih efektima krize. Iako dinamika i razlozi krize u toj zemlji imaju svoje specifičnosti, smatramo da analiza događaja, kao i preduzetih mera, može biti vrlo korisna i za kreatore ekonomskih politika u Srbiji.

Zašto kriza

Direktan uzrok mađarske krize bili su veliki javni dug kombinovan s ranjivošću bankarskog sektora.

Mađarska je gotovo jednu deceniju imala visoke budžetske deficite, koji su dostigli vrhunac od 9,5% BDP-a u (izbornoj) 2006. godini. Javni dug je u tom periodu, narastao na oko 66% BDP-a.¹ Vlada Ferenc Đurčnaja (Gyurcsány), predsednika Mađarske socijalističke stranke koja je pobedila na izborima 2006,² sprovela je mere štednje i smanjila deficit u 2007. na 4,9% BDP-a, dok je planirani deficit za 2008. 3,4% BDP-a, a verovatno će biti i manji. Ipak, i pored tih pozitivnih učinaka, Vlada je pokušala u više navrata tokom oktobra da se zaduži izdavanjem obveznica, ali neuspešno. Dakle, da bi se zadužila – Vlada je morala ili da ponudi znatno veće kamate ili da nađe druge izvore finansiranja.

Pored očiglednog pitanja da li će Vlada moći da pokrije budžetski deficit – iskrsnuo je i dodatni problem. Mađarski bankarski sektor izložen je velikom kursnom riziku od trenutka kada je depresijacija forinte postala verovatna zbog budžetskih problema. Mađarska je poslednjih godina imala potrošački kreditni bum, no apsolutna većina kredita (posebno stambenih) bila je indeksirana u švajcarskim francima. Veća depresijacija forinte otežala bi otplatu dugova i tako ugrozila ceo bankarski sistem.

Navedeni faktori doveli su, u prvoj polovini oktobra, do spekulativnih napada na forintu i „divljanja“ kursa. Na primer, za samo jedan dan, u sredu 15. oktobra, forinta je depresirala čak 7%.³ Ipak, zbog intervencija centralne banke, forinta je stabilizovana, ali su se devizne rezerve tokom oktobra smanjile za oko 1,8 milijardi evra.

Prema procenama MMF-a, Mađarskoj će 2009. biti potrebno 20 milijardi evra za finansiranje obaveza prema inostranstvu. Do sada su se potrebe pokrivanja

* Autor ovog dela teksta je Ivan Rajić.

1 Ovaj pokazatelj mnogo je povoljniji u većini drugih istočnoevropskih zemalja i kreće se oko 30%.

2 Ista stranka bila je na vlasti i u periodu 2002–2006, a Đurčnaj (Gyurcsány) je bio premijer od 2004–2006.

3 Varijacije tokom dana bile su i veće.

tekućeg deficita platnog bilansa⁴ finansirale kroz SDI i kredite.⁵ No, zbog svetske finansijske krize, SDI i krediti su opali, a očekuje se i pad izvoza.⁶ Zbog svega ovoga, Mađarska bi u 2009. bila primorana da u značajnijoj meri koristi devizne rezerve da bi pokrila obaveze prema inostranstvu. Devizne rezerve su na kraju oktobra bile oko 17 milijardi evra, što i nije toliko velika suma, ako se uzme u obzir da ona pokriva samo oko dva meseca uvoza,⁷ te da, zbog špekulativnih napada, i mnogo veće devizne rezerve mogu brzo da „nestanu“. Ova situacija dovela je do straha da bi Mađarska mogla da upadne i u krizu spoljne likvidnosti, pored već postojećih problema sa bankarskim sektorom i javnim dugom.

Pomoć Mađarskoj i mere za prevazilaženje krize

Međunarodni monetarni fond, Svetska banka, Evropska centralna banka i Evropska Unija su, da bi predupredili krizu, Mađarskoj dali kredite u ukupnoj vrednosti od 25 milijardi evra, koji bi trebalo da otklone kratkoročne i srednjoročne probleme povezane sa nedostatkom deviznih sredstava.⁸ Inače, kredit od ECB Mađarska je dobila sredinom oktobra, i to s mogućnošću da kroz repo operacije povuče do pet milijardi evra, i tako je postala prva zemlja koja ne koristi evro, a koja je dobila kredit od ECB.

Mađarska je, da bi prevazišla krizu, donela brojne mere za smanjenje budžetskog deficita i inflacije, podršku bankarskom sektoru i pojačano nadgledanje finansijskog sektora, te za podršku realnom sektoru.

Najzanimljivije su mere preduzete da se eliminiše kursni rizik u bankarskom sistemu, jer, za razliku od ostalih manje-više standardnih mera, one mogu predstavljati presedan za Istočnu Evropu. Naime, mađarska vlada potpisala je dogovor sa bankama⁹ koji pruža tri mogućnosti. Prvo, ako zajmoprimac smatra da su promene kursa previše rizične, na njegov zahtev, banka će produžiti rok otplate kredita, a za te dodatne mesece, iznos otplate biće fiksiran. Ta mogućnost treba da pomogne onima koji žele da zadrže indeksirane kredite.

Druga i treća mogućnost usmerene su ka eliminisanju indeksacije kredita, što bi omogućilo veću depresijaciju forinte (jer ona ne bi direktno ugrozila bankarski sistem), čime bi se pomoglo izvoznima i smanjio pritisak na

devizne rezerve.¹⁰ Naime, na zahtev zajmoprimca, banke će pretvoriti kredit u stranoj valuti u forinte. Međutim, kamate će u tom procesu porasti.¹¹ Zato postoji mogućnost da, ako zajmoprimac nije u stanju da plaća rate, na njegov zahtev, banke smanje ili čak odlože naplatu mesečnih rata. Ipak, banke odlučuju u svakom pojedinačnom slučaju hoće li pružiti tu pogodnost.

