

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TREDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 15 • oktobar–decembar 2008

Beograd, mart 2009

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

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

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

REDAKCIJA
Pavle Petrović (glavni i odgovorni urednik)
Maja Jandrić (urednik *Trendova*)
Milojko Arsić
Sonja Avlijaš
Danko Brčerević
Jasna Dimitrijević
Vuk Đoković
Mirjana Gligorić
Srđan Kokotović
Goran Radosavljević
Duško Vasiljević
Katarina Bojić (izvršni urednik)

SARADNICI U OVOM BROJU
Ivan Kalafatić
Tatjana Karaulac
Aleksa Nenadović
Marina Petrović
Ivan Rajić
Saša Randelović
Svetozar Tanasković

LEKTURA
Anka Jakšić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE
Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM
Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA
Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA
Alta Nova

TIRAŽ
550 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 reproducovati bez prethodne pismene dozvole nosioca autorskih prava, ali je prilikom njihovog korišćenja obavezno navođenje izvora.

Sadržaj

Uvodnik	5	OSVRTI: Svetska finansijska kriza i Srbija
TRENDovi		
1. Pregled		<i>Osvrt 1.</i> Opcije fiskalne politike u uslovima recesije: Srbija 2009. godine 64
Izabrani pokazatelji: tabelarni pregled	7	<i>Osvrt 2.</i> Dometi i ograničenja antirecesionih mera Vlade Republike Srbije 67
2. Cene i devizni kurs		<i>Osvrt 3.</i> Efekti mera Narodne banke Srbije na bankarski sistem 71
Kurs nema veliki prenos na inflaciju; procenjujemo da se inflacija ipak nije otrola kontroli	10	<i>Osvrt 4.</i> Efekti svetske ekonomske krize na tržište rada Srbije 73
3. Zaposlenost i zarade		
Broj „dobrih“ poslova opada, dok broj „loših“ poslova raste; rast zarada usporava	17	
4. Privredna aktivnost		POD LUPOM
Snažno kočenje privredne aktivnosti; raste verovatnoća da će se ući u recesiju	24	<i>Pod lupom 1:</i>
5. Platni bilans i spoljna trgovina		Korporativno upravljanje u Srbiji:
Smanjenje spoljnotrgovinskog deficit-a, ali se, prvi put, beleži deficit po osnovu finansijskih transakcija	31	transparentnost i objavljivanje informacija 76
6. Fiskalni tokovi i politika		<i>Katarina Đulić</i>
Visok konsolidovani deficit javne potrošnje – posledica svesnog povećanja javne potrošnje i neplaniranog pada prihoda	37	U ovom tekstu prikazujemo i analiziramo glavne rezultate istraživanja o tome: kako i koliko srpska akcionarska društva primenjuju OECD principe korporativnog upravljanja. Istraživanje je pokazalo da je kvalitet korporativnog upravljanja u srpskim akcionarskim društvima na vrlo niskom nivou.
7. Monetarni tokovi i politika		<i>Pod lupom 2:</i>
Monetarno kočenje usled naglog zaustavljanja kredita i odbrane dinara	42	Anatomija ruske finansijske krize 87
8. Finansijska tržišta		<i>Željko Bogetic</i>
U odnosu na isti period prethodne godine na Beogradskoj berzi i dalje smanjena aktivnost	51	Nakon decenije visokih stopa rasta, ruska privreda je ušla u fazu značajnog usporavanja u uslovima globalne finansijske krize. Ukupni odgovor ekonomske politike na novonastalu situaciju bio je do sada prilično brz, po obimu masivan i relativno koordinisan, što je pomoglo da se ograniči početni udar krize. Nakon pregleda nekih dimenzija ruskog iskustva sa tekućom krizom, ovaj članak iznosi odgovarajuće implikacije za manje zemlje kao što su Srbija i Crna Gora, koje su, takođe, izložene sličnim udarima globalne finansijske krize.
9. Međunarodno okruženje		
projekcije stopa rasta se sistematski koriguju naniže, i za zemlje u razvoju i za razvijene zemlje	55	

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

Podatke dajemo u valuti u kojoj se bitni ekonomski procesi najbolje odražavaju, bez obzira na to u kojoj valutu 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, zamenujemo 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 direktnе investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Zaustavljanje rasta proizvodnje i verovatna recesija predstavljaju sada osnovni problem privrede Srbije. Inflacija je trenutno još uvek značajna, ali je uglavnom rezultat administrativnih promena cena; tržišna inflacija nije velika, i nastupajuća recesija će je držati pod kontrolom.

Rast bruto domaćeg proizvoda (BDP) se, najmanje, prepolovio u Q4 2008. u odnosu na prethodni kvartal, a postoje indicije i da se potpuno zakocio (v. deo 4. Trendova). Industrija je naročito pogodjena i beleži značajan pad u decembru, a pogotovo u januaru. Ovo kočenje privredne aktivnosti nastalo je usled naglog zaustavljanja kredita privredi i stanovništву nakon izbijanja krize (v. deo 7. Trendova, Tabela T7-5). Naime, nemogućnost dodatnog zaduživanja u inostranstvu, kao i povlačenje devizne štednje snažno je smanjilo izvore za nove kredite. Sve se to odrazilo na značajno smanjenje domaće tražnje, a ona je bila osnovni činilac kočenja privredne aktivnosti. Drugi, manje značajan, kanal zaustavljanja proizvodnje jeste pad izvozne tražnje: njegov negativni uticaj je fokusiran na industriju (v. deo 4. Trendova).

Prva reakcija fiskalne i monetarne politike na udar svetske krize bila je nekoordinirana i delom takva kao da krize i nema. Fiskalna politika, pod pritiskom populističkih predizbornih obećanja, i uprkos nastupajućoj krizi – povećava tekuću potrošnju. Narodna banka Srbije je braneći dinar od snažnog pada iznuđeno vodila restriktivnu politiku, dok je glavno monetarno zatezanje izazvano egzogeno, van NBS, gore opisanim naglim zaustavljanjem kredita. Tako je neplanirana reakcija na krizu bila: ekspanzivna fiskalna i restriktivna monetarna politika.

Fiskalna ekspanzija u Q4 2008., sa kvartalnim deficitom od ogromnih 6,5% BDP-a, uporediva je samo sa velikim rastom javne potrošnje i rezultirajućim deficitima ostvarenim u kvartalima neposredno pred ranije izbore. Ova politika nije bila promišljen odgovor na svetsku krizu već rezultat „gledanja unazad”, tj. ispunjavanja predizbornih obećanja datih pred izbore u maju 2008. Tako se u oktobru 2008., kada je kriza već uveliko „drmala” najjače svetske ekonomije, kod nas donosi rebalans budžeta za 2008. godinu i značajno povećavaju rashodi. S druge strane, potcenjujući, delom i objektivno, udar krize na pad potrošnje i privredne aktivnosti u Srbiji, ne anticipira se naglo usporavanje javnih prihoda. Tako, prvi put posle dužeg vremena, dolazi do pada javnih prihoda, u realnom izrazu, za 0,7% u odnosu na isti kvartal 2007. godine. Kombinacija svesnog povećanja javne potrošnje

i neplaniranog pada prihoda, dovela je do velike fiskalne ekspanzije u Q4 2008. Ovo znatno sužava prostor za vođenje antirecesione politike u 2009; naime, ugrađeni rast rashoda za penzije u 2009. iznosi oko 35 milijardi dinara, dok je Vlada Srbije za stimulisanje privrede izdvojila osam milijardi dinara.

Monetarno kočenje u Q4 2008. desilo se pre svega usled naglog zaustavljanja kredita, a zatim i usled odbrane dinara, jer prodaja deviznih rezervi Narodne banke ima i drugu stranu, a to je povlačenje dinara. Dizanje referentne kamatne stope NBS na 17,75%, iako se može opravdati kao energična poruka da će se potencijalna kriza dinara sprečiti, nije se pokazalo efikasnim u odbrani dinara. Ispostavilo se da su banke, kada su bile suočene sa izborom između dinara sa prinosom od 17,75% i deviza sa minimalnim prinosom – izabarale ovo drugo. Ovaj izbor su banke poslednji put napravile u decembru, a on implicira da one očekuju depresiju dinara od preko 15% u sledećih godinu dana. U svakom slučaju, u kriznim i neizvesnim vremenima bila bi potrebna neizdrživo visoka kamatna stopa da bi parirala strahu od budućeg pada domaće valute.

U 2009. ekspanzivnost fiskalne politike predodređena je velikim ugrađenim rastom rashoda na kraju prošle godine, s jedne strane, i manjim javnim prihodima od planiranih usled naglog kočenja potrošnje i proizvodnje, s druge. Posledično, planirani konsolidovani fiskalni deficit u 2009. (1,75% BDP-a) verovatno bi se više nego udvostručio ako ne bi došlo do smanjivanja rashoda i/ili povećanja prihoda. S druge strane, insistiranje na planiranom deficitu značilo bi verovatno politički neprihvatljivo smanjenje potrošnje (plata, penzija), a delom ne bi bilo ni ekonomski opravdano.

Naime, kada recesija nastupa, i kada se usled toga privatni sektor uzdržava od potrošnje, legitimno je da država „uskoči” s rastom svoje potrošnje i rezultirajućim fiskalnim deficitom, stimulišući na taj način posustalu proizvodnju. U takvoj situaciji radi se o cikličnom fiskalnom deficitu koji se javlja kada je privredna aktivnost slaba, ali koji zato treba da bude praćen fiskalnim suficitom kada privreda snažno raste, kao što je to bilo u Srbiji od 2005. do sredine 2008. Problem je u tome što Srbija u tim povoljnim vremenima nije, kao što sad namerava, vodila anticikličnu fiskalnu politiku što bi značilo suficit ili bar izbalansirani budžet. Da je to uradila, Srbija je mogla, umesto izmišljanja NIP-a pred izbore, „da skloni u stranu” 1,5 milijardu evra od privatizacije i da ih sada, kada je zaista kritično,

upotrebi za neophodno povećanje potrošnje. Efekti bi bili dvostruko pozitivni. Prvo, vrednost dinara se ne bi dramatično povećala, kako se to usled velikog priliva evra desilo u drugoj polovini 2006, te dinar ne bi bio toliko precenjen a samim tim i sadašnji njegov pad bi bio manji. Drugo, dodatna potrošnja danas znači i dodatni spoljni deficit, a za njegovo finansiranje su potrebni dodatni evri. Stoga, da je bilo prethodne uštede u evrima, ona bi sada adresirala finasiranje kako dodatne javne potrošnje, tako i rezultirajućeg spoljnog deficit-a. Umesto toga, država će u 2009. morati da se zaduži u inostranstvu da bi obezbedila svoju potrošnju i pokrila deficit. Dodatno, biće neophodno da se smanje neki od planiranih javnih rashoda za što izgleda ne postoji spremnost, i/ili da se povećaju porezi što je najgore rešenje. Uz smanjenje potrošnje, fiskalni deficit bi se mogao zadržati na 3% BDP-a, što bi verovatno moglo da se finansira iz inostranstva. To bi, uz isplatu stare devizne štednje, dalo podsticaj potrošnji od oko 3,5% BDP-a (v. Osvrt 1). Međutim, prethodno povećanje deficit-a moralno bi da bude praćeno kredibilnim planom njegovog smanjivanja i prelaska na deficit u srednjem roku. To znači da se opravdana, anticiklična fiskalna politika vodi i kada treba štedeti, a ne samo kao opravdanje za veće državno trošenje.

Monetarna politika u 2009. treba prvenstveno da nadzire inflaciju i deprecijaciju dinara; nije, međutim, isključeno da će i ona morati da popusti kako bi se izbegla oštra recesija. Inflacija se, uprkos značajnom padu dinara nije otrglala kontroli. Od septembra do januara dinar je deprecirao 21%, a (bazna) inflacija za taj period iznosila je samo 3,25%, te gruba procena kaže da se samo 15% pada dinara prenelo na cene (v. deo 2 Trendova). Nadalje, rast cena u januaru jeste visok (3%), ali je pre svega rezultat administrativnog usklađivanja cena i podizanja akciza. Tržišna (bazna) inflacija je samo 1%, što ukazuje da se inflacija ne ubrzava. Usporavanje privredne aktivnosti i potrošnje tokom 2009. držće inflaciju pod kontrolom.

U retrospektivi, NBS je verovatno preterano branila dinar, kako u pogledu nivoa na kojem ga je branila tako i dužine perioda u kojem je to preduzimala. Kada je kurs dinara početkom decembra skočio na 92 dinara za evro, kurs nije trebalo vraćati na 84 dinara, kao što verovatno nije trebalo intervenisati sa 480 miliona evra da se tokom januara i prve polovine februara kurs održi između 90 i 95 dinara za evro. Generalno, treba dozvoliti da dinar brže padne na svoju srednjoročno održivu vrednost. Prvo, zato što se najveći deo pada već odigrao, drugo, zato što su se devizne rezerve opasno smanjile, te mogu da izazovu špekulativni napad na dinar, i napokon – zato što će smanjena i stabilna (održiva) vrednost dinara biti jasna osnova za srednjoročne ekonomski odluke.

Negativni efekti bržeg pada dinara na inflaciju su, videli smo, za sada mali; čak iako bi se udvostručili ne bi predstavljali veliku opasnost. S druge strane, postoje značajni pozitivni efekti pada vrednosti precenjenog dinara. Deprecijacija valute deluje stimulativno na privrednu aktivnost, te predstavlja dodatnu meru koja može da parira nastupajućoj recesiji u Srbiji. Naime, svođenje precenjenog dinara na nižu, „pravu“ vrednost – okrenula bi deo tražnje od uvoznih ka domaćim proizvodima: onim koji konkurišu uvozu i izvoznim (razmenjiva dobra). Sledеći važan efekat prilagođavanja dinara jeste smanjivanje ogromnog spoljnotrgovinskog deficit-a Srbije, pre svega smanjivanjem uvoza, a potom i povećanjem izvoza. Empirijska istraživanja u svetu, a i kod nas, pokazuju da, uz izvesno vremensko kašnjenje, izneti pozitivni efekti realnog pada domaće valute deluju.

Najzad, sada je prilika da se postigne „prava“ niža vrednost dinara koja će se srednjoročno održati i biti spojiva sa tekućim deficitom spoljnog računa ispod 10% BDP-a. Naime, prethodne godine sa precenjenim dinarom i deficitom tekućeg računa od preko 15% BDP-a, bile su neodržive i bez svetske krize – kriza je to samo brže iznela na videlo. Precjenjeni dinar je takođe davao loš signal privredi Srbije, stimulišući aktivnost nerazmenjivih sektora: trgovine, usluga, građevinarstva, nekretnina i sl., a na štetu razmenjivih sektora, pre svega prerađivačke industrije. Ekonomski održiv rast, sa spoljnim deficitom ispod 10% BDP-a, zahteva nižu vrednost dinara koja će podsticati proizvodnju naprednog razmenjivog sektora. Naime, proizvodnja razmenjivih dobara pripada modernim sektorima koji se takmiče sa inostranstvom, te na njima prvenstveno treba da se bazira rast privrede Srbije.

Tekstovi u rubrici *Osvrti* se i u ovom broju *QM-a* bave efektima krize na Srbiju kao i odgovorom nosilaca ekonomskog politike: analiziramo opcije fiskalne politike u uslovima recesije (Osvrt 1: Arsić, M.) domete i ograničenja antirecesionih mera Vlade Republike Srbije (Osvrt 2: Arsić, M.), efekte svetske ekonomskog krize na tržište rada u Srbiji (Osvrt 4: Arandarenko, M.), kao i efekte mera NBS na bankarski sistem (Osvrt 3: Kokotović, S.). Tekstovi u rubrici *Pod lupom* daju pregled nekih dimenzija ruskog iskustva sa tekućom krizom, uz odgovarajuće implikacije za manje zemlje kao što su Srbija i Crna Gora (Lupa 2: Bojetić, Ž.), kao i glavne rezultate ekstenzivnog istraživanja na temu kako i koliko srpska akcionarska društva primenjuju OECD princip korporativnog upravljanja (Lupa 1: Đulić, K.).



TREND OVI

1. Pregled

Privredna aktivnost je u Q4 usporila svoj rast znatno oštije nego što smo očekivali – stopa rasta se u Q4 prepolovila u odnosu na Q3, što ukazuje na snažno kočenje privredne aktivnosti. Iako je, ukupno posmatrano, 2008. bila godina solidnog privrednog rasta od oko 5,4%, evidentno je da je ovaj rast zbir dva različita trenda: visokog rasta u prvoj i snažnog usporavanja u drugoj polovini godine. Godinu završavamo s rastom BDP-a koji je niži od 3%, a kada bismo iz privredne aktivnosti isključili povoljne egzogene uticaje na poljoprivredu i građevinarstvo, kao i uticaj deprecijacije dinara na rast finansijskog sektora, dobija se *de facto* stagnacija, tj. međugodišnji rast od svega 0,8%. Najjači udar pretrpela je industrijska proizvodnja koja je zabeležila najveći pad u okviru BDP-a. Preokret trenda u proizvodnji prerađivačke industrije (a samim tim i u ukupnoj industrijskoj proizvodnji) desio se još u avgustu, kada je industrijska proizvodnja, posle vrlo visokih međugodišnjih stopa rasta, naglo ušla u stagnaciju, da bi u Q4 međugodišnje stope rasta postale izrazito negativne (*odeljak 4. Privredna aktivnost*). Ukoliko ne dođe do malo verovatnog preokreta trenda, ulazak u recesiju u 2009. postaje sve izvesniji.

Najnoviji podaci upravo i ukazuju na snažne recesione tendencije početkom 2009: (1) industrijska proizvodnja je u januaru manja za 17,1% u odnosu na januar 2008. godine – prerađivačka industrija zabeležila je međugodišnji pad od gotovo 25%, (2) uvoz je u januaru imao međugodišnji pad od 37,5%, a izvoz od 13,8% i (3) promet u trgovini na malo je takođe u januaru imao realni međugodišnji pad koji je iznosio 5,6%. Ako bismo isključili uticaj vanrednih okolnosti koje su zadesile privrednu Srbiju u januaru, navedeni podaci nedvosmisleno ukazuju na značajan pad privredne aktivnosti.

Orijentacioni pokazatelj privrednog rasta u Srbiji u 2009. bi mogao biti i očekivani rast u centralnoj i istočnoj Evropi, gde MMF prognozira stagnaciju proizvodnje (projekcija za 2009. godinu je -0,4%). S druge strane, NBS u svom najnovijem Izveštaju o inflaciji, uz znatne ograde, kao optimističku varijantu uzima rast BDP-a u 2009. od 1,5% do 2%, te bi se to moglo uzeti kao gornja granica privrednog rasta za Srbiju u ovoj godini, pod prepostavkom da dođe do oporavka u drugoj polovini godine.