Na ovaj način, kursni rizik prenosi se na banke. Bez indeksacije, prihodi banaka neće se korigovati za kurs, ali će one i dalje imati dugove prema inostranstvu u stranoj valuti i to sa varijabilnom kamatnom stopom. No, vrlo je verovatno da će Mađarska centralna banka (MNB) obezbediti dovoljno likvidnih sredstava da se taj problem prevaziđe, između ostalog i iz dobijenih kredita. Takođe, problem sa višim kamatama delimično je negiran pomenutom mogućnošću za odlaganje otplate, a možda je i privremen, jer će MNB verovatno smanjiti referentnu kamatnu stopu kako kriza bude prolazila, a inflacija bude obarana. Osim toga, ako uzmemo u obzir depresijaciju forinte, sasvim je moguće da je i viša kamatna stopa isplativija od zadržavanja indeksacije.

I u Srbiji je odnedavno moguće eliminisati indeksaciju. Interesantno je ispitati koliko su mađarske mere primenjive na domaću situaciju. S jedne strane, kod nas bi banke tek na srednji rok možda imale problema s otplatom svojih dugova u stranoj valuti, jer im je odnos rezerve/dug veći nego u Mađarskoj. Takođe, Srbija nema problem s visokim javnim dugom u stranoj valuti. S druge strane, kamate na kratkoročne kredite u proseku bi skočile na najmanje 25%, ali je zbog značajne depresijacije dinara sasvim moguće da bi i ta kamata „ispala“ isplativija od zadržavanja indeksacije. Dodatni problem jeste i to što bi za sada bilo koja banka teško ponudila dugoročne dinarske kredite. Takođe, u Srbiji su i preduzeća direktno zadužena u inostranstvu, a ti krediti nikako se ne mogu pretvoriti u dinarske kredite.¹² U svakom slučaju, mađarsko iskustvo korisno je razmotriti i njihove mere za otklanjanje finansijske krize eventualno prilagoditi našim uslovima.

4 Oko 6.5% BDP-a, odnosno oko 6,5 milijardi evra 2007.

5 Taj način finansiranja je, međutim, povećao mađarski spoljni dug na oko 97% BDP-a.

6 Mada se, zbog usporavanja mađarske privrede, očekuje i opadanje uvoza.

7 Minimumom sigurnosti smatra se pokrivenost od tri meseca uvoza.

8 MMF-ov kredit je €12.5 milijardi što je čak 10 puta veće od mađarske kvote u MMF-u.

9 Bankama je prilično jasno stavljeno do znanja da će, ako se ne slože sa predlozima, zakonom biti obavezane da ih prihvate.

10 Ipak, uticaj depresijacije na javni dug u stranoj valuti (oko 20 milijardi evra) nije do kraja ispitan.

11 Kamatne stope vezivaće se za referentnu stopu Mađarske centralne banke (MNB) koja je viša od referentnih stopa stranih centralnih banaka za koje se kamate vezuju sada.

12 Ipak, ovi krediti uglavnom su dugoročni i ne dolaze na naplatu u celini sledeće godine.

Osvrt 5. Globalna finansijska kriza: uzroci i posledice po Srbiju i region

Miloš Božović*, Branko Urošević**, Boško Živković***

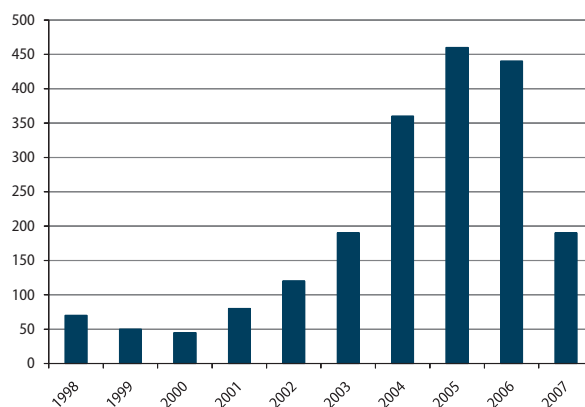
Finansijska kriza koja trenutno potresa svet – jeste katalizator značajnih promena u svetskom finansijskom poretku. Glavna žrtva krize svakako je investiciono bankarstvo: od šest vodećih američkih investicionih banaka, koje su bile i najveće investicione banke savremenog sveta, nije više u tom statusu ostala ni jedna. Dve su pripojene univerzalnim bankama, jedna je preuzeta, jedna je bankrotirala sa velikim troškovima, a dve preostale su promenile status i postale faktički univerzalne banke. Američko investiciono bankarstvo faktički više ne postoji kao posebna delatnost. Ovo je najveća strukturna promena od velike depresije 1929. godine i na dugi rok će imati za sada nepredvidive posledice.

Iako će kriza u manjoj ili većoj meri zahvatiti sve zemlje regiona, ona će se različito odraziti na različite zemlje pa i na različite firme. Dok će mnogima doneti manje ili veće probleme, za neke će predstavljati značajnu priliku da fundamentalno poboljšaju svoj položaj na tržištu.

1. Uzroci krize

Globalna finansijska kriza nastala je kao rezultat, sa jedne strane, želje finansijskih institucija da diverzifikuju rizike i nelikvidnu aktivu (zajmove) pretvore u likvidne papire, a sa druge strane, postojanja nedovoljnih i nekvalitetnih informacija o takvim, često vrlo složenim, hartijama od vrednosti. Da bismo sagledali sve uzroke krize, treba da se vratimo čitavu deceniju unazad, kada je u SAD došlo do ekspanzije takozvanih *sub-prime* kredita – izdavanja zajmova licima visokog kreditnog rizika, najčešće bez kreditne istorije.¹ Najveći broj ovakvih kredita, između 30 i 40 procenata, korišćen je za kupovinu nekretnina. Grafikon 1 prikazuje rast ukupne vrednosti izdatih *sub-prime* kredita, počev od 1998.

Grafikon 1. Ukupna vrednost sub-prime kredita u SAD



Izvor: LoanPerformance Database

Deo odgovornosti za poplavu ovih visokorizičnih hipotekarnih kredita snosi i američka država. Naime, kako bi sprovela svoj program *Affordable housing*, vlada SAD je počev od 1992. zahtevala da dve specijalizovane privatne agencije sa državnim pokrićem, Fannie Mae i Freddie Mac, značajan deo svojih zajmova usmere ka fizičkim licima koja inače ne bi mogla da ih priušte po tržišnim uslovima. Trend izdavanja lakih hipotekarnih kredita je postepeno rastao: novembra 2000. Fannie Mae je objavio da ih je država primorala da 50 posto svojih zajmova daju porodicama srednjih i niskih primanja, sa ciljem da se ukupan iznos takvih zajmova poveća na 500 milijardi USD do 2010. godine. Država je u okviru istog programa podsticala i poslovne banke da izdaju *sub-prime* kredite.

Međutim, ni poslovne banke ni specijalizovane agencije nisu zadržavale *sub-prime* zajmove u svojim bilansima, već su ih 'sekjuritizovale', tj. pakovale u hartije od vrednosti i prodavale investitorima po svetu. Ovako nastale hartije od vrednosti sa pokrićem u hipotekarnim kreditima (*mortgage-backed securities*, skraćeno MBS) nose sa sobom problem informacione asimetrije između prodavaca i kupaca-investitora. Informaciona asimetrija je podsticala moralni hazard, pre svega kod agencija Fannie Mae i Freddie Mac koje su bile svesne da imaju pokriće države i samim tim bile voljne da preuzmu velike rizike izdavanja *sub-prime* kredita. Sa druge strane, rejting agencije su veliki broj MBS koje su izdali ili garantovali Fannie Mae i Freddie Mac neopravdano rangirale kao najmanje rizičnu klasu dugovnih hartija, dodelivši im tzv. *investment grade* rejtinge (od BBB-pa naviše, sve do AAA). Investicione banke i fondovi, glavni kupci MBS, snose deo krivice jer nisu preispitali zasnovanost ovih rejtinga.

Ovakav sistem je bio održiv dokle god su cene nekretnina i drugih kolaterala rasle dovoljno da

* Fakultet za ekonomiju i biznis, Univerzitet Pompeu Fabra, Barselona; Južnoevropski centar za savremene finansije (SECCF).

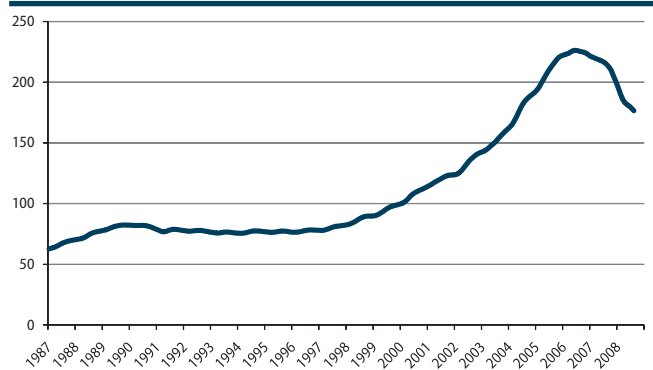
** Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu i Južnoevropski centar za savremene finansije (SECCF).

***Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu.

¹ Ovakvi zajmovi su kasnije postali poznati po akronimu NINJA, od engleskog no income, no job, no assets (bez prihoda, bez posla i bez aktive).

pokriju potencijalne gubitke usled neizvršenja obaveza po hipotekarnim kreditima, tj. defolta. Grafikon 2 prikazuje rast cena nekretnina u SAD od početka 1987. S jedne strane, povoljni krediti doveli su do velike tražnje za nekretninama. Sa druge, “balon” u cenama nekretnina su dodatno naduvavale američke Federalne rezerve (FED) dugotrajnom politikom niskih kamatnih stopa u cilju podsticanja poslovnih aktivnosti.² Tako ekspanzivna monetarna politika dovela je do toga da se jeftin kapital plasira u dugoročne i kapitalno intenzivne investicione projekte, pre svega u nekretnine.

Grafikon 2. Indeks cena nekretnina u SAD



Izvor: Standard&Poor's.

Takozvani balon je počeo da se izduvava sredinom 2007, kada je iz razumljivih razloga došlo do prvih masovnijih defolta po hipotekarnim kreditima. U normalnim okolnostima defolti nisu problem, jer oni koji izdaju kredite unapred procenjuju rizik neispunjenja obaveza i očekivane gubitke uračunavaju u cenu kredita. Problem za investitore na sekundarnom tržištu hipotekarnih kredita je, ispostavilo se, bio u tome što su zajmodavci prodavali netransparentne pakete loših kredita kao gotovo bezrizične hartije. Standard&Poor's je uvideo da su kreditni rejtinzi nekih hartija precenjeni i 12. jula 2007. je degradirao značajan deo MBS na sekundarnom tržištu, u ukupnoj nominalnoj vrednosti od oko 12 milijardi USD. Tokom avgusta 2007. počinje panika u SAD i Velikoj Britaniji, jer investitori uviđaju da u svojim portfeljima drže daleko rizičnije hartije nego što su isprva mislili i počinju masovno da ih prodaju. Istovremeno, tražnja za nekretninama drastično opada jer su laki krediti kojima su kupovane presušili; ponuda raste, pošto emitenti hartija žele da u kratkom roku likvidiraju mnoštvo nekretnina u čije su vlasništvo došli preuzimanjem od defoltiranih lica.³ Rezultat je da su

² Ciljna kamatna stopa FED-a iznosila je 5,25% krajem 2006. Od tada se stalno smanjivala, a na vrhuncu finansijske krize u septembru 2008. iznosila je 2,00%. Trenutno je na nivou od 1,00%.

³ Preciznije, poslovne banke koje su izdavale hipotekarne kredite nisu formalno bile originalni vlasnici nekretnina koje su kupovane od novca dobijenog sub-prime kreditiranjem. Vlasništvo nad nekretninama imale su tzv. Special Purpose Vehicles, najčešće off-shore firme u vlasništvu istih banaka, tako da su se nekretnine de facto vraćale bankama u procesu

cene nekretnina drastično opale, dok je sekundarno tržište MBS postalo nelikvidno.

Obim i globalni karakter krize ukazuju na to koliko su ozbiljan udeo u bilansima investicionih banaka i fondova zauzimali MBS oslonjeni na *sub-prime* kredite. U prvom talasu krize stradaju britanski Northern Rock (februar 2008) i američki Bear Stearns (mart 2008). Tokom prve polovine 2008. godine kriza se prenela na tržišta akcija i obveznica. U početku kolebljivo, a u drugoj polovini godine dramatično brzo, padaju cene akcija i berzanski indeksi koji mere dinamiku promene cena ove vrste imovine. Smanjuje se i vrednost i likvidnost baznih (a ne samo izvedenih) hartija od vrednosti.