Pad privredne aktivnosti izazvan je pre svega **padom agregatne tražnje** – kako domaće, tako i izvozne. Pad izvozne tražnje izazvan recesijom u razvijenim zemljama srpsku privredu je naročito pogodio kroz smanjenje tražnje za osnovnim metalima, gumom i plastikom i proizvodima hemijske industrije, što se odrazilo kroz značajan pad proizvodnje u tim sektorima. Ipak, i pored činjenice da je pad izvozne tražnje bio znatno izraženiji od pada domaće tražnje, njen udeo u ukupnoj tražnji je relativno nizak, pa je dominantan uticaj na pad privredne aktivnosti imao upravo pad domaće tražnje. Pad domaće tražnje je prvenstveno izazvan dramatičnim kočenjem kreditne aktivnosti. Stagnacija kredita iz domaćeg bankarskog sektora izazvana je smanjenjem izvora banaka za nove plasmane. Naime, skoro svi izvori za nove plasmane banaka su presušili: kapital i rezerve preračunate u evrima su pale za 572 miliona evra, nova devizna štednja pala je za 960 miliona evra, a depoziti privrede za 113 miliona evra (*odeljak 7. Monetarni tokovi i politika*). S druge strane, naglo zaustavljanje priliva direktnih kredita iz inostranstva (*cross-border*) – direktna je posledica svetske finansijske krize. Ove promene kreditne aktivnosti se oslikavaju kroz dinamiku najšireg agregata novčane mase M2 (koji obuhvata i devizne depozite). Kretanje neto strane aktive (NSA) i neto domaće aktive (NDA) ukazuju na činjenicu da je promena novčane mase u Q4 rezultat nekoliko divergentnih tendencija. Naime, ukupan prirast novčane mase (0,8%) nastao je kao rezultat pada neto strane aktive (-5,8%) i povećanja neto domaće aktive (6,6%). Smanjenje NSA, tj. neto deviznih rezervi, izazvano je intervencijama NBS na deviznom tržištu da bi se odbranio dinar od veće deprecijacije – i delovalo je restriktivno. Krediti nedržavnom sektoru imali su blagi negativan doprinos ukupnom povećanju NDA, dok je ukupno povećanje NDA posledica povećanja neto kreditiranja države, što faktički znači da ovaj rast odražava efekat ekspanzivne fiskalne politike. Zaključak je da je prestanak rasta kredita privredi i stanovništvu glavni uzročnik monetarne kontrakcije, a time i pada agregatne tražnje. Osim toga,

značajna monetarna kontrakcija izazvana je i povlačenjem dinara preko prodaje deviznih rezervi. Paralelno s tim, država je finansirajući fiskalni deficit u Q4 i trošeći svoje depozite, uticala na rast ponude novca i agregatne tražnje.

Najjači udar svetske ekonomske krize na Srbiju manifestovao se kroz nagli pad priliva stranog kapitala. Prvi put je zabeležen **deficit po osnovu finansijskih transakcija** koji je uz tekući deficit pokriven smanjenjem deviznih rezervi (*odeljak 5. Platni bilans i spoljna trgovina*). Deficit bilansa tekućeg računa u Q4 je značajno ispod nivoa ostalih kvartalnih vrednosti u 2008. Ovakvo kvartalno poboljšanje deficitra tekućeg računa je, pored visoke vrednosti tekućih transfera, posledica smanjenog uvoza. Naime, deprecijacija dinara je uticala na okretanje tražnje ka domaćim razmenjivim dobrima, što je, uz pad privredne aktivnosti u Srbiji, uticalo na negativnu stopu rasta uvoza od -3%. S druge strane, izvoz, koji od Q3 beleži pad iz meseca u mesec, samo je 2% iznad nivoa skrajna 2007. godine. Ovakve međugodišnje promene uvoza i izvoza dovele su do međugodišnjeg **smanjenja spoljnotrgovinskog deficita** od -7,1%. U januaru 2009. godine se ovi trendovi produbljuju, što dovodi do smanjenja trgovinskog deficitra od skoro 50%. Navedena kretanja uvoza i izvoza posledica su kočenja potrošnje i privredne aktivnosti.

Uvid u pravo **stanje na tržištu rada** zahteva nešto dublju analizu statističkih podataka, uz poseban osvrt na metodološke promene (*v. odeljak 3. Zaposlenost i zarade*). Objedinjeni podaci ukazuju na činjenicu da broj „dobrih“ poslova opada, dok broj „loših“ poslova raste. Dodatni zabrinjavajući podatak jeste to da su jedinični troškovi rada u industriji u Q4 za 7% viši u odnosu na isti period prethodne godine, što jasno ukazuje da trenutni nivo zaposlenosti u industriji neće biti održiv. U Q4 je ovaj nepoželjni rast JTR koncentrisan u uskom sektoru privrede – industriji, ali postoji opasnost da će se u 2009. proširiti i na ostatak privrede. Međugodišnja stopa rasta realnih zarada pala je sa 5% u Q3 na 4,1% u Q4, a i nominalne zarade usporavaju rast u istom periodu.

Dinar je u Q4 deprecirao prema evru za 15,7%, a od kraja septembra do kraja februara za 22,46%. Uprkos **snažnoj deprecijaciji** u periodu septembar 2008–januar 2009, naše analize pokazuju da kurs nema veliki prenos na inflaciju – ovaj prenos iznosi 14% na ukupnu inflaciju i 15% na baznu, što pokazuje da velika deprecijacija dinara ipak nije imala dramatične efekte na inflaciju u posmatranom periodu (*odeljak 2. Cene i devizni kurs*).

Tokom cele 2008. godine beležimo ukupnu inflaciju od 6,7%, ali je noseći trend i dalje relativno visok i kreće se između 8% i 10%. Inflacija u Q4 nastavlja sa snažnim usporavanjem koje je počelo u prethodnom kvartalu. Stopa inflacije na godišnjem nivou u ovom kvartalu iznosi svega 0,2%, što je pre svega rezultat pada cena naftnih derivata. Ipak, u januaru 2009. beležimo visoku inflaciju od 3% na mesečnom nivou. Ovako visok mesečni porast cena nije zabeležen u poslednje četiri godine, a velikim delom je posledica jednokratnih povećanja cena. Samo jednokratno povećanje akciza na naftne derive, duvan i pivo doprinelo je **rastu januarske inflacije** sa oko 35%, a došlo je i do značajnog rasta cena PTT usluga, kao i povećanja cena stambeno-komunalnih usluga. Da je ovo povećanje sprovedeno u pogodnjem trenutku, na primer krajem prošle godine, posledice bi bile znatno manje štetne. Podaci NBS pokazuju da je bazna inflacija u januaru iznosila 1% na mesečnom nivou. Cene na malo u Srbiji u februaru su u proseku više za 2,3% u odnosu na prethodni mesec, dok su troškovi života porasli za 1,3%. Ipak, procenjujemo da je i ovaj rast verovatno većim delom izazvan administrativnim promenama cena, kao i da ovi podaci još uvek ne ukazuju da se inflacija otregla kontroli i da je preteća recesija trenutno mnogo veći problem od inflacije.

Odgovor ekonomske politike na pristigle probleme bio je donekle iznuđen i nekonzistentan – **restriktivna monetarna politika** koja je bila iznuđena trošenjem deviznih rezervi za odbranu dinara i smanjenjem kreditne aktivnosti bila je praćena ekspanzivnom fiskalnom politikom, u velikoj meri definisanom predizbornim obećanjima. Povećanjem referentne kamatne stope sa 15,75% na 17,75% u oktobru 2008. NBS nije uspela da spreči „beg“ iz dinara, te je pribegla intervencijama na deviznom tržištu, što je značajno smanjilo devizne rezerve i izazvalo jaku monetarnu kontrakciju. Ukupan restriktivan efekat monetarne politike bio je propraćen fiskalnom ekspanzivnošću.

Ekspanzivnost fiskalne politike na strani rashoda ostvarena je kroz rast tekuće potrošnje (penzije i plate), dok su kapitalni rashodi opali u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Istovremeno se u Q4 javni prihodi značajno smanjuju usled snažnog kočenja privredne aktivnosti. Sve to dovodi do velikog konsolidovanog deficitra javne potrošnje koji je u Q4 iznosio čak 6,5% BDP-a. Ipak, snažni

Kvartalni monitor br. 15 • oktobar–decembar 2008

recesioni trendovi u privredi ukazuju na ograničen domet ekspanzivne fiskalne politike. Procenjuje se da je ekspanzivna fiskalna politika donekle ublažila efekte praktično zaustavljenog priliva stranog kapitala iz inostranstva, kao i dramatičnog usporavanja kreditne aktivnosti u zemlji, ali, s obzirom na to da je realizacijom navedene fiskalne politike republička Vlada potrošila skoro sve raspoložive depozite, za dodatnu fiskalnu ekspanziju neophodno je ostvarenje dodatnih prihoda od zaduživanja ili privatizacije (*više u odeljku 6. Fiskalni tokovi i politika*).

Koliko je teško prognozirati dalja privredna kretanja i kolika je dubina recesije pokazuju i **projekcije stopa rasta MMF-a** koje se sistematski koriguju naniže, i za zemlje u razvoju i za razvijene zemlje. Na primer, projekcija stopa rasta u 2009. godini za zemlje Centralne i Istočne Evrope je u novembru 2008. iznosila 2,5%, dok je već u januaru 2009. spuštena na -0,4% (*odeljak 9. Međunarodno okruženje*).

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004-2008¹⁾

	Godišnji podaci					Kvartalni podaci							
	2004	2005	2006	2007	2008	2007				2008			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Cene i kurs													
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	12,7	6,8	10,9	5,8	4,7	6,5	9,1	11,3	12,0	10,7	8,9
Maloprodajne cene - bazna inflacija ³⁾	7,9	14,8	10,3	3,9	9,0	4,7	3,0	2,9	4,6	6,4	9,1	10,2	10,5
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁴⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	79,7	86,2	86,3	83,2	80,8	82,5	79,7	75,0	81,7
Nominalni kurs dinar/evro ⁴⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	79,98	81,07	80,03	78,81	82,65	81,07	77,12	85,02
Privredna aktivnost													
BDP (u mldr. dinara)	1.388	1.692	1.988	2.329	2.759	...	...	...	...	...	...	...	...
BDP	8,2	6,0	5,6	7,1	5,4	7,8	7,7	6,6	6,4	8,4	6,2	4,9	2,7
Nepoljoprivredna BDV	6,6	7,3	7,9	8,8	5,9	8,3	9,0	8,7	9,2	8,3	7,0	5,8	2,8
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	4,7	3,7	1,1	4,8	5,2	3,5	0,4	6,0	2,3	1,0	-5,0
Preradivačka industrija	9,7	-0,7	5,3	4,2	0,7	8,5	4,9	3,3	-0,1	4,4	3,7	0,4	-6,0
Prosečna mesečna neto plata (u din.)	14.108	17.478	21.745	27.785	32.757	25.103	27.165	28.019	30.855	30.007	32.452	33.053	35.517
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2,047	2,056	2,028	1,998	1,997	2,002	1,999	1,997	1,995	1,995	2,002	1,998	1,993
Fiskalni podaci													
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	15,2	8,4	7,9	6,2	7,6	5,2	2,8	-0,7
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	13,9	6,2	10,9	6,3	3,8	21,7	-0,4	-3,5
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁵⁾	17,5	14,8	-33,5	-46,1	-59,9	1,7	18,2	-8,8	-54,2	11,0	-19,6	-4,4	-46,9
Platni bilans													
Uvoz robe	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-15.052	-2.829	-3.098	-3.236	-3.695	-3.470	-3.956	-4.008	-3.617
Izvoz robe	2.991	4.006	5.111	6.444	7.419	1.383	1.594	1.731	1.736	1.665	1.969	2.061	1.723
Bilans tekućeg računa ⁶⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-5.876	-1.186	-806	-1.346	-1.656	-1.298	-1.764	-1.524	-1.290
u % BDP ⁶⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-17,4	-18,8	-11,5	-18,0	-20,1	-17,3	-20,4	-16,6	-15,1
Bilans finansijskog računa ⁶⁾	2.377	3.863	7.635	7.635	5.990	1.161	1.233	1.705	2.027	1.412	1.672	1.430	1.476
Strane direktnе investicije	773	1.248	4.348	1.942	1.812	614	-5	539	795	820	650	133	210
NBS bruto devizne rezerve	349	1.675	4.240	941	-1.760	-191	407	465	260	29	-310	257	-1.736
(++) znači povećanje													
Monetarni podaci													
NBS neto sopstvene rezerve ⁷⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	327.997	348.471	361.861	400.195	420.508	417.579	440.936	475.110
NBS neto sopstvene rezerve ^{7), u mil.evra}	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	4.021	4.410	4.589	5.051	5.109	5.287	5.757	5.362
Krediti nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	666.007	732.402	786.873	842.512	908.598	953.977	1.018.307	1.126.111
Devizna srednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	293.195	307.783	336.109	381.687	410.836	419.824	431.261	413.766
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	35,4	30,7	29,7	27,8	26,2	19,2	13,3	2,9
Krediti nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	15,2	17,8	19,1	24,9	22,0	16,2	17,8	25,2
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	30,5	32,6	33,0	35,0	36,9	37,4	38,3	42,0
Finansijska tržišta													
BELEXline, vrednost indeksa ⁸⁾	1.161	1.954	2.658	3.831	1.198	4.220	4.456	4.431	3.831	3.068	3.092	1.942	1.198
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) ^{9) 10)}	423,7	498,8	1.166,4	2.004,4	884,0	529,4	644,8	386,7	443,5	210,8	365,7	176,9	130,6

Izvor: FREN.

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

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 prosečima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosečima 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 izrađuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficitu tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. U Q1 dolazi do međugodističnog rasta deficitu 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 zbiru deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politika.

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

U Q4 inflacija je iznosila 0,2% na godišnjem nivou, što je pre svega posledica pada cena naftnih derivata. Tokom cele 2008. godine beležimo ukupnu inflaciju od 6,7%, ali je noseći trend i dalje relativno visok i kreće se između 8% i 10%. Da u Q4 nije bilo pojeftinjenja naftnih derivata, inflacija bi na kraju godine iznosila 8,4%. Bazna inflacija u Q4 usporava, ali i dalje se nalazi iznad koridora NBS. U januaru beležimo visoku inflaciju od 3% koja je, jednim delom, posledica mnogobrojnih jednokratnih intervencija države. Kada posmatramo samo porast cena koje nisu pod uticajem administrativnih intervencija, tj. kada posmatramo baznu inflaciju, vidimo da je i tada rast cena u januaru visok i iznosi oko 12,7% na godišnjem nivou. U 2009. godini počinje da se prati indeks potrošačkih cena kao zvanično merilo inflacije. Inflacija, merena ovim indeksom, u 2008. iznosi 8,6%. Kurs je u Q4 deprecirao prema evru za 15,7%, a od kraja septembra do 24. februara za 23,3%. Uprkos snažnoj deprecijaciji od 21,6% u periodu septembar 2008–januar 2009, kurs nema veliki prenos na inflaciju. Ovaj prenos iznosi 14% na ukupnu i 15% na baznu inflaciju.

Veliko usporavanje inflacije u Q4

Inflacija u Q4 nastavlja snažno da usporava. Stopa inflacije na godišnjem nivou u Q4 iznosi svega 0,2%, dok je u prva dva kvartala ove godine bila dvocifrena, a u Q3 je iznosila 2,4% (Tabela T2-1). Međugodišnji rast cena na malo je u Q4 iznosio 8,9%, dok je u prethodnom kvartalu iznosio 10,7%. Ukupni porast maloprodajnih cena u 2008. iznosio je 6,7%, što predstavlja isti nivo kao i u Q3, i to prvenstveno zbog smanjenja inflacije u novembru i decembru.

Tabela T2-1. Srbija: indeks maloprodajnih cena i bazna inflacija, 2005–2009

	Indeks maloprodajnih cena					Bazna inflacija				
	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano ¹⁾	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano ¹⁾
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
nov	136,2	9,2	7,8	-0,1	5,2	130,1	10,7	9,7	0,7	11,4
dec	134,8	6,8	6,7	-1,0	0,2	130,6	10,1	10,1	0,4	9,2
2009										
jan ²⁾	138,8	8,9	3,0	3,0	7,9	131,9	10,9	1,0	1,0	8,7
feb	142,0	10,7	5,4	2,3	18,6	...	...	...	...	...

Izvor: RZS, NBS.

¹⁾ Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je prosek mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu i dignut na godišnji nivo.)

²⁾ Republički zavod za statistiku je od januara 2009. godine prestao da objavljuje baznu inflaciju, pa su podaci za baznu inflaciju u januaru procena QM-a na osnovu podataka iz NBS.

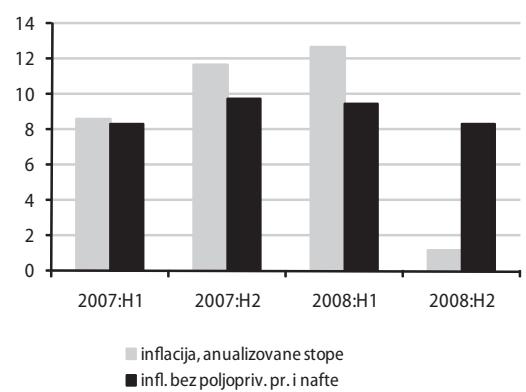
Najviše poskupeli poljoprivredni proizvodi i PTT usluge, a najviše pojeftinili naftni derivati

Inflacija u Q4 je posledica visokog rasta cena usluga i skoro identičnog pada cena robe. Cene poljoprivrednih proizvoda posle pada u Q3, beleže visok rast u oktobru i novembru, što dovodi do ukupnog rasta tih cena u Q4 od oko 13%. Rast cena prehrambenih proizvoda se blago usporava u Q4 i iznosi 1,3%. Od prehrambenih proizvoda najviše su poskupele mesne prerađevine, 6,72%.

Cene usluga su u Q4 poskupele za oko 4%, i to zbog rasta cena stambeno-komunalnih i PTT usluga. Neprehrabeni proizvodi su pojeftinili u Q4 za oko 4,79% i to pretežno zbog pojeftinjenja tečnih goriva i maziva, koja do kraja 2008. godine nastavljaju da padaju zbog pada cena nafte na svetskom tržištu, svetske finansijske krize i jačanja dolara, o čemu je bilo reči u prethodnom broju *QM-a*. Da cene tečnih goriva i maziva nisu pale, već da su ostale na istom nivou, inflacija bi u Q4 na godišnjem nivou (anualizovana) iznosila 6,6%, a ukupna inflacija u 2008. godini – 8,4%

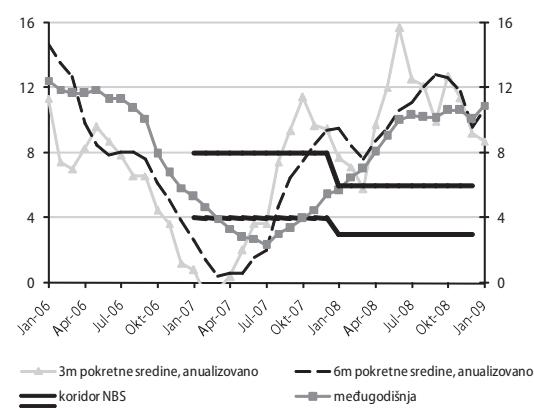
... noseći trend inflacije i dalje ostaje nepromenjen i relativno visok U Q4 za razliku od Q3, veliko usporavanje inflacije je uglavnom posledica velikog pada cena nafte (koja nastavlja da pada), a samo malim delom je posledica blagog usporavanja noseće inflacije. To blago usporavanje noseće inflacije ne pokazuje veću promenu dugoročnog trenda koji se kreće između 8% i 10% (Grafikon T2-2).

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



Izvor: RZS.

Grafikon T2-3. Srbija: kretanje bazne inflacije (u%), 2006–2009



Izvor: RZS.
Podaci za januar 2009. predstavljaju procenu *QM-a*.

Bazna inflacija blago usporava u Q4

U Q4 bazna inflacija nastavlja da raste, ali sporije nego u prethodnom kvartalu. Nakon ubrzanja u oktobru, u novembru i decembru beležimo sporiji rast bazne inflacije. Tako bazna inflacija u Q4 iznosi 9,2% (Tabela T2-1) na godišnjem nivou, što je nešto niže u odnosu na Q3, ali je i dalje iznad koridora Narodne banke Srbije (Grafikon T2-3). Bazna inflacija u 2008. iznosi 10,1% (Tabela T2-1).

U januaru inflacija 3%

Posle novembarskog i decembarskog pada (-0,1% i -1%, respektivno) u januaru 2009. godine zabeležen je rast inflacije koji na mesečnom nivou iznosi 3% (Tabela T2-1). Ovakav mesečni porast cena nije zabeležen u poslednjih četiri godine, a jednim delom je posledica jednokratnih povećanja cena. U januaru je došlo do povećanja cena stambeno-komunalnih usluga od 10,5%, da bi se uskladio disparitet usled smanjivanja subvencija države. Da je to povećanje sprovedeno u pogodnjem trenutku, krajem prošle godine, na primer, posledice bi bile manje štetne. Jendnokratno povećanje akciza na naftne derive, duvan i pivo doprinelo je rastu januarske inflacije sa oko 35% (Tabela T2-4). Značajan rast PTT usluga, prvenstveno zbog rasta cene impulsa u fiksnoj telefoniji doprineo je sa 9,1% (Tabela T2-4) januarskoj inflaciji. Ako bismo isključili delovanje cena ovih proizvoda na ukupnu inflaciju, došli bismo do pravog pokazatelja kretanja cena, a to je bazna inflacija.

U januaru bazna inflacija 1%

Narodna banka procenjuje baznu inflaciju na osnovu indeksa potrošačkih cena na 1%, što na godišnjem nivou iznosi 12,7%. Republički zavod za statistiku je od januara 2009. godine prestao da objavljuje baznu inflaciju, ali smo koristeći i podatke Narodne banke procenili doprinose pojedinih grupa proizvoda baznoj inflaciji. Porastu baznih cena u januaru 2009. najviše su doprinela poskupljenja cena pića, finansijskih i drugih usluga, i cene građevinskog materijala. Ove tri grupe, koje čine nešto manje od 17% indeksa bazne inflacije, zaslužne su za nešto iznad 50% porasta bazne inflacije u januaru (Tabela T2-5).

2. Cene i devizni kurs

Neprehrambena komponenta bazne inflacije ne usporava

U Q4 neprehrambena komponenta bazne inflacije ne usporava, dok se beleži nastavak sporijeg rasta prehrambene komponente bazne inflacije iz Q3, tako da im je sada rast skoro ujednačen na oko 9% (Grafikon T2-7). Najveći doprinos baznoj inflaciji u Q4 daju cene prerađenog i konzervisanog mesa, cene pića, cene tekstilnih proizvoda i cene finansijskih i drugih usluga (Tabela T2-5).

Tabela T2-4. Srbija: izabrane komponente indeksa maloprodajnih cena i doprinos rastu inflacije, 2008–2009

	Učešće u Indeksu maloprodajnih cena	Doprinos porastu maloprodajnih cena u Q4	Doprinos porastu maloprodajnih cena u Q3	Doprinos porastu maloprodajnih cena u Q2	Doprinos porastu maloprodajnih cena u 2008.	Doprinos porastu maloprodajnih cena u januaru ¹⁾	Doprinos porastu maloprodajnih cena u decembru
u %							
Ukupno	100,00	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Roba	72,34	-1.851,0	-7,6	87,1	63,4	55,2	106,0
Poljoprivredni proizvodi	3,63	814,4	-137,2	-1,6	0,6	1,4	-0,9
Industrijski proizvodi - ukupno	68,71	-2.450,5	157,5	89,5	63,4	53,3	105,8
Industrijski prehrambeni proizvodi	19,71	423,6	79,3	40,7	38,1	4,2	5,4
Sveže meso	1,94	27,0	20,2	10,6	8,2	1,3	5,5
Prerađeno i konzervisano meso	3,21	363,3	28,8	5,5	8,6	0,6	-2,2
Pića	4,42	267,2	24,1	3,6	8,5	3,8	-4,4
Duvan	4,15	0,0	75,6	0,0	5,8	21,1	0,0
Industrijski neprehrambeni proizvodi	40,43	-3.264,4	-21,8	44,2	9,9	23,3	109,6
Električna energija	7,62	0,0	129,7	0,2	14,4	0,0	0,0
Tečna goriva i maziva	8,74	-3.282,6	-173,7	24,2	-21,9	10,2	108,5
Građevinski materijali	2,46	83,7	52,0	6,4	10,1	2,3	-1,0
Usluge	27,66	1.951,0	107,6	12,9	36,6	44,8	-6,0
Stambeno komunalne usluge	9,14	699,1	28,3	2,0	9,9	30,2	-3,5
Saobraćajne usluge	5,60	34,9	46,8	6,9	10,5	3,6	-0,6
PTT usluge	4,27	1.093,8	0,0	0,0	9,6	9,1	0,0

Izvor: RZS.

1) Podaci za januar 2009. predstavljaju procenu QM-a.

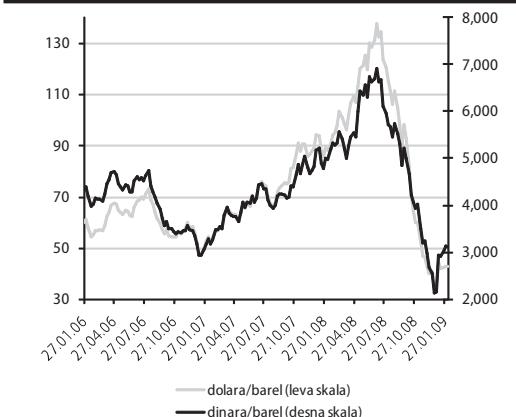
Tabela T2-5. Srbija: Izabrane komponente bazne inflacije i doprinos rastu bazne inflacije, 2008–2009

	Učešće u baznoj inflaciji	Doprinos porastu bazne inflacije u Q4	Doprinos porastu bazne inflacije u Q3	Doprinos porastu bazne inflacije u Q2	Doprinos porastu bazne inflacije u 2008.	Doprinos porastu bazne inflacije u januaru ¹⁾	Doprinos porastu bazne inflacije u decembru
u %							
Bazna inflacija	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Roba	85,6	74,8	88,7	92,7	87,7	76,6	38,5
Industrijski prehrambeni proizvodi	34,4	29,3	40,7	58,6	45,8	31,3	3,2
Sveže meso	4,1	1,4	9,1	20,4	11,3	6,9	-14,0
Prerađeno i konzervisano meso	6,8	18,3	13,0	10,7	11,8	3,0	5,6
Pića	9,3	13,5	10,8	7,0	11,7	20,5	11,3
Industrijski neprehrambeni proizvodi	41,8	32,0	37,1	27,1	30,2	24,8	24,0
Tekstilni proizvodi	9,5	14,2	-0,6	9,4	7,5	1,4	6,9
Građevinski materijali	5,2	4,2	23,4	12,3	14,0	12,6	2,6
Usluge	14,4	25,2	11,3	7,3	12,3	23,4	61,5
Finansijske i druge usluge	2,1	19,9	6,8	0,2	6,9	17,4	56,4

Izvor: RZS.

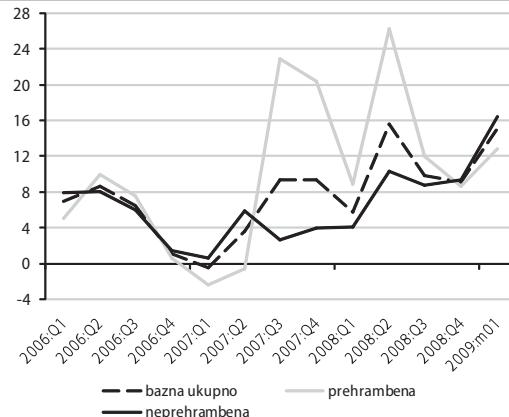
1) Podaci za januar 2009. predstavljaju procenu QM-a.

Grafikon T2-6. Svet: nedeljne cene nafte tipa Ural, u dolarima i dinarima, 2006–2009



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

Grafikon T2-7. Srbija: bazna inflacija i komponente (anualizovane stope, u %), 2006–2009



Izvor: RZS.
Podaci za januar 2009. predstavljaju procenu QM-a.

Okvir 1. Metodologija indeksa potrošačkih cena

Od januara 2009. Republički zavod za statistiku počinje da prati indeks potrošačkih cena kao zvanično merilo inflacije. Ovaj indeks se meri po metodologiji (harmonizovani indeks cena) koja je ista u svim zemljama Evropske unije i definiše se kao *mera prosečne promene maloprodajnih cena robe i usluga koje se koriste za ličnu potrošnju*. Od 2005. godine Republički zavod za statistiku je počeo sa pripremama za prelazak na ovaj indeks. Te godine je značajno proširena lista proizvoda na osnovu koje se računa indeks cena na malo. To je bila priprema za obračun troškova života po COICOP klasifikaciji (Classification of Individual Consumption by Purpose) koja je pored proširenja liste proizvoda zahtevala i promenu u načinu obračuna indeksa za električnu energiju i telefonske usluge. Osnovne razlike između *indeksa potrošačkih cena* i *indeksa cena na malo*, kada je reč o obuhvatu, jeste to da novi indeks uključuje: rentu (iznajmljivanje stana), finansijske usluge, usluge obrazovanja i ugostiteljske usluge. Indeks potrošačkih cena koji objavljuje Republički zavod za statistiku, međutim, ne obuhvata baš sve stavke COICOP klasifikacije. Ne obuhvata kupovinu polovne robe, primanja u naturi, životno osiguranje, poklone, imputiranu rentu, izdatke za investicije i izdatke za igre na sreću.

Razlika između indeksa cena na malo i indeksa potrošačkih cena postoji i zbog različitih pondera koji se koriste prilikom izračunavanja, ali i zbog samog načina računanja ovog indeksa na najnižem nivou agregiranja. Naime, za računanje indeksa potrošačkih cena na najnižem nivou agregiranja koristi se ponderisana geometrijska sredina prosečnih cena gradova, dok se za računanje indeksa cena na malo koristi ponderisana aritmetička sredina prosečnih mesečnih gradskih cena.

Indeks potrošačkih cena se ponderiše prema strukturi potrošnje domaćinstava, i to na osnovu Ankete o potrošnji domaćinstava i strukture finalne potrošnje domaćinstava iz bruto domaćeg proizvoda, dok ponderi indeksa cena na malo predstavljaju strukturu prometa na malo roba i usluga koje se koriste u potrošnji domaćinstava čija su polazna osnova podaci o prometu u trgovini na malo. Ponderi indeksa cena na malo predstavljaju strukturu prodatih „količina“ proizvoda u svakom gradu. Klasifikacija koja se koristi za prikaz strukture i računanje ovih indeksa je takođe različita. Indeks potrošačkih cena prati COICOP HICP¹ klasifikaciju koja se sastoji iz 12 kategorija (Tabela T2-8) koje su sličnije klasifikaciji indeksa troškova života nego indeksu cena na malo.

1 Harmonizovani indeks potrošačkih cena.

2. Cene i devizni kurs

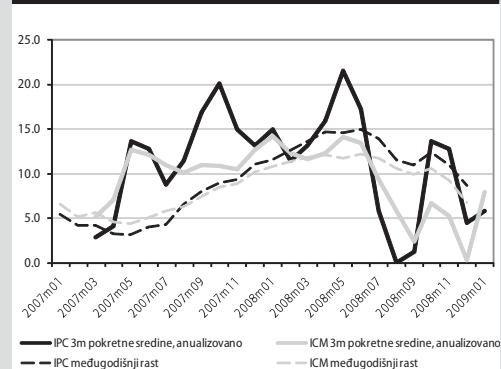
Tabela T2-8. Učešće pojedinih kategorija proizvoda u indeksu potrošačkih cena i indeksu maloprodajnih cena (u %), 2008

	Indeks potrošačkih cena	Indeks maloprodajnih cena
hrana i bezalkoholna pića	35,2	24,9
alkoholna pića i duvan	5,6	7,0
odeća i obuća	6,9	5,9
stan, voda, električna energija, gas i druga goriva	16,3	18,9
nameštaj, pokućstvo, tekuće održavanje	5,3	7,5
zdravstvo	4,2	2,4
transport	11,5	16,2
komunikacije	3,2	4,3
rekreacija i kultura	5,4	2,0
obrazovanje	1,2	1,2
restorani i hoteli ¹⁾	1,5	...
ostale robe i usluge	3,8	7,1
ukupno ²⁾	100,0	97,3

1) U indeksu cena na malo nisu pružene cene restorana i hotela.

2) Ukupan zbir pondera indeksa cena na malo nije 100% jer u indeksu potrošačkih cena nisu uključena sredstva rada i materijal za reprodukciju u poljoprivredi i građevinskom materijalu.

Grafikon T2-9. Srbija: kretanje indeksa potrošačkih cena (u %), 2007–2009



Izvor: RZS.

Kao što smo napomenuli u prethodnom broju QM-a², jedna od bitnih razlika između indeksa potrošačkih cena i indeksa cena na malo jeste veće učešće prehrambenih i poljoprivrednih proizvoda u indeksu potrošačkih cena (Tabela T2-8), što je uticalo da taj indeks pokazuje: manji godišnji rast u Q3 – kada je zabeležen pad cena poljoprivrednih proizvoda, i, veći godišnji rast u Q4 – kada beležimo rast cena poljoprivrednih proizvoda (Grafikon T2-9).

2 Pogledati Osrvt 2 u QM 14.

Tabela T2-10. Srbija: indeks potrošačkih cena i indeks maloprodajnih cena, 2007–2009

	Indeks potrošačkih cena				Indeks maloprodajnih cena			
	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2007								
jan	5,4	0,4	0,4	...	6,6	0,4	0,4	...
feb	4,1	0,1	-0,3	...	5,2	0,5	0,1	...
mar	4,1	0,7	0,6	2,8	5,6	1,2	0,7	5,1
apr	3,2	1,4	0,7	4,1	4,6	2,1	0,9	7,0
maj	3,1	3,3	1,9	13,6	4,4	3,5	1,4	12,7
jun	4,0	3,7	0,4	12,7	5,1	4,2	0,6	12,0
jul	4,2	3,4	-0,2	8,7	5,8	4,8	0,6	10,9
avg	6,5	6,0	2,5	11,4	6,3	6,0	1,2	10,0
sep	8,0	7,6	1,6	16,8	7,4	6,9	0,8	10,9
okt	8,9	8,2	0,5	20,0	8,5	7,5	0,6	10,9
nov	9,3	9,7	1,4	14,9	8,8	8,7	1,1	10,4
dec	11,0	11,0	1,2	13,1	10,1	10,1	1,3	12,6
2008								
jan	11,5	0,9	0,9	14,9	10,7	0,9	0,9	14,2
feb	12,5	1,4	0,6	11,4	11,3	1,6	0,7	12,2
mar	13,6	3,0	1,6	13,1	11,8	2,8	1,2	11,6
apr	14,6	4,6	1,5	15,8	12,0	3,9	1,1	12,2
maj	14,5	6,5	1,8	21,5	11,7	5,0	1,1	14,1
jun	14,9	7,2	0,7	17,2	12,1	6,1	1,0	13,4
jul	13,9	6,1	-1,1	5,7	11,6	6,2	0,1	9,3
avg	11,5	6,4	0,4	0,0	10,6	6,5	0,2	5,8
sep	10,9	7,5	1,0	1,2	9,9	6,7	0,2	2,4
okt	12,3	9,4	1,8	13,6	10,5	7,9	1,2	6,6
nov	10,9	9,6	0,2	12,7	9,2	7,8	-0,1	5,2
dec	0,9	8,6	-0,9	4,5	6,7	6,7	-1,0	0,2
2009								
jan	10,0	2,1	2,1	5,7	8,9	3,0	3,0	7,9

Izvor: RZS.

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

Ukupan rast potrošačkih cena u Q4 je iznosio 1,1%

Ukupan rast potrošačkih cena u Q4 je iznosio 1,1%, što predstavlja rast u odnosu na 0,3% u Q3. Ako posmatramo ukupnu inflaciju merenu indeksom potrošačkih cena u 2008. godini ona je iznosila 8,6% (Tabela T2-10), dok je ukupna inflacija merena indeksom cena na malo bila niža, i iznosila je 6,7% (Tabela T2-1). Osnovni razlog za ovu razliku jeste različita ponderacija pojedinih komponenti. Naime, prehrambeni proizvodi koji su u 2008. značajno rasli imaju veći ponder prilikom računanja indeksa potrošačkih cena, a naftni derivati koji su u 2008. značajno padali imaju manji ponder prilikom računanja indeksa potrošačkih cena (Tabela T2-8). Razlika postoji i zbog različitog tretmana sezonskih proizvoda u ova dva indeksa.

U januaru inflacija računata na osnovu indeksa potrošačkih cena iznosi 2,1%, što na godišnjem nivou iznosi 28%, dok je projekcija inflacije za kraj 2009, koju je objavila Narodna banka Srbije, 9,3%. Prepostavlja se da je uzrok ovako velikog rasta inflacije u januaru većim delom posledica jednokratanog rasta cena velikog broja proizvoda i usluga čije cene reguliše država, o čemu je bilo reči u gornjem delu ovog teksta.

Devizni kurs

U 2008. dinar nominalno oslabio prema evru za 9,7%, a realno za 4,4%

Ako posmatramo kretanje kursa u 2008. godini videćemo da je početkom godine bio prilično volatilan i deprecirao je, što se u dobroj meri može povezati sa političkom nestabilnošću i izborima. Od kraja maja do kraja septembra kurs značajno aprecira za oko 7%¹. Od oktobra kao posledica finansijske krize, beleži se izuzetno brza i snažna deprecijacija. Da je aprecijacija sredinom godine bila ublažena intervencijama NBS, možda bismo sada bili u situaciji da imamo veće devizne rezerve. Takođe, deprecijacija dinara u Q4 bi verovatno bila nešto blaža, jer dinar ne bi deprecirao sa nivoa od 76 dinara za evro, već sa nivoa od oko 81-83 dinara za evro.