Do efekta lančane reakcije na finansijskom tržištu i masovnih bankrotstava nekoliko velikih investicionih banaka dolazi u septembru 2008. Tada se nacionalizuju Fannie Mae i Freddie Mac, ubrzo potom Lehman Brothers i Wachovia podnose zahtev za bankrotstvom, Bank of America kupuje Merrill Lynch a JPMorgan preuzima Washington Mutual, dok su Goldman Sachs i Morgan Stanley prinuđeni da promene status iz investicionih banaka u znatno regulisanije i univerzalnije ‘bankarske holding kompanije’. Država reaguje kroz kontroverzni Paulsonov plan spašavanja (*bail-out*), čiji je cilj da se o trošku poreskih obveznika od ugroženih banaka otkupe nelikvidne MBS u ukupnoj vrednosti od 700 milijardi USD i time povрати likvidnost na sekundarno tržište hipotekarnih hartija od vrednosti.⁴

Iako su upozorenja profesionalne javnosti na prisustvo simptoma krize (rast spekulativnog balona na tržištima nekretnina, ubrzana ekspanzija rizičnih stambenih kredita koja je registrovana već 2006. godine), regulatori i politička elita nisu reagovali. Ignorisanje problema i kratkovidost regulatora i učesnika na tržištu doveli su do nedosledne i haotične intervencije i prenošenja krize na druge sektore. Početkom septembra 2008. kriza je počela da se prelijeva na osnovnu delatnost finansijskog posredovanja – poslovno (depozitno-kreditno) bankarstvo. Kriza se tako sa SAD i Velike Britanije proširila i na zemlje Evrope koje se oslanjaju na ovo “tradicionalno” bankarstvo, pre svih na Nemačku, Francusku, zemlje Beneluksa, Island, Irsku, Španiju, i konačno na čitavu Evropsku uniju i Rusiju.

preuzimanja vlasništva (foreclosure).

⁴ Za formalnu nesolventnost investicionih banaka u kritičnim trenucima krize delimično je kriv i računovodstveni standard zasnovan na metodu tekuće izloženosti (mark-to-market), uveden devedesetih. Radi se o regulaciji koja zahteva da se u bilansima stanja aktiva kojom se trguje na sekundarnom tržištu vodi po tržišnim, umesto po knjigovodstvenim cenama. U normalnoj situaciji to nije problem, ali kada je sekundarno tržište MBS postalo nelikvidno i kada ovakve hartije praktično nije bilo moguće prodati, sve investicione banke koje su imale ozbiljnija ulaganja u MBS postale su nesolventne.

Mehanizam daljeg razvijanja krize se znatno promenio. Proces se ubrzao, a njegovi efekti su se proširili na celu privredu i društvo. Berzansku paniku je zamenila bankarska panika sa ubrzanim povlačenjem depozita, ubrzanim rastom kamata, smanjivanjem vrednosti imovine banaka. Međutim, dramatični scenario koji je viđen u prethodnim epizodama krize nije se dogodio jer su regulatorna tela blagovremeno reagovala. Posledice ove faze procesa su veliki gubici neto kapitala u bankarskom sektoru.

Kriza u bankarstvu će imati dugoročne posledice. Gubici na hartijama od vrednosti i međubankarskim operacijama smanjili su neto kapital ovog sektora, pa time i sposobnost uvećavanja ponude kredita. Nelikvidnost imovine banaka će uvećati tražnju za gotovinom. Oba procesa će potiskivati kamatnu stopu naviše. Pomeranje krive prinosa će biti teško predvidivo. Rast kratkoročnih kamatnih stopa će dovesti do potpune inverzije normalne krive prinosa. Rast cene gotovine i surogata će destimulisati investicione aktivnosti u realnom sektoru.

2. Uticaj krize na Srbiju i region

Povlačenjem stranih institucionalnih investitora sa tržišta, kriza se prenosi i na naš region. Prvo se prenela na najlikvidniji deo tržišta – na berzu. Berzanski indeksi u regionu pali su za preko 50% u poslednjih nekoliko meseci, a u slučaju srpskog i preko 60%. Kao rezultat, investicione kompanije (brokerske kuće, menadžment kompanije) trpe značajne gubitke.

Poremećaj na tržištima kapitala se snažno odrazio na srpski finansijski sistem. Indeksi beogradske berze su gubili vrednost mnogo brže nego uporedive veličine na razvijenim tržištima. Razlog je taj da je tražnja na nacionalnom tržištu sa više od 50% zavisna od inostrane tražnje, posebno iz okolnih zemalja, koje su i same pogođene krizom.

Kriza u bankarstvu je brzo zaustavljena u Evropskoj uniji i zbog toga nije značajnije pogodila bankarski sektor Srbije. Istina, brža reakcija regulatornih tela je mogla delovati preventivno i minimizovati povlačenje depozita. Sredinom novembra je ponašanje depozita stabilizovano. Ukoliko ne bude novih šokova, simptoma bankarske panike verovatno neće više ni biti.

Kontrakcija kreditne aktivnosti banaka imaće za posledicu smanjenje rasta ili potpuno zaustavljanje kapitalnog priliva u finansijski sektor regiona Jugoistočne Evrope. Imajući u vidu da je u Srbiji, Hrvatskoj i drugim zemljama regiona (donekle sa izuzetkom Slovenije) finansiranje deficita tekućeg bilansa plaćanja kao i ekonomskog rasta išlo, dobrim delom, upravo tim kanalom, jasno je da to predstavlja ozbiljan izazov na

koji nosioci ekonomske politike kao i poslovni ljudi moraju naći adekvatan odgovor.

Finalna faza procesa jeste prodor krize u realni sektor. Stope rasta BDP u Severnoj Americi i Zapadnoj Evropi ulaze u zonu negativnih vrednosti. Privredni rast na ključnim izvoznim tržištima Srbije će se dramatično smanjiti. Iako je učešće izvoza u BDP Srbije relativno nisko, nije moguće zanemariti uticaj smanjivanja izvozne tražnje u EU na domaću privrednu aktivnost. Ovaj rizik se može multiplikovati delovanjem eventualnog rasta kreditnih rizika u sektoru preduzeća, koji, logikom negativne povratne sprege, može ponovo pokrenuti krizni ciklus u finansijskom sektoru.