Dinar je u toku Q4 nominalno deprecirao prema evru za 15,7%,² a do 24. februara od kraja septembra deprecirao je za 23,3%. Kurs je tokom oktobra, novembra pa sve do početka decembra konstantno slabio dostigavši 4. decembra rekordnu vrednost u 2008. od 91,63 dinara za evro. Nakon toga je nedelju dana jačao, da bi 10. decembra dostigao vrednost od 84 dinara za evro, posle čega se nastavlja trend slabljenja i u 2009. gde je 28. januara dostigao rekordnu vrednost od 96,33 dinara za evro. Velika deprecijacija kursa od preko 21% (Tabela T2-11) od septembra do januara 2009. godine nije imala velik prenos (eng. *pass-through*) na inflaciju. Ovaj prenos iznosi 14% na ukupnu inflaciju račnatu na osnovu cena na malo i 15% na baznu inflaciju i na inflaciju potrošačkih cena (Tabela T2-11).

Tabela T2-11. Srbija: Prenos sa kursa na inflaciju (u %), 2008–2009

Inflacija cena na malo	Bazna inflacija ¹⁾	Inflacija potrošačkih cena	Depresijacija nominalnog kursa	Prenos sa kursa na inflaciju cena na malo ²⁾	Prenos sa kursa na baznu inflaciju ²⁾	Prenos sa kursa na inflaciјu potrošačkih cena ²⁾
septembar=100						
Januar	3,05	3,25	3,20	21,62	14	15

Izvor: RZS, NBS, QM.

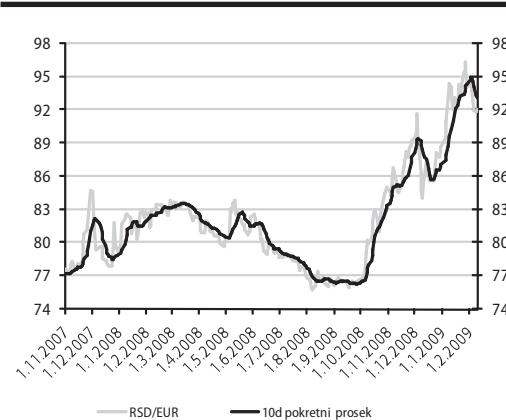
1) Podatak za januar 2009. predstavlja procenu QM-a na osnovu podataka iz NBS.

2) Prenos se računa kao odnos procentualnog rasta inflacije i procentualne deprecijacije nominalnog kursa, puta sto.

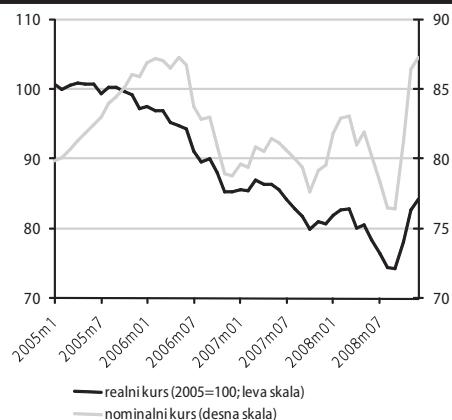
1) Apresijacija od kraja maja do kraja septembra.

2) Deprecijacija od kraja septembra do kraja decembra.

2. Cene i devizni kurs

Grafikon T2-12. Srbija:dnevni kurs dinar/evro, 2007–2009

Izvor: NBS.

Grafikon T2-13. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek mesca, 2005–2009

Izvor: NBS, Eurostat.

Tabela T2-14. Srbija: kretanje kursa evra, 2005–2009

	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	
Oktobar	81,2956	98,0	104,7	102,2	78,1	97,7	96,7	1,3309	
Novembar	86,4508	104,3	109,2	108,7	82,7	102,0	102,5	1,2726	
Decembar	87,3002	105,3	109,7	109,7	84,3	104,4	104,4	1,3482	
2009									
Januar	92,9458	112,1	113,6	116,8	86,4	105,4	107,0	1,3327	
Februar	93,6865	113,0	112,9	117,7	...	...	...	1,2797	

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 evro zoni. Indeks je izračunat po formuli: $RE = (NE/p) \times p^*$, gde je:

RE - indeks realnog kursa;

NE - indeks nominalnog kursa;

p - indeks cena na malo u Srbiji;

p* - indeks rasta troškova života u evro zoni.

6) Prosek perioda.

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

3. Zaposlenost i zarade

Prema Anketi o radnoj snazi, stopa zaposlenosti je porasla sa 51,5% na 53,3% između 2007. i 2008., dok je stopa nezaposlenosti pala sa 18,8% na 14,7% u istom periodu. Veći deo ovog rasta zaposlenosti, odnosno pada nezaposlenosti se duguje metodološkim promenama u upitniku Ankete o radnoj snazi - lica koja su bila klasifikovana kao nezaposlena ili neaktivna su reklassifikovana u samozaposlene ili pomažuće članove domaćinstva. S druge strane, po podacima ankete RAD, dolazi do blagog opadanja broja formalno zaposlenih radnika. Podsećamo da anketa RAD prati samo zaposlena lica koja imaju formalno-pravni ugovor o zaposlenju i na čije se prihode plaćaju porezi i doprinosi, dok u ukupan broj zaposlenih po ARS ulaze i neformalno zaposleni, poljoprivrednici i pomažući članovi domaćinstva, tako da objedinjeni podaci sa tržišta rada ukazuju na činjenicu da broj „dobrih“ poslova opada dok „loši“ poslovi rastu. Međugodišnja stopa rasta realnih zarada pala je sa 5% u Q3 2008. na 4,1% u Q4, a i nominalne zarade usporavaju sa rastom u istom periodu. Međutim, deprecijacija dinara još uvek nije u potpunosti „pojela“ rast plata u evrima koji je nastao tokom 2008. godine. Najveći međugodišnji rast realnih zarada u Q4 2008. posmatramo u sektoru vađenja ruda i kamena, a zatim u trgovini na veliko i malo, dok je u toku 2008. u proizvodnji električne energije, finansijskom posredovanju i poslovima sa nekretninama došlo do međugodišnjeg pada realnih zarada. Konačno, rast plata u javnom sektoru je u Q4 bio ispod proseka Srbije.

Zaposlenost

Broj zaposlenih (15–64) u oktobru je iznosio oko 2,65 miliona, u 2008. došlo je do porasta stope zaposlenosti, i pada stope nezaposlenosti

Prema Anketi o radnoj snazi, broj zaposlenih lica u radnom dobu (15–64 godine) u oktobru 2008. iznosio je oko 2,65 miliona. Njihov broj je porastao za oko 120.000 između 2007. i 2008., što je dovelo i do porasta stope zaposlenosti sa 51,5% na 53,3% (kolone 1 i 3, Tabela T3-1). S druge strane, broj ekonomski nezaposlenih pao je za više od 100.000, na ispod pola miliona ljudi, po prvi put posle 2003. godine (kolone 4 i 5, Tabela T3-1), što je doprinelo da stopa nezaposlenosti stanovništva u radnom dobu padne sa 18,8% u oktobru 2007. na 14,7% u oktobru 2008. godine.

Tabela T3-1. Srbija: zaposlenost i nezaposlenost po Anketi o radnoj snazi¹⁾, 2004–2008

		Ukupan broj zaposlenih 15–64 god. ²⁾	Broj zaposlenih poljoprivrednika i pomažućih članova u poljoprivredi 15+ god.	Stopa zaposlenosti 15–64 god.	Ukupan broj nezaposlenih 15–64 god.	Stopa nezaposlenosti 15–64 god.
		1	2	3	4	5
2004	Oktobar	2.735.977	641.720	53,4	664.002	19,5
2005	Oktobar	2.574.139	586.708	51,0	718.773	21,8
2006	Oktobar	2.516.794	501.937	49,8	691.877	21,6
2007	Oktobar	2.525.570	521.420	51,5	585.472	18,8
2008	April	2.652.429	670.141	54,0	432.730	14,0
	Oktobar	2.646.215	589.240 ³⁾	53,3	457.204	14,7

Izvor: Anketa o radnoj snazi (ARS), RZS.

Napomene:

¹⁾ Anketa o radnoj snazi se do 2008. sprovodila samo jednom godišnje - u oktobru, dok je za 2008. u aprilu sprovedena pilot ARS, tako da za 2008. imamo polugodišnje podatke - za april i oktobar.

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

³⁾ U ARS za oktobar 2008. postoji i klasifikacija 15–64 za broj zaposlenih u poljoprivredi i pomažućih članova, i on iznosi 443.243. Od sledećeg broja QM-a ćemo biti u mogućnosti da objavljujemo i podatke za starosni kontigent 15–64 poljoprivrednika i pomažućih članova.

Veći deo rasta zaposlenosti, odnosno pada nezaposlenosti duguje se metodološkim promenama u ARS

Ipak, treba naglasiti da se veći deo prividno ogromnog pada nezaposlenosti između 2007. i 2008. godine duguje metodološkim promenama u upitniku Ankete o radnoj snazi. Naime, porast zaposlenosti između 2007. i 2008. dogodio se pre svega zbog toga što je porastao broj tzv. „loših“ poslova, uglavnom usled metodološkog unapređenja upitnika kojim su lica koja bi ranije bila

3. Zaposlenost i zarade

klasifikovana kao nezaposlena ili neaktivna – sada reklassifikovana u samozaposlene ili pomažuće članove domaćinstva. Iz kolone 2 Tabele T3-1 vidimo da gotovo jedna petina ukupno zaposlenih rade kao poljoprivrednici ili pomažući članovi u poljoprivredi, kao i da porast zaposlenosti baš u tom kontingenetu najviše doprinosi povećanju ukupne zaposlenosti. Da je upitnik ostao nepromjenjen, stopa nezaposlenosti bi bila na nivou od oko 17,5%, dakle, njeno smanjenje u odnosu na 2007. bi bilo svega jedan procentni poen. S obzirom na to da su završena neophodna metodološka unapređenja Ankete o radnoj snazi, konačno imamo prilično objektivan prikaz stanja na tržištu rada.

Broj zaposlenih kod pravnih lica, kao proksi za „dobru“ zaposlenost, konstantno opada, mada taj pad usporava

Stagnacija ili blago opadanje „dobre“ zaposlenosti, koju aproksimira kategorija zaposlenih radnika (za platu) potvrđuje se i podacima iz ankete RAD Republičkog zavoda za statistiku koja služi kao glavni izvor podataka za kretanje formalne zaposlenosti. Broj zaposlenih kod pravnih lica, kao proksi za „dobru“ zaposlenost, konstantno opada, mada je taj pad značajno usporen u 2007. i 2008. godini, i u septembru 2008. iznosio je 1.425.000 lica (Tabela T3-2). Od toga, oko 482.000 zaposlenih je radilo u javnom sektoru, a 943.000 u privredi (Tabela T3-3).

Tabela T3-2. Srbija: broj registrovanih zaposlenih i nezaposlenih¹⁾, 2004–2008

		Ukupno zaposleni 1 (=2+3)	Zaposleni kod pravnih lica 2	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupan broj zaposlenih radnika 6 (=2+5)	Broj nezaposlenih (NSZ) 7
				Ukupno 3 (=4+5)	Privatni preduzetnici 4	Zaposleni kod njih 5		
				u hiljadama				
2004	Mart	2.065	1.601	464	208	255	1.856	..
	Septembar	2.037	1.560	477	210	267	1.827	843
2005	Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842	884
	Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836	898
2006	Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804	920
	Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777	915
2007	Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765	913
	Septembar	2.001	1.428	573	245	328	1.756	808
2008	Mart	2.006	1.432	574	245	329	1.761	795
	Septembar	1.993	1.425	568	245	323	1.748	726

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

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

Do najvećeg pada zaposlenosti kod pravnih lica došlo je u prerađivačkoj industriji, a zatim u trgovini na veliko i malo

Najveći pad zaposlenosti kod pravnih lica dogodio se u prerađivačkoj industriji, gde je izgubljeno oko 9.000 radnih mesta, odnosno 2,5% u okviru sektora. Zaposlenost u trgovini na veliko i malo je takođe pala za oko 3.000 zaposlenih, tj. 1,5% u okviru sektora. Jedini sektori u kojima se uočava rast zaposlenosti u periodu između marta i septembra 2008., jesu finansijsko posredovanje sa neto prirastom od 2.000 radnih mesta, ili oko 6% u okviru sektora, i poslovi sa nekretninama, gde je rast isto 2.000, tj. skoro 3% u okviru sektora (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu).

Opada i broj zaposlenih kod fizičkih lica za oko 6.000

Takođe, između marta i septembra 2008., po prvi put od kada pratimo seriju, opada i broj zaposlenih kod fizičkih lica, i to za oko 6.000 (kolona 5, Tabela T3-2).

Tabela T3-3. Srbija: zaposleni u javnom sektoru 2004–2008

		Zaposleni kod pravnih lica								
		Javni sektor					Javni sektor ukupno	Ostalo (privreda) ¹⁾		
		Iz budžeta		Javna preduzeća						
		Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna				
		1	2	3	4	5	6	7		
u hiljadama										
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	482	943		

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.

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

Okvir 1. Anketa o radnoj snazi i anketa RAD kao izvori podataka o tržištu rada

Anketa o radnoj snazi (ARS) predstavlja jedini izvor ekonomski relevantnih i međunarodno uporedivih podataka o zaposlenosti, nezaposlenosti i participaciji – i njihovim relativnim merama. Kako je Republički zavod za statistiku u 2008. godini unapredio Anketu o radnoj snazi i počeo da je sprovodi dva puta godišnje (do sada je rađena jedna anketa godišnje), omogućeno nam je da od ovog broja QM-a glavni fokus odeljka „Zaposlenost i zarade“ okrenemo ka podacima ARS (Tabela T3-1), dok ćemo podatke iz ankete RAD (Tabela T3-2) koristiti kao kontrolne podatke za praćenje formalne zaposlenosti, i uporedo s tim kao osnovni izvor podataka o prosečnoj plati u Srbiji. Raznovrsnost izvora podataka sa tržišta rada nam je potrebna i ukoliko želimo da što podrobjnije pratimo kako se svetska ekonomska kriza odražava na tržište rada. Očekujemo da će u narednom periodu dolaziti do značajnih „pretakanja“ između sektora i promena u strukturi zaposlenosti, pa bismo praćenjem samo jedne vrste agregatnih podataka sa tržišta rada propustili jedan deo ukupnih kretanja.

Osnovne razlike između Ankete o radnoj snazi i ankete RAD smo već analizirali u broju 12 QM-a. Podsećamo, anketa RAD prati administrativno registrovani broj zaposlenih, odnosno zaposlena lica koja imaju formalno-pravni ugovor o zaposlenju i na čije se prihode plaćaju porezi i doprinosi. Stoga, zaposlenost kod pravnih lica se u anketi RAD procenjuje na osnovu nacionalnog uzorka preduzeća, dok se broj preduzetnika i njihovih zaposlenih dobija na osnovu procena zasnovanih na prijavama zdravstvenog osiguranja. Na taj način se obuhvataju *samo* registrovani zaposleni, a ovaj broj ne obuhvata poljoprivrednike, pomažuće članove domaćinstva, niti zaposlene u vojsci i policiji (koji po tradiciji izostaju iz bezbednosnih razloga). S druge strane, ARS se sprovodi preko intervjua sa svim odraslim pojedincima iz nacionalnog uzorka domaćinstava. Budući da se radni status ispitanika opredeljuje na osnovu ličnog izjašnjavanja o njihovom angažovanju na tržištu rada, u ukupan broj zaposlenih po ARS ulaze i neformalno zaposleni¹, poljoprivrednici i pomažući članovi domaćinstva, kao i zaposleni u vojsci i policiji. Zbog šireg obuhvata zasnovanog na ekonomskoj definiciji zaposlenosti (svaki plaćeni rad u trajanju od najmanje jednog

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

3. Zaposlenost i zarade

časa u referentnoj sedmici) – logično je što je broj zaposlenih prema Anketi o radnoj snazi za oko 600.000 veći od broja registrovanih zaposlenih na osnovu ankete RAD.

Detaljnijom analizom podataka iz ove dve ankete, uočićemo da anketa RAD takođe beleži oko 100.000 više formalno zaposlenih nego ARS. Dakle, ukoliko poređimo ukupan broj zaposlenih po anketi RAD sa brojem formalno zaposlenih u Anketi o radnoj snazi (formalno zaposleni su oni koji imaju ugovor o zaposlenju i/ili socijalnu zaštitu preko poslodavca), a imajući u vidu da je metodologija ARS od 2008. u potpunosti usklađena sa standardima Eurostat-a i da je koristimo kao referentnu anketu, možemo zaključiti da anketa RAD precenjuje formalnu zaposlenost za oko 100.000 radnih mesta. Da bismo ilustrovali ovu razliku, u Tabeli T3-4 prikazujemo uporedni pregled formalne zaposlenosti po ove dve ankete za 2008. godinu:

Tabela T3-4. Srbija: Uporedni pregled formalne zaposlenosti po ARS i RAD, 2008¹⁾

	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod preduzetnika	Zaposleni u vojsci i policiji (procena)	Ukupno zaposleni za platu	Samozaposleni	Ukupno formalno zaposleni
	1	2	3	4(=1+2+3)	5	6(=4+5)
u hiljadama						
Anketa RAD	1.425	323	80	1.828	245	2.073
Anketa o radnoj snazi (ARS) ²⁾	1.451	222	80	1.753	220	1.973

Izvor: RZS.

1) Red 1, koji se odnosi na anketu RAD, predstavlja podatke za septembar 2008, dok anketa ARS (red 2) predstavlja podatke za oktobar 2008. Uzimajući u obzir različitu dinamiku ove dve ankete, ovo su vremenski najpribližniji podaci.

2) Podaci ARS se odnose na stanovništvo preko 15 godina starosti, radi uporedivosti sa anketom RAD, koja nema gornju starosnu granicu. Ova činjenica ne predstavlja veliki problem, s obzirom da pretpostavljamo da većina lica koja imaju formalni ugovor o zaposlenju nemaju preko 65 godina.

Kao što smo već pomenuli, zaposleni u MUP i Vojsci Srbije po tradiciji, iz bezbednosnih razloga, nisu uključeni u anketu RAD, dok su uključeni u ukupan broj zaposlenih po ARS. S obzirom na to da se njihov broj procenjuje na oko 80.000, taj broj dodajemo ukupnom broju zaposlenih po anketi RAD (kolona 3, Tabela T3-4), dok isti taj broj oduzimamo od broja zaposlenih kod pravnih lica po ARS (kolona 1, Tabela T3-4), da bismo dobili uporedive skupove zaposlenih u svim kolonama Tabele T3-4. Stoga, u koloni 1 su za obe ankete predstavljeni zaposleni kod pravnih lica bez zaposlenih u vojsci i policiji.