3. Regulatorne reakcije na krizni proces i rizici na srednji rok

Kriza je Srbiju dočekala sa relativno visokom inflacijom i visokim kamatnim stopama. Stoga je manevarski prostor u monetarnoj politici ograničen. Duže vreme pre izbijanja krize referentna kamatna stopa NBS na dinarske plasmane bila je 15,75 posto godišnje. Strane banke su se masovno zaduživale u evrima, po kamati od oko 5–6 posto godišnje, kupovale dinare i plasirale ih u repo. To je, u odsustvu bitnijeg kursnog rizika, obezbeđivalo lukrativni i praktično nerizični profit od 9 do 10 posto na godišnjem nivou. Sa druge strane, po tom osnovu država je kumulirala značajan priliv deviza, povećavala devizne rezerve, a kurs dinara je bio stabilan. U poslednje vreme, međutim, primećujemo smanjenje repo stoka u Srbiji, kao i smanjenje međubankarskog deviznog prometa. Kao rezultat toga, dinar slabi u odnosu na evro, a devizne rezerve, iako još uvek sasvim dovoljne, polako počinju da se smanjuju. Kako bi se smanjio odliv deviza i ojačala domaća valuta, a time i smanjili inflatorni pritisci, NBS podiže ovih dana referentnu kamatnu stopu na 17,75%. Još jedan važan korak ka sprečavanju nekontrolisanog razvoja događaja, pre svega naglog smanjenja vrednosti dinara, predstavlja dobijanje kreditne linije od MMF-a. Time država dobija mogućnost da u slučaju potrebe povuče određena sredstva za hitne intervencije na tržištu radi njegove stabilizacije.

Na duži rok, nije izgledno da će se ovim merama zaustaviti klizanje dinara. Sa druge strane, dodatno podizanje ionako visoke referentne kamatne stope dodatno će poskupeti domaće kredite. Pošto strani izvori kreditiranja presušuju, to može stvoriti dodatni pritisak na sektor preduzeća. Kompanije će morati da se prilagođavaju novonastaloj situaciji u kojoj su krediti skupi ili potpuno nedostupni, a strane investicije oskudne. Glavni preostali izvori finansiranja su, u tom slučaju, relativno oskudna domaća štednja fizičkih i

pravnih lica. Jedan od osnovnih pravaca politike mora, stoga, biti, obezbeđivanje što atraktivnijih uslova za povećanje domaće štednje. Podizanje nivoa zaštite depozita i ukidanje poreza na kamate na štednju neophodne su mere u dobrom pravcu.

Ipak, nezavisno od toga šta čine nosioci ekonomske politike i regulatori, čini se izgledno da će nivo ekonomske aktivnosti u Srbiji i većini zemalja regiona u najboljem slučaju stagnirati, a verovatno i opasti, to jest da ćemo ući u period faktičke recesije. Recesija u zemljama EU i drugim zemljama u koje zemlje regiona izvoze, očekivano smanjenje likvidnosti preduzeća, kao i povećanje valutnog, kreditnog i kamatnog rizika, kao i rizika cena sirovina, bez sumnje će biti veliki izazov za kompanije iz regiona. Da bismo bolje razumeli kakve će potencijalne posledice kriza izazvati u realnom sektoru zemalja regiona, upoređićemo Sloveniju i Srbiju, kao dve zemlje koje imaju dosta komplementarnu i suštinski različitu privrednu strukturu.

U Tabeli 3, pokazujemo kako će se, po našem mišljenju, neki od važnih makroekonomskih rizika odraziti u ove dve zemlje.

Da bi se kriza preživela sa što manje negativnih posledica, a potencijalno i profitiralo na njoj, pojedinci, kompanije i cele države moraju da imaju jasne strategije održivog razvoja. Jedna od neophodnih mera moraće da bude racionalnija potrošnja, optimizacija procesa i štednja. Kompanije, ne samo u finansijskom nego i u mnogim drugim sektorima spajace se i tražiti sinergije, i moraće da poboljšavaju efikasnost korišćenja oskudnih sredstava. Sa druge strane, za one kompanije koje imaju višak kapitala otvoriće se mogućnost jeftine kupovine suštinski kvalitetnih kompanija ugrožene likvidnosti koje bi im, pre krize, bile suviše skupe. Konsolidacija finansijskog i mnogih drugih sektora izgledaju neminovne.

U narednom periodu, precizno merenje, upravljanje i supervizija rizika dobiće na značaju kako u finansijskom tako i u realnom sektoru. To je jedini način da se ponovo postepeno uspostavi poverenje među akterima na tržištu. Sve veće kompanije, ne samo finansijske, moraće da razmišljaju o tome kako da sistematski mere i upravljaju rizicima kojima su izložene.

Kompanije koje se bave proizvodnjom informacija (pre svega revizorske kuće i rejting agencije), dobiće na

Tabela 3. Uticaj krize na zemlje regiona

Tip rizika	Slovenija	Srbija
Valutni rizik	Za uvoznike nema većeg valutnog rizika jer je Slovenija u evrozoni. Slovenački izvoz će biti potencijalno značajno pogođen (recesija u EU, slabljenje kupovne moći u Rusiji i zemljama jugoistočne Evrope)	Skuplji uvoz robe, usluga i kapitala. Trgovina je bazirana većim delom na uvozu, te se mogu očekivati teški dani, posebno za male trgovce. Moguća posledica je još značajnija koncentracija tržišta.
Rizik cena sirovina	Sloveniji će pogodovati očekivani pad cena sirovina, pošto ih uglavnom uvozi.	Srbija bi bila pogođena očekivanim padom cena sirovina koje izvozi (čelik, poljoprivredni proizvodi, hemija) ali bi se troškovi smanjili u slučaju pojeftinjenja nafte i gasa.
Kreditni rizik	Ne bi trebalo očekivati da će kreditni rizik u Sloveniji značajnije porasti u finansijskom sektoru zbog spremnosti ECB da interveniše. Ograničen udeo stranih kompanija u finansijskom sektoru donekle limitira prelivanje krize. Problem mogu imati slovenačke banke sa izloženošću izvan evrozona. Glavni potencijalni generator kreditnog rizika u realnom sektoru je smanjenje mogućnosti izvoza u EU, Rusiju i zemlje zapadnog Balkana.	Glavna opasnost mogla bi biti prelivanje valutnog u kreditni rizik. Slabljenje dinara poskupljuje kredite vezane za strane valute, pa u slučaju nagle depresijacije dinara prema evru kreditni rizik može biti značajno povećan. U realnom sektoru, izvoznici mogu imati problema zbog recesije u okruženju, uprkos tome što su konkurentniji zbog povoljnijeg kursa.
Kamatni rizik	Preduzećima u realnom sektoru u Sloveniji pogodovaće najavljenije smanjenje kamatnih stopa u evrozoni.	Dinarski i devizni krediti u Srbiji poskupljuju. To povećava troškove poslovanja i smanjuje profitabilnost kompanija.
Rizik cena nekretnina	Može se očekivati zaustavljanje rasta i postepeni pad cena nekretnina, mada u Sloveniji verovatno taj efekat neće biti posebno snažan zbog toga što stranci nisu glavni generatori tražnje, a kamatne stope će padati.	Skuplji krediti negativno će se odraziti na vrednost nekretnina. Zavisnost od stranih investitora takođe će se negativno odraziti na cene. Ono što može da ih donekle drži na sadašnjem nivou je oskudna ponuda.
Rizik likvidnosti	U odnosu na stanje pre krize, probleme sa likvidnošću verovatno mogu očekivati izvoznici, kompanije koje upravljaju investicionim fondovima i druge kompanije iz finansijskog sektora koje nemaju eksplicitnu podršku države. Kompanije sa značajnim rezervama gotovine imaju priliku da jeftino kupuju dobre kompanije koje imaju problem likvidnosti, kako u Sloveniji tako i u regionu.	U odnosu na stanje pre krize, u problemu mogu biti kako uvoznici, tako i izvoznici. U ozbiljnom problemu mogu biti i kompanije koje upravljaju investicionim fondovima i druge kompanije iz finansijskog sektora koje nemaju eksplicitnu podršku države. Kompanije sa značajnim rezervama gotovine imaju priliku da jeftino preuzmu dobre kompanije koje imaju problem likvidnosti.

značaju u narednom periodu, ali će se od njih zahtevati i fundamentalno drugačiji, suštinski bolji, pristup u radu. U obnovljenom finansijskom sistemu, moraće doći do konvergencije između finansijskog izveštavanja i izveštavanja o rizicima. Novi računovodstveni standardi će, po svoj prilici, biti bazirani na fer vrednosti aktive i pasive (takozvani potpuni *fair value* metod), i biće dopunjeni detaljnim opisom metodologije procene, kao i procenom greške merenja. To su samo neke od promena koje nas, vrlo verovatno, očekuju u narednom periodu.

Države, kompanije i pojedinci koji pripremljeno uđu u ovaj veoma važan period i koji donesu dobre strateške odluke – imaju prilike da iz nastupajuće krize izađu kao pobednici. Mnogi drugi će se naći na velikim mukama.

Osvrt 6. Prošireno dejstvo Opšteg kolektivnog ugovora – kolektivna neodgovornost socijalnih partnera

Mihail Arandarenko, Miloško Arsić***

Opštim kolektivnim ugovorom (OKU) koji su dve reprezentativne sindikalne konfederacije, Unija poslodavaca i Vlada potpisale u novembru 2008. godine, svim radnicima u Srbiji se, pored minimalne zarade, garantuje mesečna naknada za topli obrok (15% prosečne zarade) i regres za godišnji odmor (75% prosečne mesečne zarade na godišnjem nivou). Pored ovih naknada, OKU radnicima u Srbiji obećava značajno veće otpremnine u slučaju otpuštanja, veće naknade za minuli rad, rad tokom praznika i druge finansijske nadoknade, u odnosu na iznose koje propisuje Zakon o radu.

Po mnogo čemu, novi OKU podseća na OKU iz devedesetih godina, koji je radnicima davao velike, a u suštini prazne garancije u pogledu zarada i ostalih primanja. Podsetimo da je prvi OKU stupio na snagu januara 1991. i da je garantovao minimalnu satnicu od 19,5 dinara, odnosno 3.560 dinara mesečno, što je bilo oko 350 tadašnjih nemačkih maraka. Posle samo godinu dana 'primene', minimalna plata za 1992. utvrđena je na svega 80 maraka, da bi posle još pola godine OKU bio suspendovan na neodređeno vreme, a prosečne plate se u 1993. survale na par desetina maraka. Kolikogod poređenje sadašnje i tadašnje situacije deluje preuveličano i odveć pesimistički, ipak se postavlja legitimno pitanje **da li je novi OKU primeren trenutnoj društvenoj klimi i privrednim uslovima u Srbiji?**

Posebnu pažnju privlače odredbe o zagarantovanim naknadama za topli obrok (ishranu na poslu) i regres za korišćenje godišnjeg odmora – jer **bi po osnovu te dve**

odredbe primanja zaposlenih u Srbiji trebalo da se povećaju za preko 20% prosečne zarade u Republici.¹

Od suštinske je važnosti da se procene **hipotetičke posledice** pomenutih odredbi OKU: *na makroekonomsku stabilnost* (inflaciju i spoljni deficit), *konkurentnost privrede Srbije i tražnju za radnom snagom*.

Ukoliko bi se primanja dva miliona zaposlenih u Srbiji povećala za 20% republičkog proseka, prosečna neto zarada u Srbiji bi porasla za oko 7.000 dinara, dok bi troškovi poslodavaca, kada se uzmu u obzir pripadajući porezi i doprinosi, porasli za 11.500 dinara.² Nakon ovog hipotetičkog povećanja primanja zaposlenih, učešće troškova rada u bruto domaćem proizvodu bi poraslo za blizu 10% BDP, dok bi prosečna neto zarada u Srbiji porasla za blizu 100 evra i iznosila skoro 500 evra mesečno. Povećanje neto zarada uticalo bi direktno na povećanje domaće tražnje za blizu dve milijarde evra, odnosno oko 6% BDP. U meri u kojoj se penzije i socijalna davanja (kao što su materijalno obezbeđenje porodice i dečji dodaci) usklađuju sa rastom plata, to bi dovelo do značajnog pritiska na budžet, rasta budžetskog deficita i dodatnog rasta domaće tražnje. Ovakav rast tražnje u kratkom periodu generisao bi **izuzetno snažan pritisak na rast inflacije i spoljnotrgovinskog deficita**.