Primećujemo da najveća razlika u broju zaposlenih po dve ankete dolazi iz broja zaposlenih kod preduzetnika, gde je njihov broj za oko 101.000 veći po RAD-u u odnosu na ARS. (kolona 2, Tabela T3-4). Takođe uočavamo razliku između broja samozaposlenih, kojih ima oko 25.000 više po anketi RAD (kolona 5, Tabela T3-4), i broja zaposlenih kod pravnih lica, gde je njihov broj manji za oko 26.000 po RAD-u (kolona 1, Tabela T3-4).

Iz ove analize, čini se da je osnovni „krivac“ za razliku u broju zaposlenih između anketa RAD i ARS upravo preduzetnički sektor, jer dolazi do precenjivanja broja privatnih preduzetnika i zaposlenih kod njih u anketi RAD. Ovu tvrdnju potkrepljujemo i podacima iz Poreske uprave, gde je registrovan značajno manji broj samozaposlenih (oko 90.000 manje, što je konzistentno sa podacima ARS). Moguća su različita objašnjenja za ovaj „suficit zaposlenosti“ prema anketi RAD: od toga da su neaktivni ili nezaposleni prijavljeni kao preduzetnici zbog penzijskog ili zdravstvenog osiguranja, preko prikrivanja pravog vlasnika, sve do dvostrukog računanja u RAD-u, tako što se određeni broj formalno zaposlenih za platu istovremeno pojavljuje i u svojstvu vlasnika privatnih preduzeća. Međutim, preciznije razloge za verovatno precenjivanje broja zaposlenih u RAD-u ćemo saznati tek nakon što se završi trenutno revidiranje metodologije koju koristi ta anketa.

Zarade

Međugodišnji rast realnih zarada se spustio sa 5% u Q3 na 4,1% u Q4.

I nominalne zarade usporavaju sa rastom

Međugodišnja stopa rasta realnih zarada pala je sa 5% u Q3 2008. na 4,1% u Q4. Kada izdvojimo decembar, vidimo da je realna stopa rasta plata još niža nego u Q4 i iznosi 3,1%. Značajna je činjenica da i nominalne zarade usporavaju sa rastom, tako da je nominalni međugodišnji rast u Q4 2008. iznosio 15,1% u odnosu na 17,9% u Q3. U decembru je nominalni rast bio još niži, i iznosio je 12% (Tabela T3-5). U prethodnim analizama *QM-a* o kretanju zarada činilo se da je rast realnih plata najvećim delom usporen zbog povećavanja stope inflacije, i da će povratiti visoku stopu rasta ukoliko dođe do smanjenja inflacije. Međutim, sada jasno vidimo da to nije slučaj i da usporavanje rasta nominalnih zarada značajno doprinosi usporavanju rasta realnih zarada.

Ukupan realni rast bruto plata u 2008. je 5,5%.

Na godišnjem nivou, ukupan međugodišnji realni rast bruto plata u 2008. iznosio je 5,5%. U odnosu na 14,6% u 2007, ovo predstavlja veliko usporavanje rasta plata. U istom periodu, nominalni rast plata se spustio sa 21,9% međugodišnje na 17,8% (Tabela T3-5).

Tabela T3-5. 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
	1	2	3	4	5	6
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
2008	53.868	32.757	660	402	117,8	105,5
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
<i>Decembar</i>	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
Q4	58.440	35.517	678	412	115,1	104,1
<i>Decembar</i>	63.520	38.626	717	436	112,0	103,1

Izvor: RZS.

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 jednakci jer su ukupni troškovi rada veći od bruto zarade za fiksnih 17,9%.

Deprecijacija dinara još nije u potpunosti „pojela” rast plata u evrima za 2008.

U Q4 značajna deprecijacija dinara je dovela do pada plata u evrima. Naime, neto plate su sa 429 evra u Q3 pale na 412 evra u Q4, i to uprkos činjenici da se u Q4 isplaćuju najveće zarade, zbog novogodišnjih bonusa i takozvane trinaeste plate (Tabela T3-5). Međutim, zanimljiva je i činjenica da su, posmatrano u evrima, plate u Q4 2008. ipak porasle u odnosu na Q4 prethodne godine; štaviše, plate su ostale nominalno na višem nivou nego što su to bile u Q1 i Q2 2008., a niže su samo u odnosu na Q3 2008.¹. Stoga zaključujemo da, iako je došlo do značajne deprecijacije dinara u Q4, ona još uvek nije u potpunosti „pojela” rast plata u evrima koji je nastao tokom 2008. godine.

Jedinični troškovi rada u dinarima su na trendu višegodišnjeg smanjivanja, uz obavezne sezonske oscilacije (kolone 2 i 3, Tabela P-7 u Analitičkom prilogu).²

1) Visoke plate izražene u evrima u Q3 2008. delimično možemo objasniti i značajnom aprecijacijom dinara u tom periodu.

2) Za više detalja o troškovima rada videti odeljak 4. „Privredna aktivnost“ u ovom broju *QM-a*.

3. Zaposlenost i zarade

Tabela T3-6. Srbija: međugodišnji realni indeksi bruto zarada po delatnostima, 2006–2008

	2006	2007	2008	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008
Ukupno	111,3	114,6	105,5	114,1	108,2	105,2	103,1	105,0	104,1
Poljoprivreda, šumarstvo i vodoprivreda	114,7	107,6	111,2	108,2	106,3	113,0	113,0	110,3	108,3
Ribarstvo	92,6	86,7	127,5	101,5	103,0	118,0	179,7	87,8	124,6
Vađenje ruda i kamena	113,5	118,5	101,2	111,3	106,4	91,9	98,9	105,7	108,2
Prerađivačka industrija	113,7	111,6	105,8	109,7	106,8	108,3	103,2	105,6	105,9
Proizvodnja električne energije, gase i vode	106,3	118,7	97,1	110,1	103,8	82,4	98,8	102,7	104,3
Gradevinarstvo	112,9	117,2	107,2	112,9	106,1	108,7	105,0	107,5	107,6
Trgovina na veliko i malo, opravka	114,5	113,1	108,2	113,5	105,1	109,4	107,4	108,0	108,1
Hoteli i restorani	109,5	112,9	103,9	115,6	109,2	110,0	104,1	102,9	98,8
Saobraćaj, skladištenje i veze	108,5	108,9	104,0	108,4	106,9	105,8	102,6	104,6	102,8
Finansijsko posredovanje	112,4	109,1	98,3	105,2	106,7	93,4	95,6	103,9	100,3
Poslovi s nekretninama, iznajmljivanje	103,4	119,6	98,5	116,6	119,0	105,2	95,3	97,6	96,0
Državna uprava i socijalno osiguranje	109,2	111,3	100,7	113,2	102,2	98,3	100,6	101,3	102,7
Obrazovanje	108,9	114,3	106,5	116,3	110,5	110,2	106,1	104,9	104,7
Zdravstveni i socijalni rad	108,5	123,9	101,5	127,2	112,0	105,6	99,4	100,9	100,2
Druge komunalne, društvene i lične usluge	105,0	107,4	101,6	110,6	101,0	102,1	100,5	101,2	102,5

Izvor: RZS, RAD-1.

Najveći međugodišnji rast realnih zarada u Q4 je u vađenju ruda i kamena i trgovini na veliko i malo

Najveći međugodišnji rast realnih zarada³ u Q4 2008. posmatramo u sektoru vađenja ruda i kamena (8,2%), a zatim u trgovini na veliko i malo (8,1%). Međugodišnju stopu rasta koji je iznad stope rasta prosečne zarade takođe posmatramo u građevinarstvu (7,6%) i prerađivačkoj industriji (5,9%). U sektorima hotela i restorana i poslova sa nekretninama, došlo je do međugodišnjeg pada realnih zarada: u prvom za 1,2% a u drugom za 4% (Tabela T3-6).

U proizvodnji električne energije, finansijskom posredovanju i poslovima sa nekretninama dolazi do pada realnih zarada

Na godišnjem nivou, za 2008. godinu najveći rast realnih zarada posmatramo u trgovini na veliko i malo (8,2%), a zatim u građevinarstvu (7,2%). U sektorima proizvodnje električne energije, finansijskog posredovanja i poslova sa nekretninama došlo je do međugodišnjeg pada realnih zarada u 2008. godini (Tabela T3-6).

Međugodišnji rast plata u javnom sektoru je u Q4 ispod proseka Srbije

U javnom sektoru nije došlo do značajnijeg međugodišnjeg rasta realnih zarada u Q4 – osim u javnim lokalnim preduzećima, ovaj rast je bio ispod proseka Srbije (4,1%) i ispod proseka privrede (5,1%), a u zdravstvenom i socijalnom radu je čak bio i negativan (-0,8%). Na godišnjem nivou, u 2008. godini samo je u sektoru obrazovanja i kulture došlo do međugodišnjeg rasta prosečne realne zarade malo iznad proseka Srbije (Tabela T3-7).

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		
	1	2	3	4	5	6	7
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
2008	100,7	105,7	101,3	101,2	95,9	105,7	105,5
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
Q4	103,3	103,7	99,2	103,9	104,4	105,1	104,1

Izvor: RZS.

Napomene:

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

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

3) Osim poljoprivrede i ribarstava koji su podložni velikim sezonskim oscilacijama.

Okvir 2. Promena metodologije za izračunavanje prosečne zarade

Od januara 2009. godine Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju za izračunavanje prosečne zarade u Srbiji, na osnovu koje je prosečna zarada *revidirana na dole*. Naime, završno sa 2008. godinom, prosečna zarada se izračunavala isključivo na osnovu zarada isplaćenih zaposlenima kod pravnih lica, prema podacima iz ankete RAD-1. Ovakvo izvedena prosečna zarada nije uključivala zarade zaposlenih kod fizičkih lica, odnosno preduzetnika. S obzirom na činjenicu da su prosečne zarade kod preduzetnika u proseku niže od prosečnih zarada kod pravnih lica (koje uključuju i zarade u javnom sektoru), izračunavanje prosečne zarade isključivo na osnovu zarada kod pravnih lica je *precenjivalo* prosečnu zaradu. Konačno, od 2009. godine, podaci za zarade kod preduzetnika izvedeni su iz evidencija o plaćenom porezu i doprinosima Ministarstva finansija, odnosno Poreske uprave, čime je prosečna zarada u Srbiji umanjena.

Po novoj metodologiji, neto zarada za januar 2009. iznosi 28.877 dinara, što je nominalno gotovo isti iznos kao prosečna neto zarada u januaru 2007. godine po staroj metodologiji. Ovo je svakako značajno smanjenje prosečne zarade, i za očekivati je da će imati značajne implikacije za buduće donošenje javnih politika.

RZS je takođe preračunao prosečnu platu za 2008. godinu po novoj metodologiji da bi izračunali međugodišnje indekse rasta prosečne zarade između 2008. i 2009. godine. Po novoj metodologiji, prosečna zarada je nominalno veća za 14,1%, a realno za 4,1% u januaru 2009. nego u januaru 2008.

Posebno ističemo da je QM u više navrata preporučivao da se proširi obuhvat zarada na osnovu kojih se izračunava prosečna zarada, počevši od detaljne analize Katarine Stanić u tekstu *Pod lupom broja 3 QM-a „Registrovani zaposleni i zarade – statistički podaci i njihovo kretanje u periodu 2000–2005”*. Stoga ćemo u sledećem broju posvetiti više pažnje ovom značajnom unapređenju metodologije RZS kao i detaljnije analizirati njene implikacije.

4. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost je u Q4 usporila svoj rast, znatno oštrije nego što smo očekivali. Međugodišnji rast BDP-a u Q4 procenjujemo na oko 2,7%, a nepoljoprivredne BDV na 2,8%. Iako je, ukupno posmatrano, 2008. bila godina solidnog privrednog rasta od oko 5,4%, evidentno je da je taj rast zbir dva različita trenda: visokog rasta u prvoj i snažnog usporavanja u drugoj polovini godine. Godinu završavamo s rastom BDP-a koji je niži od 3%, a brzina s kojom dolazi do smanjenja privredne aktivnosti je zabrinjavajuća. Kada bismo iz privredne aktivnosti isključili povoljne egzogene uticaje na poljoprivrednu i građevinarstvo, kao i uticaj deprecijacije dinara na rast finansijskog sektora, ostvareni rast BDP-a bi iznosio svega 0,8%. Ukoliko ne dođe do, malo verovatnog, preokreta trenda, mogućnost ulaska u recesiju u 2009. postaje sve izvesnija. Tražnja, kako izvozna tako i domaća, u Q4 je takođe značajno usporila svoj rast, ali je domaća tražnja još uvek ostala nesrazmerno visoka u odnosu na proizvodnju. U kombinaciji snažnog usporavanja privredne aktivnosti i neravnoteže između ukupne potrošnje i proizvodnje, ekonomski politika se za sada opredeljuje za povećanje investicionih aktivnosti države i selektivne stimulanse privredi. Cilj ovakve ekonomski politike jeste podsticanje privredne aktivnosti bez povećanja postojećih neravnoteža. Mere i načelna orijentacija fiskalne politike će ipak najteži test morati da „prođu“ u fazi primene. Na duži rok, na otklanjanje strukturnih neravnoteža može pozitivno da utiče značajno povećanje međunarodne konkurentnosti domaće privrede do kojeg je došlo pod uticajem snažne deprecijacije dinara. Puni efekti povećanja konkurentnosti će moći da se osete tek sa završetkom globalne krize i oporavkom izvozne tražnje, budući da je izvozna tražnja za domaćim proizvodima pod uticajem krize smanjena još više nego domaća. Industrijska proizvodnja je u Q4 zabeležila međugodišnji pad od 5%, dok građevinska aktivnost nastavlja sa solidnim stopama rasta.

Bruto domaći proizvod

Rast BDP-a u Q3 procenjujemo na oko 2,7%, a rast nepoljoprivredne BDV oko 2,8%

Prema preliminarnoj proceni *QM-a*, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti¹, međugodišnji realni rast BDP-a u Q4 iznosi oko 2,7 % (Tabela T4-1). Ostvareni rast BDP-a u Q4 predstavlja usporavanje u odnosu na Q3 od preko dva procentna poena. Nepoljoprivredna BDV, koju smatramo pouzdanijom merom privredne aktivnosti, u Q4 ostvaruje međugodišnji rast od 2,8% koji je približno jednak rastu ukupnog BDP-a.

Posmatrano po proizvodnom principu, u ukupnom rastu privredne aktivnosti u Q4 prednjače poljoprivreda i saobraćaj, skladištenje i telekomunikacije. U odnosu na Q3, značajno usporavanje rasta evidentirali smo u prerađivačkoj industriji, finansijskom posredovanju i nešto blaže, ali primetno, usporavanje u trgovini na veliko i malo (Tabela T4-1).

¹ Metodologija koju smo koristili prilikom procenjivanja BDP-a 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 metodologiju Republičkog zavoda za statistiku, delom su vezane za indikatore na osnovu kojih procenjujemo sektorski rast, a za koje smatramo da u pojedinim slučajevima pouzdanoje prikazuju stvarni rast sektora (npr. proizvodnja cementa u građevinarstvu). Takođe, budući da raspolazimo manjim brojem dostupnih indikatora od RZS, u procenu uključujemo i posredne indikatore koji nisu sastavni deo zvanične statističke metodologije, a sprovodimo i dublje analize trendova pojedinačnih sektora i analizu tražnje.

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

	Međugodišnji indeksi												Bazni indeks 2008/ 2002	Učešće 2007		
	2005 2006 2007 2008				2007 Q1 Q2 Q3 Q4				2008 Q1 Q2 Q3 Q4 ²⁾							
Ukupno	106,0	105,6	107,1	105,4	107,8	107,7	106,6	106,4	108,5	106,3	104,9	102,7	140,6	100,0		
Porezi minus subvencije	110,2	99,8	109,5	101,2	110,6	107,8	112,5	107,5	109,1	103,1	98,7	96,0	145,9	15,5		
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	105,4	106,8	106,7	106,2	107,4	107,8	105,6	106,2	108,4	106,8	106,1	104,0	139,9	84,5		
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	107,3	107,9	108,8	105,9	108,3	109,0	108,7	109,2	108,3	106,9	105,8	102,8	146,0	89,2 ³⁾		
Poljoprivreda	95,1	99,8	92,2	109,0	99,5	98,2	88,3	87,6	109,0	105,9	107,7	112,8	105,6	10,8 ³⁾		
Preradivačka industrija	99,9	105,6	104,8	100,8	109,4	104,9	104,6	101,6	103,9	104,4	100,6	95,0	113,9	15,7 ³⁾		
Gradevinarstvo	102,0	107,7	108,3	105,6	117,7	110,3	105,1	102,0	103,8	107,5	100,9	110,0	144,0	3,5 ³⁾		
Saobraćaj, skladištenje i telekomunik.	123,4	129,3	119,4	115,4	113,7	117,2	120,1	125,7	120,1	117,3	113,6	112,0	278,8	15,1 ³⁾		
Trgovina na veliko i malo	122,0	110,3	119,5	107,1	122,6	120,0	117,7	118,5	111,4	105,8	107,6	104,5	225,0	12,7 ³⁾		
Finansijsko posredovanje	117,1	117,0	117,9	112,7	117,1	117,5	117,4	119,6	116,9	116,0	113,9	105,0	217,5	8,4 ³⁾		
Ostalo	102,1	100,6	101,5	102,1	99,9	102,3	101,8	102,0	103,3	102,1	102,7	102,1	110,1	33,7 ³⁾		

Izvor: RZS.

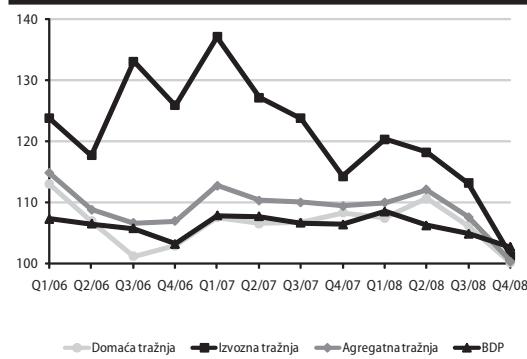
1) U stalnim cenama iz 2002. god.

2) Procena QM-a.

3) Učešće u BDV.

U neuobičajeno niskom ukupnom rastu privredne aktivnosti u Q4 uočavamo i visok, dvocifren, rast nekoliko sektora koji odudara od ostatka privrede. Dvocifren rast saobraćaja, skladištenja i telekomunikacija smatramo održivim i u 2009, pre svega zbog dugoročno visokog rasta telekomunikacija koji ne bi trebalo da bude pogoden ekonomskom krizom. Visok rast građevinarstva i poljoprivrede će se, međutim, teško nastaviti u 2009. Ova dva sektora su u Q4 ostvarila visok rast pod uticajem egzogenih činilaca. Prethodna godina je bila, ukupno gledano, povoljna za poljoprivredu, pa je samim tim i rast poljoprivrede u Q4 bio vrlo visok. Kada je građevinarstvo u pitanju, stvarni trend rasta ovog sektora se vidi u Q2 i Q3, a ostvareni međugodišnji rast građevinske aktivnosti u Q4 jeste prvenstveno slika nešto povoljnijih meteoroloških uslova u odnosu na isti period prethodne godine, odnosno većeg broja radnih dana usled toplige jeseni²⁾.