S obzirom na to da u kratkom roku nije moguće kroz rast produktivnosti apsorbovati rast zarada od 20%, u delatnostima u kojima zbog snažne uvozne konkurencije nije moguće povećati cene proizvoda – rezultat bi bio pogoršanje poslovanja preduzeća, koje bi u brojnim

** Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu i FREN.

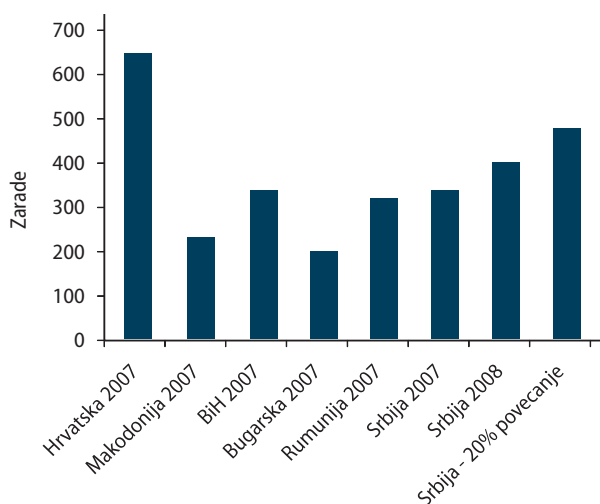
** Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu i FREN.

1 Većina poslodavaca u Srbiji regres za godišnji odmor isplaćuje u 12 mesečnih isplata, što bi iznosilo 6,25% prosečne zarade mesečno za regres, plus 15% za topli obrok – što ukupno čini 21,25% prosečne zarade.

2 Prikazana je računica na osnovu registrovane neto prosečne zarade u Republici u periodu avgust–septembar, od oko 33.000 dinara.

slučajevima imalo za posledicu njihov stečaj. Naime, u uslovima globalizovanog tržišta u kome se cene većine roba formiraju na svetskom ili regionalnom tržištu, konkurentnost jedne privrede u velikoj meri zavisi od toga da li su zarade u toj privredi usklađene sa njenom produktivnošću. Grafikon 1 i 2 prikazuju da su zarade u Srbiji već sada među najvišim u regionu, a slika postaje još nepovoljnija ukoliko se uzme u obzir i nivo privrednog razvoja – po kojem je Srbija rangirana u donjoj polovini u regionu.

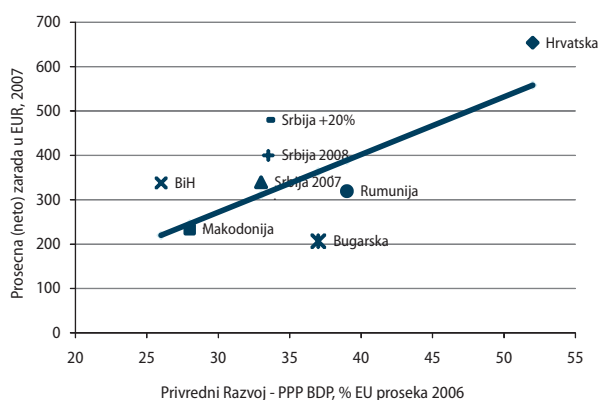
Grafikon 1. Prosečne neto zarade u regionu, u evrima



Izvor: Kalkulacije autora na osnovu zvanične statistike.

Napomena: Pri računanju prosečnih plata u Srbiji u 2007 i 2008 godini korišćen kurs od 82 dinara za evro.

Grafikon 2. Odnos prosečnih zarada i privrednog razvoja u regionu



Izvor: Kalkulacije autora na osnovu zvanične statistike.

Napomena: Pri računanju prosečnih plata u Srbiji u 2007 i 2008 godini korišćen kurs od 82 dinara za evro.

Poređenjem sa okolnim zemljama možemo primetiti da su zarade u Srbiji već sada precenjene u odnosu na nivo privrednog razvoja, te bi njihovo povećanje za 20% dodatno **potkopalo regionalnu konkurentnost srpske privrede i smanjilo nivo stranih direktnih investicija, dok bi smanjenje tražnje za radnom snagom povećalo**

nezaposlenost u Srbiji. Prethodna hipotetička analiza je predstavila direktne ekonomske posledice koje bi nastale doslovnom primenom i sprovođenjem u delo odredbi OKU koje se tiču zagarantovanih naknada za topli obrok i regres. Međutim, već je pomenuto da nedavno potpisani OKU jako nalikuje OKU iz devedesetih godina – čije mnoge odredbe nisu bile primerene tržišnoj privredi kojoj Srbija stremi. Otuda se postavlja pitanje **koje bi bile stvarne posledice ovih odredbi OKU i kako bi tržište rada moglo da reaguje na njih.** Ovde je neophodno napraviti razliku između zaposlenih u državnom sektoru, zaposlenih u uspešnim privatnim firmama i zaposlenih u manje profitabilnim malim i srednjim preduzećima.