Rast finansijskog posredovanja koji smo procenili na oko 5%, iako niži nego uobičajen, takođe će biti teško održiv u 2009. Poseban je problem to što je indikator koji koristimo za procenu trenda ovog sektora međugodišnji rast depozita i kredita merenih u dinarima, iako je poslovanje ovog sektora većim delom indeksirano u evrima. Realna deprecijacija je, dakle, uticala da ocenjeni međugodišnji rast finansijskog posredovanja u Q4 bude znatno viši nego kada bismo ga posmatrali u valutu u kojoj se obavlja najveći deo poslovanja.

Grafikon T4-2. Srbija: Realni međugodišnji rast BDP, agregatne¹⁾, domaće i izvozne tražnje, 2006–2008

Izvor: QM na osnovu podataka RZS.

1) agregatna tražnja = domaća tražnja + izvoz

U okviru agregatne tražnje možemo analizirati pojedinačno izvoznu i domaću tražnju. Izvozna tražnja je očigledno usporila nešto više od domaće (Grafikon T4-2), te je deo privrede okrenut ka izvozu u nepovoljnijem položaju od ostatka privrede. Usporavanje izvozne tražnje se prenosi pre svega na pad u proizvodnji preradivačke industrije, gde se proizvodi najveći deo izvoznih dobara (Tabela T4-1).

Kada iz privredne aktivnosti u Q4 izuzmemosmogezogene uticaje na poljoprivredu i građevinarstvo, kao i efekat deprecijacije na rast finansijskog posredovanja – dobijamo stopu rasta BDP-a od oko 0,8%, što smatramo nosećim trendom privredne aktivnosti sa kojim ulazimo u 2009.

Na Grafikonu T4-2 prikazali smo realni međugodišnji rast domaće, izvozne i agregatne tražnje, kao i realni rast BDP-a. Grafikon ukazuje da je usporavanje rasta agregatne tražnje bilo snažnije od usporavanja rasta privredne aktivnosti, što možemo protumačiti i u kontekstu uzročno-posledičnih veza. Naime, naglo usporavanje agregatne tražnje je po svemu sudeći bilo „okidač“ koji je doveo do naglog usporavanja privredne aktivnosti.

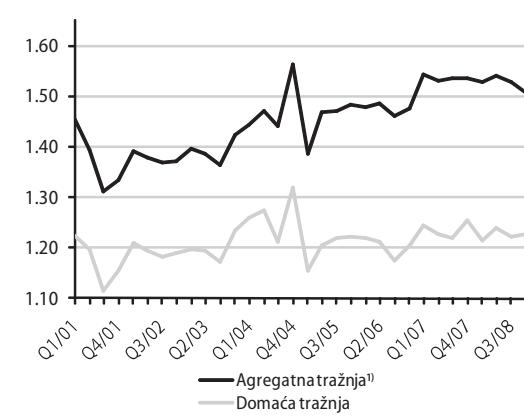
Domaća tražnja je zbog svog učešća u ukupnoj

2) Pretpostavljamo da će zvanični podaci RZS prikazati znatno niži rast građevinarstva u Q4 od naše procene. Za više detalja o građevinskoj aktivnosti u Q4, kao i njenom merenju, videti deo posvećen građevinarstvu.

4. Privredna aktivnost

tražnji od oko 80% od daleko većeg značaja za privrednu aktivnost. Domaća tražnja takođe naglo usporava u Q4. Na usporavanje domaće tražnje u Q4 uticali su: nizak realni rast zarada i, pre svega, snažno usporavanje kreditne aktivnosti³. Fiskalna politika je svojom ekspanzivnošću u Q4 delovala u suprotnom pravcu – ka povećanju domaće tražnje⁴.

Grafikon T4-3. Srbija: kretanje agregatne i domaće tražnje u odnosu na BDP, 2001-2008



Izvor: QM na osnovu podataka RZS.

1) agregatna tražnja = domaća tražnja + izvoz

Zabrinjavajuće je to da je, i pored usporavanja, domaća tražnja još uvek nesrazmerno visoka u odnosu na proizvodnju (Grafikon T4-3). Zadržavanjem strukturne neravnoteže domaće ekonomije, koju karakteriše mnogo viša potrošnja od proizvodnje, zadržava se i nepromenjen pritisak na rast inflacije i deprecijaciju dinara.

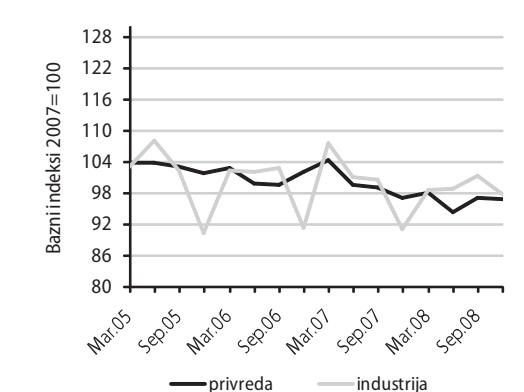
Reakcije ekonomske politike na snažno usporavanje tražnje a sa njom i privredne aktivnosti u okolnostima postojećih neravnoteža možemo podeliti na dve grupe. Prvu grupu čini dobro poznati „recept“ podsticanja proizvodnje putem povećane investicione aktivnosti države. Akcenat je u našem slučaju na izgradnji Koridora 10. Druga grupa mera ekonomske politike je daleko kreativnija i odnosi se na

subvencionisanje kamatne stope na kredite preduzećima koja proizvode razmenjive proizvode i subvencionisanje potrošačkih kredita koji se odnose na kupovinu trajnih proizvoda domaćeg porekla. Za sada je teško proceniti koliki će uticaj mere fiskalne politike imati na privrednu aktivnost, tim pre što postoje i određeni problemi vezani za njihovu realizaciju.⁵

Jedinični troškovi rada u industriji beleže značajan međugodišnji rast

Iako se jedinični troškovi rada (JTR) mereni u dinarima u Q4 blago smanjuju u odnosu na Q3, oni bi u industriji morali da imaju daleko veći pad pod uticajem sezone (Grafikon T4-4). Ukoliko posmatramo međugodišnje indekse, otkriva se visok međugodišnji rast JTR u industriji od oko 7%. Na visok međugodišnji rast JTR u industriji je uticao snažan pad industrijske proizvodnje, koji nije ispraćen jednakim usporavanjem zarada ili smanjenjem broja zaposlenih. Pojednostavljeni posmatrano, na nagli pad u industrijskoj proizvodnji preduzeća još uvek nisu reagovala značajnijim otpuštanjem zaposlenih. Primeri iz prakse nam potvrđuju ove brojke, budući da je veći broj preduzeća u postojećim uslovima smanjene proizvodnje uputio radnike na plaćeno odsustvo, ali ih nije otpustio. Ukoliko ne dođe do naglog preokreta trenda i oporavka industrijske proizvodnje trenutni nivo zaposlenosti neće biti održiv.

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



Konkurentnost je povećana

Rast JTR je za sada koncentrisan samo u industrijskoj proizvodnji. U ukupnoj privredi (iz koje smo isključili državu i poljoprivredu) još uvek beležimo blaži pad JTR. Ovaj pad dinarskih JTR u privredi posledica je još uvek nešto višeg rasta produktivnosti od realnog rasta zarada.

Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR) ukazuju nam na međunarodnu konkurenčnost 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

Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

3. Za više detalja videti odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“ i odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“ ovog izdanja QM-a.

4. Za više detalja videti odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“ ovog izdanja QM-a.

5. Za više detalja videti Osrt 1 ovog izdanja QM-a.

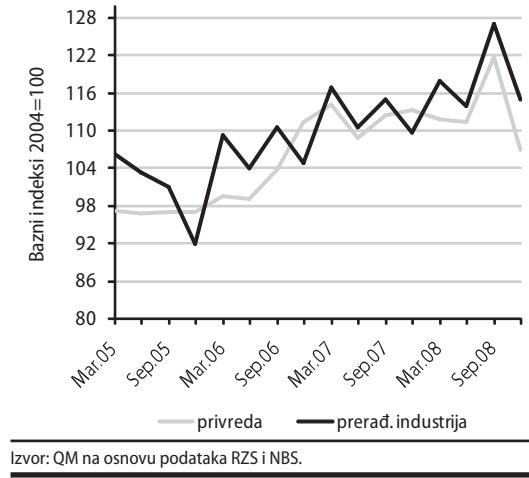
razmenjivih proizvoda, i za ukupnu privredu⁶. Naglašavamo da ovakva analiza prati samo relativnu promenu konkurentnosti (JTR) u odnosu na prosek 2004. godine, i da ne dajemo ocenu da li je ili nije domaća privreda konkurentna na međunarodnom tržištu.

U Q4 dolazi do naglog smanjenja evro-JTR u odnosu na Q3 za preko 10 procentnih poena. Najveći uticaj na rast konkurentnosti imala je snažna deprecijacija dinara koja nije bila ispraćena sličnim povećanjem zarada. Evro-JTR su pre toga, od 2004. do Q3 2008. godine, porasli oko 25%, (Grafikon T4-5) – što ujedno kvantificuje i pad konkurentnosti domaće privrede u navedenom periodu. Sada se trend u kretanju evro-JTR naglo preokrenuo, te nastavak realne deprecijacije dinara u Q1 2009. verovatno dovodi do trajnijeg povećanja međunarodne konkurentnosti domaće privrede.

Ipak, pozitivne efekte povećanja konkurentnosti na značajniji rast izvoza verovatno nećemo moći da očekujemo pre završetka globalne krize i oporavka izvozne tražnje. Posebno treba imati u vidu da je na velikom broju bitnih izvoznih tržišta takođe došlo do deprecijacije domaćih valuta i povećanja protekcionističkih mera koje poništavaju pozitivan uticaj deprecijacije dinara na cenu proizvoda iz Srbije.

Grafikon T4-5. Srbija: realni evro

jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2008



Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u padu

Industrijska proizvodnja je u Q4 zabeležila pad od 5% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T4-6). U odnosu na prethodni kvartal industrijska proizvodnja je ostvarila niži međugodišnji rast za čak šest procentnih poena, što je najveće usporavanje trenda industrijske proizvodnje od kada ga pratimo. U 2008. godini industrijska proizvodnja je ostvarila rast u odnosu na prethodnu godinu od 1,1%, koji je zbog loših rezultata u Q4 znatno niži od onog koji smo očekivali.

Tabela T4-6. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2005–2008

	Međugodišnji indeksi										Učešće 2007		
	2005	2006	2007	2008	2007				2008				
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	100,8	104,7	103,7	101,1	104,8	105,2	103,5	100,4	106,0	102,3	101,0	95,0	100,0
Vađenje ruda i kamena	102,1	104,1	99,4	103,6	102,1	101,4	99,2	95,6	106,0	101,8	103,0	102,7	6,0
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	104,2	100,7	108,5	104,9	103,3	99,9	104,4	103,7	100,4	94,0	75,8
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	106,6	102,2	102,8	101,8	94,2	108,7	106,5	104,3	112,0	96,1	103,2	96,9	18,2

Izvor: RZS.

Usporavanje prerađivačke industrije

Proizvodnja i distribucija električne energije, gasa i vode, u Q4 je ostvarila međugodišnji pad od 3,1%. Pad proizvodnje u ovom sektoru je s jedne strane posledica nešto toplije jeseni u odnosu na prethodnu godinu, a s druge strane i posledica usporavanja privredne aktivnosti. Zastoj u proizvodnji kompanija poput US Steel-a Serbia će nesumnjivo imati uticaj na usporavanje proizvodnje električne energije. Taj uticaj ćemo moći da preciznije procenimo tek sa završetkom grejne sezone.

Vađenje ruda i kamena je u Q4 zadržalo stabilan međugodišnji rast koji je iznosio 2,7%. Po svemu sudeći, rast ovog sektora nije pogoden uticajem svetske finansijske krize, te slične stope rasta očekujemo i u 2009.

⁶ Bez sektora države i poljoprivrede.

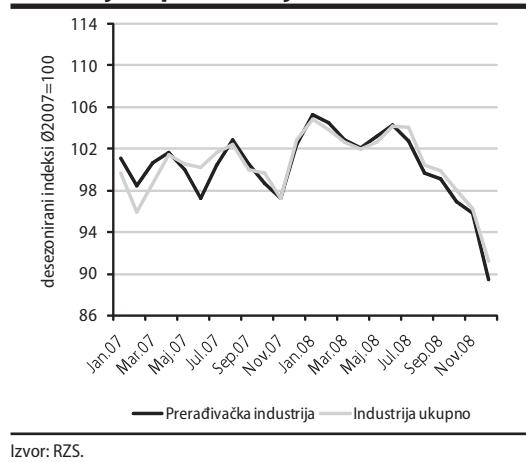
4. Privredna aktivnost

Od daleko većeg značaja za analizu jeste sektor prerađivačke industrije koji ima i najveće učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji. Prerađivačka industrija je u Q4 ostvarila međugodišnji pad koji je iznosio šest procenata, a usporavanje u odnosu na Q3 – iznosilo je 6,4 procenata poena.

Preokret trenda u proizvodnji prerađivačke industrije (a samim tim i u ukupnoj industrijskoj proizvodnji) – desio se još u avgustu (Grafikon T4-7). Tada je industrijska proizvodnja, posle istorijski najviših vrednosti proizvodnje od početka tranzicije, i vrlo visokih međugodišnjih stopa rasta – naglo ušla u stagnaciju, da bi u Q4 međugodišnje stope rasta postale izrazito negativne. Usporavanje industrijske proizvodnje od sredine godine koincidira s trendom u kretanju agregatne tražnje (Grafikon T4-2).

Preokret u kretanju industrijske proizvodnje se najbolje vidi na desezoniranim indeksima industrijske proizvodnje. Razloge za taj preokret možemo pripisati već evidentiranom usporavanju kako izvozne tako i domaće tražnje, ali i uticaju teškoća koje imaju preduzeća da bi obezbedila likvidnost.

Grafikon T4-7. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2007–2008



Ostvaren, budući da je 2008. bila uspešna poljoprivredna sezona i da je tražnja za proizvodima prehrambene industrije relativno stabilna. Pretpostavljamo da je na pad u proizvodnji prehrambene industrije presudno uticala nelikvidnost preduzeća usled otežane mogućnosti kreditiranja.

Na pad drugih posmatranih oblasti prerađivačke industrije najveći uticaj je imalo smanjenje tražnje i taj pad je daleko veći od onog koji je izazvan problemima u likvidnosti. Neke kompanije iz ovih oblasti poput US Steel-a Serbia, ili Tigar Michelin Holding-a su u sklopu konsolidacije proizvodnje svojih matičnih multinacionalnih kompanija donosile odluke o privremenom obustavljanju proizvodnje u Srbiji.

Ovakva analiza nam s druge strane ukazuje i da je mogući pozitivni uticaj umanjenja visine kamatne stope na kredite privredi veoma ograničen, budući da na pad privredne aktivnosti veći uticaj ima smanjenje tražnje (Grafikon T4-8). Verovatno će na privrednu aktivnost značajnije uticati mere koje su usmerene na povećanje tražnje za domaćim proizvodima – subvencionisanje kamatne stope na kredite za kupovinu domaćih proizvoda.

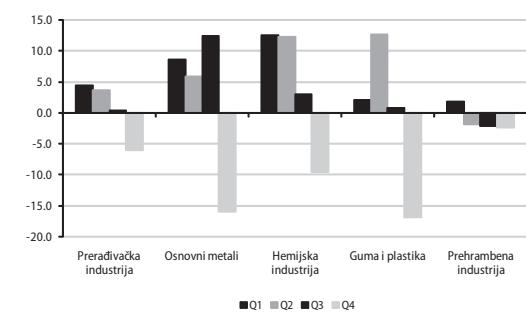
Loš rezultat svih namenskih grupacija

Posmatrano po nameni (Tabela T4-9), uočavamo pad u većini namenskih grupa proizvoda. Najviši, i jedini pozitivan, međugodišnji rast industrijske proizvodnje od 1,1% u Q4 ostvarila

Na Grafikonu T4-8 prikazan je međugodišnji rast pojedinih oblasti sa značajnim učešćem u prerađivačkoj industriji. Na Grafikonu uočavamo da je pad industrijske proizvodnje u Q4 zajednički za sve posmatrane oblasti, ali da je najveći u izvozno orijentisanim oblastima. Ovakva analiza nam pomaže i da utvrdimo preko kojeg kanala se svetska ekonomska kriza najviše prenosi na domaću industriju.

Za prehrambenu industriju koja ima najveće učešće u industrijskoj proizvodnji možemo da kažemo da je nivo industrijske proizvodnje u Q4 približno na istom trendu kao u prva tri kvartala 2007. godine. Ipak, očekivali smo znatno viši rast industrijske proizvodnje u prehrambenoj industriji u Q4 od onog koji je

Grafikon T4-8. Srbija: međugodišnji rast pojedinih oblasti prerađivačke industrije, 2008



je proizvodnja potrošnih dobara. Najveći pad je zabeležen u proizvodnji intermedijarnih proizvoda i on je iznosio 13,8%. Kada iz grupacije intermedijarnih dobara isključimo proizvodnju osnovnih metala, taj pad je nešto blaži, ali je i dalje visok (Tabela T4-9). Proizvodnja investicionih dobara je nakon vrlo visokih stopa rasta u prethodna tri kvartala u Q4 takođe imala međugodišnji pad od oko osam procenata, a proizvodnja energije je imala međugodišnji pad od 3,6% pod uticajem nešto toplije jeseni.

Tabela T4-9. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2008

	Međugodišnji indeksi												Učešće ⁵⁾	
	2005 2006 2007 2008				2007				2008					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
Ukupno	100,6	104,7	103,7	101,1	104,8	105,2	103,5	100,4	106,0	102,3	101,0	95,0	100,0	
Energija ¹⁾	103,9	102,5	101,2	101,5	93,0	104,9	105,6	103,0	110,2	98,2	102,4	96,4	26,6	
Investiciona dobra ²⁾	74,2	90,0	105,4	105,5	97,1	99,1	117,8	103,3	106,5	118,3	105,0	92,1	6,0	
Intermedijarna dobra ³⁾	104,9	106,7	104,9	100,0	113,6	108,4	102,4	95,7	106,0	106,8	99,7	87,2	30,4	
Intermedijarna dobra bez osnovnih metala	101,5	101,3	107,3	98,8	113,1	108,3	105,9	101,5	105,1	107,1	95,3	89,1	22,6	
Potrošna dobra ⁴⁾	101,6	112,0	107,1	97,9	122,4	109,1	102,3	97,2	99,4	97,5	100,0	101,8	37,0	
Potrošna dobra bez prehr. industrije	96,3	128,3	109,2	96,3	138,7	111,4	99,3	91,8	95,8	96,5	103,4	108,5	14,2	

Izvor RZS.

1) Vodenje uglja, sirove naftе i gаса, електро и водопривреда.

2) Proizvodnja metalnih proizvoda, осим машина (области 281,282 и 283 Класификације делатности), proizvodnja машина и уређаја (осим електричних), производња канцеларских и рачунарских машина, радио TV и комуникационе опреме, прецизних и оптичких инструмената, производња моторних возила и приколица и производња осталих саобраћајних средстава.

3) Руде метала, неметала, камен. Текстилна прерада и тканине, производи од дрвета и пљуте (сем nameštaja), целулоза, папир и прерадевине од папира, производи од гуме и пластике, производи хемијске индустрије (осим фармацевтске и производа кућне хемије), петрохемија, грађевински материјал, основни метали, подсектор производње металних производа, осим машина (области 284, 285, 286 и 287 Класификације делатности), електричне машине и апарати и подсектор рекиклаže.

4) Производи прехрамбене индустрије, дувански производи, одевни предмети, производи од коже, обућа, производи издавачке делатности, производи фармацевтске индустрије и кућна хемија, nameštaj и остали разноврсни производи.

5) Учеšće у укупноj industrijskoj proizvodnji.

Građevinarstvo

Građevinska aktivnost beleži visok rast u Q4...

...ali su podaci iz različitih izvora potpuno neusaglašeni

Građevinska aktivnost je u Q4 za oko 10 procenata viša u odnosu na isti period prethodne godine. Među više neusklađenih indikatora koji opisuju kretanja u građevinarstvu, као najpouzdaniji posmatramo indeks proizvodnje cementa⁷ (Tabela T4-10). Proizvodnja cementa u Q3 je za 10,1% viša od proizvodnje iz istog perioda prethodne godine.

Od ostalih indikatora građevinarstva koje objavljuje RZS: vrednost izvedenih građevinskih radova u Q3 je nominalno viša za 5,9%, a u stalnim cenama niža za dva procenta 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 0,1%.

Okvir 1: Merenje rasta građevinske aktivnosti

Kada ocenjujemo trend građevinske aktivnosti, uočavamo veliku razliku: (a) na osnovu podataka o proizvodnji cementa iz statistike industrijske proizvodnje – trend je rastući, a (b) na osnovu podatka o građevinskoj aktivnosti iz statistike građevinarstva – trend je opadajući. Kako ovu razliku možemo objasniti?

Značajan deo građevinskog sektora čine mala preduzeća koja se prvenstveno bave stanogradnjom. Prepostavljamo da njihovu aktivnost zvanična statistika građevinarstva teško prati, odnosno da je velikim delom i ne registruje. S druge strane, mnogo se lakše prate aktivnosti velikih

⁷ Ispravan indikator bila bi potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa relativno pouzdano aproksimira potrošnju.

4. Privredna aktivnost

preduzeća, te smatramo da im zbog toga zvanična statistika daje veći značaj nego što bi trebalo i da precenjuje njihovo učešće u ukupnom građevinarstvu.

Još jedan indikator koji nam ukazuje na sistemsku potcenjenost aktivnosti malih preduzeća u odnosu na velika u zvaničnoj statistici građevinarstva je neuobičajano nisko učešće stanogradnje u ukupnoj građevinskoj aktivnosti - svega 10%. Učešće izgradnje saobraćajne infrastrukturem, gde su mahom angažovana velika građevinska preduzeća, je s druge strane neuobičajeno visoko - oko 50%.

Kada su trendovi rasta velikih i malih preduzeća u građevinarstvu slični, rast koji merimo na osnovu rasta proizvodnje cementa je sličan rastu građevinskog sektora koji objavljuje statistika građevinarstva. Kada, međutim, dođe do mimoilaženja u rastu velikih i malih preduzeća, onda će statistika građevinarstva dati veći značaj trendu velikih preduzeća. Tada proizvodnja cementa bolje oslikava kretanje ukupnog sektora budući da cement koriste svi, i velika i mala preduzeća.

U Q4 je najverovatnije upravo došlo do ovakvog scenarija – pada aktivnosti velikih građevinskih preduzeća i rasta aktivnosti malih. Za ovakva kretanja postoji i objašnjenje. Naime, država je u Q4 naglo smanjila investicione aktivnosti¹ što se neposredno odrazilo na smanjenje aktivnosti velikih građevinskih preduzeća kojima je država najbitniji poslodavac. Aktivnost malih preduzeća ovim nije bila preterano pogodjena .

Ako posmatramo učešće pojedinih vrsta gradnje u ukupnoj građevinskoj aktivnosti uočavamo da se učešće izgradnje saobraćajne infrastrukture u ukupnom građevinarstvu u Q4 značajno smanjilo – sa 50,1% u Q4 2007. na svega 43,1% u Q4 2008. godine. Dakle, i po podacima iz statistike građevinarstva pad aktivnosti je bio koncentrisan isključivo u izgradnji putne infrastrukture, a ostali deo građevinskog sektora je zabeležio visok rast.

Uzimajući u obzir najverovatniju precenjenost pondera za izgradnju putne infrastrukture u statistici građevinarstva, smatramo da je pad u ovom segmentu daleko manje uticao na ukupni trend, te da podatak o proizvodnji cementa verodostojnije odslikava trend rasta građevinarstva.

¹ Za više detalja v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“ ovog izdanja QM-a

Na visok međugodišnji rast ukupne građevinske aktivnosti u Q4 koji procenjujemo na oko 10%, pre svega su uticali nešto povoljniji meteorološki uslovi i veći broj radnih dana u odnosu na Q4 2007. Nesumnjivi uticaj krize i zastoja u kreditnoj i investicionoj aktivnosti se još uvek ne uočava

na ukupnom nivou građevinske aktivnosti. Pretpostavljamo da će se ovaj zastoj preneti na građevinarstvo s kašnjenjem od nekoliko kvartala, jer trenutno najveći deo građevinske aktivnosti čine objekti čija je izgradnja otpočela pre kulminacije ekonomске krize. Novi trend u građevinskoj aktivnosti ćemo moći da procenimo tek u Q2 2009. s početkom nove građevinske sezone, dok ćemo rezultate iz Q4 i Q1 uzimati s neophodnom rezervom.

Tabela T4-10. 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	110,1	105,9

Izvor: RZS.

5. Platni bilans i spoljna trgovina

Svetska finansijska kriza odražava se i na spoljnotrgovinsku razmenu i finansijske transakcije Srbije s inostranstvom. U Q4 2008. godine zabeleženi su: snažna depresijacija dinara, značajno usporavanje izvoza i finansijskih priliva (koji su zabeležili zanemarljiv međugodišnji rast), pad vrednosti uvoza ispod one u Q4 2007. godine, nizak priliv stranih direktnih investicija, odliv portfolio investicija, kratkoročno zaduživanje banaka i naglo povlačenje deviznih depozita zaplašenih građana. Uz sve navedeno došlo je do obimnog trošenja deviznih rezervi NBS u Q4 i njihovog smanjenja za 1,76 milijardi evra.

Deficit tekućeg računa niži u odnosu na prethodna tri kvartala 2008...

...i iznosi 1.290 miliona evra (15,1% BDP-a)

Deficit robne razmene 1.894 miliona evra (22,2% BDP-a)

Međugodišnji rast izvoza 2%...

...međugodišnji pad uvoza 3%

Prvi put je zabeležen deficit po osnovu finansijskih transakcija koji je uz tekući deficit pokriven smanjenjem deviznih rezervi

Deficit bilansa tekućeg računa platnog bilansa Srbije u Q4 iznosi 1.290 miliona evra i nominalno je niži u odnosu na prethodna tri kvartala 2008. godine. Posmatrano u procentima BDP-a ovaj deficit iznosi 15,1% i značajno je ispod nivoa ostalih kvartalnih vrednosti u 2008. (17,3% u Q1, 20,4% u Q2, 16,6% u Q3)¹. Podaci ukazuju na to da je tokom 2007. i 2008. deficit tekućeg računa kao procenat BDP-a zabeležio manju vrednost samo u Q3 2007. godine (13,9%). Ovakvo kvartalno poboljšanje deficitata tekućeg računa posledica je smanjenog uvoza i visoke vrednosti tekućih transfera, pre svega doznaka (Tabela T5-1).

Deficit robne razmene u Q4 2008. godine iznosi 22,2% procjenjenog kvartalnog BDP-a (24,1% u Q1, 23,0% u Q2 i 21,3% u Q3). U Q4 izvoz iznosi 1.723 miliona evra (20,2% BDP-a), dok uvoz u vrednosti od 3.617 miliona evra čini 42,5% BDP-a². Značajno niže vrednosti, kako izvoza tako i uvoza u poslednja tri meseca 2008. godine, uticale su da je robni deficit u apsolutnom iznosu od 1.894 miliona evra manji od ostvarenog u prethodna dva kvartala.

Svetska finansijska kriza odražava se na spoljnotrgovinsku razmenu Srbije. Izvoz, koji od Q3 beleži pad iz meseca u mesec, samo je 2% iznad nivoa s kraja 2007. godine. Pad privredne aktivnosti u Srbiji i depresijacija dinara uticali su na negativnu stopu rasta uvoza od -3%. Ovakve međugodišnje promene uvoza i izvoza dovele su do međugodišnjeg smanjenja spoljnotrgovinskog deficitata od -7,1%. U odnosu na prethodni kvartal, izvoz je niži 16%, a uvoz 10%. Navedene promene u spoljnotrgovinskim tokovima uz nizak deficit usluga, rast rashoda po osnovu kamata i značajno visoku vrednost tekućih transfera zajedno uslovjavaju nivo tekućeg računa platnog bilansa 7,4% ispod vrednosti iz Q4 2007. godine (Tabela T5-1). Ako uzmemo u obzir strukturu i dinamiku rasta deficitata tekućeg računa tokom 2008. (20,8% u Q1, 61% u Q2, 46,3% u Q3), postaje jasno da je međugodišnje smanjenje deficitata od -7,4% posledica samo usporene privredne aktivnosti i recesije na domaćem i stranom tržištu, kao i deprecijacije dinara.

Devizne rezerve u Q4 služile su ne samo za pokrivanje negativnog salda tekućeg računa, već prvi put i za pokrivanje deficitata po osnovu finansijskih transakcija (uz stavku „greške i propusti“). To znači da je od navedene pozitivne vrednosti salda finansijskog računa prikazanog u Tabeli T5-1 od 1.476 miliona evra, deficit finansijskih transakcija -260 miliona evra, dok je 1.736 miliona evra smanjivanje deviznih rezervi. Negativan finansijski račun posledica je skromnih neto stranih direktnih investicija (210 miliona evra), neto povlačenja portfolio investicija, i značajne negativne vrednosti ostalih investicija. Po prvi put tokom 2007. i 2008. godine ostale investicije beleže negativnu vrednost, i to od -439 miliona evra (Tabela T5-1). Uzrok tome jeste povlačenje depozita građana od skoro 1,4 milijarde evra (naročito u oktobru, kada je povučeno 922,2 miliona evra³). Ovo povlačenje nije moglo biti kompenzovano visokim trgovinskim kreditima, kratkoročnim zaduživanjem banaka, i i dalje pozitivnim trendom inostranog zaduživanja (mada je i ono znatno manje u poređenju sa prethodnim kvartalima).

¹ Podaci za platni bilans su prema novoj metodologiji NBS (za detaljnije objašnjenje v. QM br.12, odeljak 6: „Platni bilans i spoljna trgovina“, kao i <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>.

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

³ Navedeni podaci razlikuju se od podatka objavljenih u odeljku 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 podatke iz Bilansa bankarskog sektora. Razlike nastaju u evidentiranju povlačenja depozita građana, privrede i nerezidenata, ali i efekata promene metodologije, što ćemo detaljnije razjasniti u narednom broju QM-a.

5. Platni bilans i spoljna trgovina

**Deficit tekućeg
računa u 2008.
godini iznosi 5.876
miliona evra ili
17,4% BDP-a**

Prema podacima Narodne banke Srbije, ostvareni deficit tekućeg računa u 2008. godini viši je 27,6% u odnosu na prethodnu godinu i iznosi 5.876 miliona evra. Izraženo u procentima BDP-a tekući deficit iznosi 17,4%, što je 1,5 procenatnih poena iznad deficitu ostvarenog u 2007. godini. Karakteristično je da je u 2008. godini stopa rasta izvoza veća od uvoza (16,4% rast izvoza i 15,8% rast uvoza). Međutim, u istom periodu spoljnotrgovinski deficit je veoma visok i iznosi 7.633 miliona evra (22,6% BDP-a). Strane direktne investicije u 2008. godini skoro su nepromjenjene u odnosu na 2007., i iznose 1.812 miliona evra. Značajno dugoročno zaduživanje privrede nakon 3,2 milijarde evra u 2007. nastavilo se i u 2008. godini u nešto manjem iznosu od 2,5 milijarde evra, dok se kratkoročno zaduživanje povećalo sa skoro nula na 500 miliona evra. Povlačenje depozita obeležilo je 2008., kada je samo u poslednjem kvartalu povučeno 1,4 milijarde evra deviznih depozita, tako da je uz prethodne pozitivne kvartalne vrednosti povlačenje depozita na nivou godine iznosilo 667 miliona evra. Ukupan pad deviznih rezervi Narodne banke Srbije tokom 2008. iznosi 1.760 miliona evra.

Tabela T5-1. Srbija: platni bilans¹⁾

	2007	2008	2007				2008			
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
u mil. evra										
TEKUĆI RAČUN	-4.605	-5.876	-1.075	-1.095	-1.042	-1.393	-1.298	-1.764	-1.524	-1.290
Roba	-6.629	-7.633	-1.482	-1.542	-1.566	-2.039	-1.805	-1.987	-1.947	-1.894
Izvoz robe, f.o.b ²⁾	6.373	7.419	1.383	1.585	1.714	1.690	1.665	1.969	2.061	1.723
Uvoz robe, f.o.b	-13.001	-15.052	-2.865	-3.127	-3.280	-3.729	-3.470	-3.956	-4.008	-3.617
Usluge	-254	-171	-56	-54	-82	-61	31	-72	-107	-23
Prihodi	2.304	2.739	500	534	645	625	676	637	733	692
Rashodi	-2.558	-2.910	-556	-589	-727	-686	-645	-710	-840	-715
Dohodak	-600	-929	-110	-195	-70	-225	-139	-308	-125	-357
Prihodi	517	561	108	131	144	134	145	137	158	121
Rashodi	-1.116	-1.490	-218	-326	-214	-359	-284	-445	-283	-479
Tekući transferi-neto	2.877	2.859	573	696	676	932	615	604	655	985
od čega: zvanična pomoć	166	210	36	36	50	45	43	64	52	50
od čega: poslata sredstva (doznake)	2.065	2.206	404	480	487	694	412	614	430	750
KAPITALNI RAČUN- neto	-314	0	-322	1	6	1	4	-1	-3	-1
FINANSIJSKI RAČUN	4.742	5.990	1.520	773	1.022	1.427	1.412	1.672	1.430	1.476
Direktne investicije- neto	1.821	1.812	721	-111	429	781	820	650	133	210
Portfolio investicije	678	-92	269	185	119	106	-48	-38	26	-31
Ostale investicije	2.977	2.509	301	1.115	856	705	669	750	1.528	-439
Trgovinski krediti	328	71	-5	93	89	151	99	-77	-167	216
Finansijski krediti	3.403	3.134	313	1.042	738	1.311	232	812	1.362	728
NBS	-92	0	-33	-23	-9	-27	0	0	0	0
Vlada	121	52	50	19	39	13	1	14	11	26
Banke	167	95	-181	-92	41	399	-538	-88	334	387
Dugoročni	-130	-340	43	-200	-42	69	-163	-90	27	-114
Kratkoročni	297	435	-224	109	83	330	-375	2	307	501
Ostali sektori (privreda)	3.206	2.987	477	1.137	667	925	769	886	1.017	316
Gotov novac i depoziti	-652	-666	147	-49	18	-768	352	32	333	-1.383
Ostala aktiva i pasiva	-102	-30	-154	29	12	10	-13	-17	0	0
Sredstva rezervi (- povećanje)	-734	1.760	229	-416	-382	-165	-29	310	-257	1.736
GREŠKE I PROPUSTI- neto	178	-114	-123	322	14	-35	-118	92	97	-185
UKUPNI BILANS	734	-1.760	-229	416	382	165	29	-310	257	-1.736
PRO MEMORIA										
							u % BDP-a			
Bilans tekućih transakcija	-15,9	-17,4	-17,1	-15,6	-13,9	-16,9	-17,3	-20,4	-16,6	-15,1
Bilans robne razmene	-22,8	-22,6	-23,5	-22,0	-20,9	-24,8	-24,1	-23,0	-21,3	-22,2
Izvoz robe	21,9	22,0	22,0	22,6	22,9	20,5	22,3	22,8	22,5	20,2
Uvoz robe	-44,8	-44,5	-45,5	-44,6	-43,8	-45,3	-46,4	-45,8	-43,8	-42,5
Bilans robe i usluga	-23,7	-23,1	-24,4	-22,8	-22,0	-25,5	-23,7	-23,9	-22,4	-22,5
Tekući transferi - neto	9,9	8,5	9,1	9,9	9,0	11,3	8,2	7,0	7,2	11,6
BDP u evrima³⁾	29.037,38	33.795	6.302,2	7.013,5	7.490,4	8.231,3	7.484,0	8.633,0	9.157,0	8.521,0

Izvor: NBS.

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

²⁾ Izvoz f.o.b, prema metodologiji NBS koja je prilagođena IMF BOPM-5.

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

Spoljni dug

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

	2005	2006	2007				2008			
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
stanja, u milionima evra, kraj perioda										
Ukupan spoljni dug (U % BDP-a)	13.064 61,9	14.884 59,8	14.858 58,3	15.689 58,8	16.361 59,0	17.789 61,3	17.957 59,4	18.647 58,6	20.530 61,1	21.800 64,5
Javni spoljni dug (U % BDP-a)	7.714 36,5	6.420 25,8	6.241 24,5	6.253 23,4	6.210 22,4	6.130 21,1	6.035 20,0	6.047 19,0	6.282 18,7	6.386 18,9
Dugoročni od čega MMF	7.630 732	6.363 185	6.185 0	6.197 0	6.157 0	6.096 0	6.003 0	6.016 0	6.247 0	6.369 0
Kratkoročni	84	57	56	56	53	34	32	32	35	18
Privatni spoljni dug (U % BDP-a)	5.350 25,3	8.464 34,0	8.617 33,8	9.436 35,4	10.151 36,6	11.659 40,2	11.922 39,5	12.599 39,6	14.248 42,4	15.414 45,6
Dugoročni od čega banke	4.156 1.260	7.263 2.929	7.669 2.906	8.532 2.704	9.152 2.628	10.372 2.801	10.883 2.660	11.482 2.333	12.366 2.357	13.006 2.301
od čega privreda	2.895	4.334	4.763	5.828	6.524	7.571	8.223	9.149	10.009	10.705
Kratkoročni od čega banke	1.194 924	1.201 942	948 701	904 808	999 875	1.287 1.163	1.039 770	1.118 769	1.118 1.118	1.408 1.605
od čega privreda	271	259	247	96	123	124	124	269	349	764
Neto spoljni dug ⁴⁾ , (u% BDP-a)	38,5	23,6	23,7	24,1	24,6	28,1	27,8	30,0	32,2	40,4

Izvor: NBS.