Od dva miliona ukupno formalno zaposlenih u Srbiji, **430.000 radnika je zaposleno u sektoru države.**³ S obzirom na to da država ne posluje na “tržišnim principima”, postoji mogućnost da se, uz političku podršku, zaposlenim u sektoru države primanja uvećaju u skladu sa odredbama OKU. Međutim, to bi rezultovalo povećanjem javne potrošnje za 2% BDP-a i povećanjem ionako visokog fiskalnog deficita. Makroekonomske posledice ovakvog povećanja primanja zaposlenih u sektoru države bile bi u skladu s ranije iznetim hipotetičkim scenarijem/posledicama, samo manjeg obima – jer bi ukupno povećanje mase zarada i domaće tražnje bilo manje.⁴

Preko **600.000 radnika u Srbiji je zaposleno u relativno uspešnim privatnim firmama** i trenutno prima zarade koje su značajno više od minimalne garantovane zarade i na nivou su republičkog proseka. S obzirom na to da pomenute privatne firme posluju u tržišnim uslovima, zarade njihovih zaposlenih su (koliko-toliko) tržišno određene u skladu s dodatnom vrednosti koju radnici stvaraju. Otuda nije realno očekivati da će se plate ovih radnika promeniti zbog usvajanja jednog čisto administrativnog akta kakav je OKU. Naprotiv, realno je očekivati da će uspešne privatne firme reagovati na usvajanje OKU tako što će formalne zarade svojih zaposlenih smanjiti za iznos naknade za topli obrok i regres, koje će početi formalno posebno da prikazuju – tako da se **ukupna primanja ovih radnika neće promeniti.**

Oko **400.000 zaposlenih trenutno prima minimalnu zaradu**, koja iznosi oko 40% prosečne zarade u Republici. Još oko 350.000 radnika prima zaradu koja je manja od 61% republičkog proseka – koliko bi iznosila

³ U državnoj upravi oko 210.000 zaposlenih uključujući policiju i vojsku, u obrazovanju 120.000 zaposlenih i preko 100.000 zaposlenih u zdravstvu.

⁴ Situacija sa oko 150.000 zaposlenih u javnim preduzećima je slična sa zaposlenima u sektoru države – jer su većina javnih preduzeća u monopolističkom položaju koji im omogućava da troškove poslovanja prevale na potrošače.

minimalna zagarantovana zarada kada stupe na snagu odredbe OKU. Očigledno je da će **poslodavci preko 700.000 radnika u Srbiji imati finansijskih problema da ispune odredbe OKU⁵** i isplate svojim zaposlenima barem minimalne zarade – koje će iznositi preko 60% republičkog proseka! Odgovor na pitanje kako će pomenuti poslodavci ispuniti odredbe OKU – dali su članovi socijalno-ekonomskog saveta odmah nakon zvaničnog potpisivanja OKU. Tada je naime navedeno – da će poslodavci čiji zaposleni primaju minimalne zarade biti oslobođeni poštovanja OKU!

Poznato je da menadžeri i ključni zaposleni po pravilu nisu članovi sindikata zaposlenih ni u jednoj zemlji – jer su u stanju da za sebe ispregovaraju bolje uslove nego što je to slučaj sa prosečnim zaposlenim. Cilj sindikata jeste upravo da štite prava prosečnog radnika za koja on sam ne bi bio u stanju da se izbori. **Kakva je onda svrha usvajanja OKU iz čijeg će dejstva biti izuzeti najugroženiji radnici?**

Takođe, može se očekivati da će usvajanje OKU imati negativnih efekata na nivo stranih direktnih investicija i otežati privlačenje *greenfield* investicija, naročito u radnointenzivnim granama privrede. Naime, OKU će prouzrokovati povećanje efektivne minimalne zarade za čitavih 50% – sa 165 evra na blizu 250 evra! Poređenja radi, u Bugarskoj, koja je član EU i na višem nivou privrednog razvoja od Srbije – prosečna neto zarada iznosi 250 evra. Ovako drastično povećanje minimalne zarade će svakako opteretiti legalno poslovanje privrednim subjektima, dok će povećanje troškova rada smanjiti potražnju na tržištu rada i dodatno otežati poziciju pola miliona nezaposlenih u Srbiji!

Zaključak

Nedavno usvajanje OKU u njegovom proširenom delovanju, u mnogim segmentima predstavlja imitaciju OKU iz devedesetih godina, nije primereno sadašnjim privrednim uslovima u Srbiji i predstavlja ekonomski neodgovaran čin Vlade, socijalno neodgovoran čin reprezentativnih sindikata, i skoro samoubilački akt Unije poslodavaca. Ovakav OKU neće u realnosti biti u stanju da poboljša životni standard većine zaposlenih u Srbiji. Jedini koji bi mogli da imaju koristi od njega su zaposleni u javnom sektoru, koji su već sada u povlašćenom položaju na tržištu rada, kako po visini primanja, tako i po uslovima rada i sigurnosti radnog mesta. Nove beneficije zaposlenih u državnoj upravi i javnim preduzećima bi naravno platili preostali privredni akteri. Ali i te koristi bi bile kratkotrajne i

prividne, jer bi se njima saseklo zdravo tkivo privatnog sektora od koga dugoročno zavisi privredni napredak Srbije. Mnoge odredbe postojećeg Zakona o radu koje štite prava zaposlenih su u praksi samo mrtvo slovo na papiru, te bi možda bilo produktivnije da se sindikati zalažu za dosledno sprovođenje postojećih zakona, umesto podizanja nerealnih očekivanja insistiranjem na univerzalnom uvođenju toplog obroka i regresa.

Ali dok se ponašanje sindikata može razumeti, potpis Unije poslodavaca na prošireno dejstvo OKU ponovo otvara pitanje njenog legitimiteta – odnosno, čije interese ona zapravo zastupa. Sigurni smo da ne zastupa interese najvažnijih i najvitalnijih preduzeća, u kojima je skoncentrisan najveći broj zaposlenih i koja u narednim godinama treba da iznesu na svojim plećima lavovski deo rasta društvenog proizvoda i zaposlenosti. Ipak, odgovornost Vlade kao ubedljivo najsnažnijeg socijalnog partnera je najveća. Staviti potpis na dokument za koji se unapred zna da je nemoguće ostvariti njegovu primenu, ilustracija je nedostatka odgovornosti i neprijatno podseća na devedesete.

OKU predstavlja značajan korak unazad u reformi tržišta rada u Srbiji, između ostalog i zbog toga što se uvode pravila koja će neki učesnici morati da poštuju, a drugi ne. Takođe, postojanje organa koji će procenjivati ko može, a ko ne može da poštuje odredbe OKU, narušavaće ravnopravnost učesnika na tržištu i predstavljati potencijalni izvor korupcije.

⁵ Radi se uglavnom o malim i srednjim privatnim preduzećima, društvenim preduzećima u ili pred stečajem, malim preduzetničkim prodavnicama i zanatlijskim radnjama.