⁴⁾ Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

Spoljni dug: 21,8 milijardi evra (64,5% BDP-a)

Spoljni dug Srbije na kraju 2008. godine iznosi 21,8 milijardi evra, što je četiri milijarde evra, odnosno 22,5% više nego na kraju 2007. godine (Tabela T5-2). Posmatrano u procentima BDP-a spoljni dug čini 64,5% BDP-a i za godinu dana porastao je za 3,2 procentna poena, delimično zbog nominalnog rasta inostranog duga, a delimično zato što je BDP izražen u evrima opao usled depresijacije dinara.

Na kraju 2008. godine javni spoljni dug iznosi 6,4 milijardi evra...

Dug javnog sektora je, nakon trenda opadanja u 2007. i Q1 2008, beležio rast u ostatku 2008. godine. U decembru 2008. godine javni spoljni dug iznosi 6.386 miliona evra i u odnosu na kraj 2007. veći je za 256 miliona evra, odnosno za 4,2%. Njegovo učešće od 18,9% u BDP-u u istom periodu smanjeno je za 1,2 procentna poena.

...dok dug privatnog sektora dostiže 15,4 milijarde evra

Tokom 2008. godine privatni dug značajno raste, naročito u drugoj polovini godine. Na kraju 2008. godine on iznosi 15.414 miliona evra, što čini 70,7% ukupnog spoljnog duga. Njegov rast od 3.755 miliona evra (32%) u odnosu na kraj 2007. godine, doprineo je međugodišnjem rastu ukupnog spoljnog zaduženja sa 95%. Taj rast posledica je povećanja i dugoročnog i kratkoročnog zaduživanje privatnog sektora.

Intenzivno dugoročno zaduživanje privrede tokom cele godine

Na kraju decembra 2008. godine privatni inostrani dugoročni dug iznosi 13 milijardi evra, od čega je 17,7% dugoročni dug banaka, a ostatak od 82,3% je dugoročni dug privrede. Međugodišnji i kvartalni rast dugoročnog zaduživanja duguje se zaduživanju preduzeća, dok su se banke razduživale. U odnosu na decembar 2007. godine banke su se dugoročno razdužile za 500 miliona evra, dok je privatni sektor povećao spoljnu zaduženost za 41,4%, tj. za 3.134 miliona evra. U odnosu na septembar 2008. godine banke su se takođe razdužile, dok je dugoročni dug preduzeća za 700 miliona evra viši.

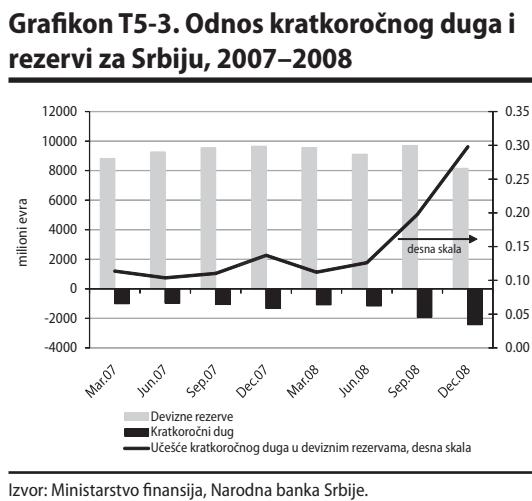
Kratkoročni dug raste i kod banaka i kod preduzeća, naročito u drugoj polovini godine

Za drugu polovicu 2008. godine karakteristično je intenzivno kratkoročno zaduživanje: kako banaka tako i preduzeća. Banke su na taj način pokušale da se zaštite od finansijskih problema (velikog povlačenja deviznih depozita stanovništva koje se desilo u oktobru), tako da su se tokom Q4 kratkoročno zadužile za 501 miliona evra neto. Istovremeno, preduzeća su zabeležila ukupan porast kratkoročnog zaduživanja od 453,5 miliona evra za poslednjih šest meseci, dok je to povećanje 679 miliona evra za period od godinu dana. Zajedno, trend povećanog zaduživanja privatnog sektora uz istovremeni pad deviznih rezervi NBS-a doprineo je da se učešće kratkoročnog duga u deviznim rezervama naglo poveća, čime je ovaj indikator ranjivosti⁴⁾ naše zemlje dostigao visoke vrednosti (Grafikon T5-3). Vrednost kratkoročnog duga u deviznim rezervama u decembru 2008. godine od 29,8% ukazuje na trenutnu lošu likvidnost Srbije, odnosno na njenu umanjenu sposobnost da odgovori na dugove prema inostranstvu koje treba izmiriti u kratkom roku.

⁴⁾ O tome v. odeljak 6. „Platni bilans i spoljna trgovina“, QM br.13.

5. Platni bilans i spoljna trgovina

Smanjenje tražnje odrazilo se na sve komponente izvoza



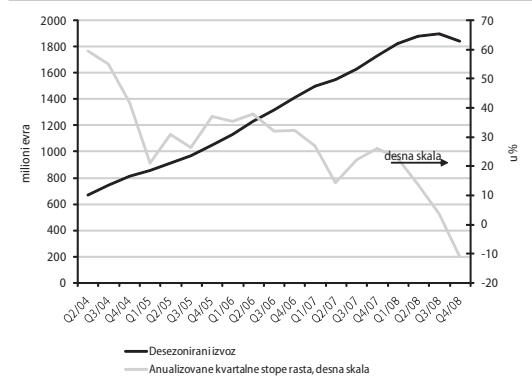
Izvoz

Kao posledica svetske finansijske krize, došlo je do pada tražnje na inostranim tržištima, tako da je u Q4 ukupan izvoz drastično usporio rast. Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, međugodišnja stopa rasta ukupnog izvoza iznosi 1,7% i značajno je niža u poređenju sa istom vrednošću iz prethodnih kvartala. Ovo usporavanje dovelo je do praktične stagnacije i *krupnog* izvoza (rast od -0,2%) i *nosećeg* izvoza (rast od 2,3%) u odnosu na Q4 2007. godine. Čak i ovakva stagnacija posledica je činjenice da je tek nekoliko grupa proizvoda zabeležilo značajne stope rasta, dok su ostale ili stagnirale ili imale značajne padove.

Usporavanje ukupnog izvoza je još izrazitije ukoliko posmatramo desezonirane podatke i međukvartalne stope rasta (Grafikon T5-4). Pad izvoza u Q4 u odnosu na Q3 2008. godine iznosi 2,8%. Na godišnjem nivou navedeni međukvartalni pad iznosi -10,9%. Uprkos činjenici da od početka 2008. godine desezoniran izvoz značajno usporava (anualizovana međukvartalna stopa rasta desezoniranog izvoza u Q1, Q2 i Q3 2008. iznosi 22,9%, 13,8% i 3,8%), po prvi put u posmatranom periodu (od sredine 2004. godine, v. Grafikon T5-4) anualizovana međukvartalna stopa rasta ima negativnu vrednost. Takvo kretanje ukazuje na stvarno stanje domaćeg izvoza, čije je usporavanje rasta počelo u prvom tromesečju 2008. i intenzivirano je u drugoj polovini godine.

Većina komponenti krupnog izvoza beleži pad

Grafikon T5-4. Srbija: desezonirani izvoz i anualizovane kvartalne stope rasta, 2004–2008



Izvor: RZS, QM

U odnosu na Q4 2007. godine, u komponenti *krupnog* izvoza, isključivo žitarice beleže visok međugodišnji rast od 93,4%. Uprkos činjenici da su poljoprivredni prinosi bili relativno visoki u 2008, taj rast je prvenstveno posledica niske prošlogodišnje baze, kada je na snazi bila zabrana izvoza tih proizvoda.

Ostale stavke beleže negativan rast, što je pogotovo vidno kod izvoza *gvožđa* i *čelika* koji je opao za 10%, uprkos niskoj bazi iz Q4 2007. godine, kada su proizvodnja i izvoz bili smanjeni zbog remonta druge visoke peći US Steel-a Serbia. Budući da je proizvodnja US Steel-a i dalje obustavljena, očekujemo veoma visok međugodišnji pad izvoza ove grupe proizvoda u Q1 2009. godine (uzimajući u obzir visoku bazu zasnovanu na proizvodnji kada je to preduzeće radilo punim kapacitetom).

Međugodišnje smanjenje izvoza *povrća* i *voća* od -1% niže je u poređenju sa prethodna dva kvartala, kada je međugodišnji izvoz tih proizvoda opadao po stopi od -14,5% u Q2 i -8%, u Q3.

Izvoz obojenih metala opao je -25,7% međugodišnje. Izvezene količine su na približno istom nivou, posmatrano međugodišnje, dok su cene u evrima opale za 25,0%. U odnosu na Q3 2008. godine, u Q4 izvezene količine obojenih metala opale su za 12,3%, dok su cene u evrima 24,0% niže.

Noseći izvoz beleži blagi rast...

... ali zahvaljujući samo nekoliko grupi proizvoda

Rast nosećeg izvoza usporavao se u svakom kvartalu u 2008. godini, ali međugodišnja stopa rasta u Q4 dostiže neuobičajeno nisku vrednost od samo 2,3%. I ovaj mali rast posledica je samo nekolike grupe proizvoda.

Izvoz proizvoda u grupi jezgro opada...

... a rast grupe ostalo ne uspeva da kompenzuje taj pad

Grupa *jezgro* takođe je imala trend usporavanja, naročito tokom prva tri kvartala u 2008. godini, da bi u Q4 beležila međugodišnji pad od -9,8%. U okviru ove kategorije jedina svetla tačka jeste izvoz odeće koji je porastao za 22,1%, dok su sve ostale grupe imale ili veoma skroman rast (*električne mašine, aparati i uređaji i obuća*) ili značajnije padove. Ekstremno visoko smanjenje izvoza imali su *organski hemijski proizvodi* (-50,3%) i *plastične materije u primarnim oblicima* (-42%).

Grupa *Ostalo* zabeležila je pozitivan međugodišnji rast od 12,2% (Tabela T5-5). S obzirom na celokupno usporavanje, uz čak značajno snižavanje mnogih komponenti izvoza u Q4, rast od 12,2% relativno je dobar i predstavlja značajan doprinos skromnom rastu ukupnog izvoza. Ova komponenta manje je osetljiva na eksterne uticaje (manje podložna promenama cena na svetskom tržištu). Veoma visok međugodišnji rast izvoza bio je zabeležen kod sledećih proizvoda: *duvan i proizvodi od duvana* (242,4%), *uljano semenje i plodovi* (103%), *telekomunikacioni aparati i uređaji* (137,7%), *nemonetarno zlato* (427,5%), kao i odsek *nerazvrstana roba*.

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

	Učešće u ukupnom izvozu u 2008	2008				2007				2008			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
u %													
Ukupno	100,0	1.676	1.973	2.066	1.727	34,6	29,8	27,3	15,2	20,5	23,8	19,6	1,7
Krupni (dominantni) izvoz	27,1	463	548	601	408	36,1	29,1	19,4	-17,4	1,9	13,8	8,0	-0,2
Gvožđe i čelik	13,0	220	311	300	133	61,5	29,1	9,7	-20,6	3,6	40,6	36,0	-10,7
Obojeni metali	6,4	125	128	135	90	11,9	18,6	17,6	-21,5	4,5	-0,9	-1,2	-25,7
Povrće i voće	4,4	65	64	109	88	30,3	59,2	29,7	17,1	13,9	-14,5	-8,0	-0,9
Žitarice i proizvodi	3,4	53	44	57	97	26,6	23,2	40,7	-35,3	-19,1	-20,3	-29,6	93,4
Noseći izvoz	72,9	1.213	1.425	1.465	1.319	33,9	30,1	31,5	31,7	29,6	28,0	25,0	2,3
Jezgro	30,5	549	585	611	524	30,9	35,2	28,6	24,0	23,5	13,7	9,3	-9,8
Odeća	4,9	89	82	88	107	31,6	31,0	28,1	19,4	15,5	12,0	2,4	22,1
Razni gotovi proizvodi,nigde pomenuti	4,2	77	80	86	72	6,0	17,1	34,2	39,4	50,7	25,4	9,1	-13,5
Proizvodi od metala,nigde pomenuti	4,3	76	82	82	78	76,6	60,5	33,1	24,7	26,9	1,3	-0,5	-10,3
Proizvodi od kaučuka	2,9	57	57	64	41	16,2	17,9	4,8	0,0	3,3	5,5	27,8	-19,2
Električne mašine,aparati i uredaji	3,9	63	71	82	73	77,6	81,2	66,7	48,8	50,9	21,7	30,3	2,8
Organski hemijski proizvodi	2,3	47	48	47	29	42,8	71,4	46,3	30,4	7,9	25,7	-5,3	-50,3
Plastične materije u primarnim oblicima	1,9	40	40	38	22	-7,4	8,2	8,3	13,6	34,4	10,1	6,7	-41,9
Obuća	2,2	41	41	45	37	34,9	18,1	10,9	11,2	15,8	8,4	9,0	3,8
Hartija,karton i proizvodi od celuloze	1,9	33	39	35	32	12,3	35,6	23,0	21,0	21,4	13,5	1,9	-7,2
Proizvodi od nemetalnih minerala	2,0	28	45	45	32	55,3	32,0	28,1	22,4	10,3	19,9	16,7	-4,9
Ostalo	42,3	664	840	854	795	36,7	26,0	34,2	38,7	35,0	40,4	39,4	12,2

Izvor: RZS.

Uvoz

Uvoz u Q4 2008. godine beleži negativnu međugodišnju stopu rasta od -2,8%...

... izrazit pad dve komponente: intermedijarni proizvodi i kapitalni proizvodi

Uvoz u Q4 2008. godine beleži negativnu međugodišnju stopu rasta koja iznosi -2,8% (Tabela T5-6). S obzirom na to da je uvoz usporio u većoj meri od izvoza (koji je imao pozitivan rast od 1,7% – v. prethodni odeljak i Tabelu T5-5) pokrivenost uvoza izvozom je u odnosu na Q4 2007. viša za dva procentna poena i sada iznosi 46,6%.

Dinamika uvoza po komponentama ukazuje da je glavni razlog njegovog smanjenja pad domaće proizvodnje i investicija i značajna depresijacija dinara, dok je potrošačka tražnja ostala relativno visoka. U Tabeli T5-6 uočljiv je izrazit pad dve komponente: *intermedijarni proizvodi* (-5,9%) i *kapitalni proizvodi* (-11,9%). Takođe, komponenta koju čine kapitalni proizvodi, po isključenju drumskih vozila, beleži međugodišnji pad od -6,0%. *Energija, trajni i netrajni proizvodi za široku potrošnju*, kao i komponenta *ostalo* beleže rast u odnosu na isti period godinu dana ranije.

Tabela T5-6. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2007–2008

	Učešće u uvozu (2008)	2008				2007				2008			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
u %													
Ukupno	100,0	3.613	4.105	4.009	3.706	32,9	24,4	27,8	26,7	22,8	27,5	19,1	-2,8
Energija	20,0	788	764	796	736	14,3	-3,0	7,0	26,8	32,5	53,2	51,2	5,7
Intermedijarni proizvodi	34,4	1.201	1.440	1.464	1.211	36,3	34,0	31,0	17,0	16,2	16,0	12,8	-5,9
Kapitalni proizvodi	24,8	850	1.104	985	881	55,1	34,8	41,9	39,3	19,5	32,6	10,4	-11,9
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	16,8	557	723	664	653	66,0	33,1	32,6	38,9	9,3	29,3	13,1	-6,0
Trajni proizvodi za široku potrošnju	3,9	133	157	144	161	29,6	35,0	42,2	32,0	31,3	34,8	13,5	2,6
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,3	517	542	545	603	25,0	21,3	18,8	29,6	26,6	21,1	19,5	4,2
Ostalo	2,7	124	97	74	115	29,6	12,7	37,4	24,5	32,4	16,6	12,3	21,2
Uvoz bez energije	80,0	2.825	3.340	3.213	2.970	38,6	31,2	32,6	26,7	20,3	22,8	13,1	-4,7

Izvor: RZS.

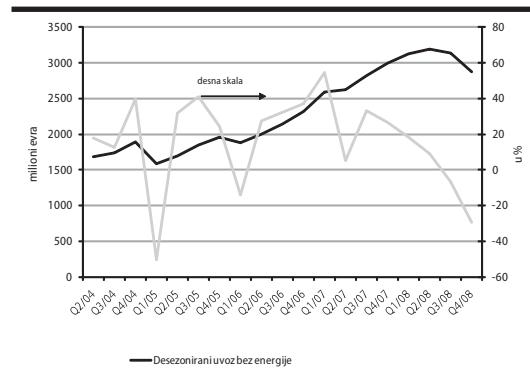
5. Platni bilans i spoljna trgovina

Usporavanje uvoza i izvoza nije dovelo do značajnog smanjenja spoljnotrgovinskog deficit-a

Porast uvoza energije znatno je niži od prethodnih kvartalnih vrednosti. Razlog tome jeste veliki pad cene energetika na svetskom tržištu. Ipak, pošto je najveći deo domaćih deviznih priliva u evrima, efekat tog pada delimično je ublažen depresijom evra u odnosu na dolar.

Komponenta *ostalo* imala je veoma visoku stopu rasta od 21,2%, a nekoliko grupa proizvoda zabeležilo je veoma visok međugodišnji rast: *žive životinje* (124,5%), *uljano semenje i plodovi* (310,6%), *nerazvrstana roba* (191,3%).

Grafikon T5-7. Srbija: desezonirani uvoz bez energije, 2004–2008



Izvor: RZS, QM

U odnosu na Q3 2008. godine u Q4 desezonirani uvoz bez energije zabeležio je oštar pad od -8,3%, što predstavlja anualizovanu stopu od -29,2%. To ukazuje na značajno smanjenje domaće tražnje za uvoznim proizvodima (anualizovane međukvartalne stope rasta desezoniranog uvoza bez energije iznosile su: 18,5% u Q1, 9,4% u Q2 i -6,5% u Q3 2008. godine, Grafikon T5-7).

Istovremeno usporavanje rasta izvoza i blagi pad uvoza nisu doveli do značajnog smanjenja spoljnotrgovinskog deficit-a, jer je pokrivenost uvoza izvozom i dalje niska (46,6%). Očekujemo dalje usporavanje uvoza usled smanjenog priliva kapitala, deprecijacije dinara, smanjenog kreditnog zaduživanja, kao i usled značajnog

pada privredne aktivnosti. S druge strane, izvoz će sigurno duže vreme biti pod uticajem svetske recesije i obazrivosti potrošača na inostranim tržištima, što je jedan od razloga već registrovanog smanjenja industrijske proizvodnje u Srbiji.⁵ Efekti svetske finansijske krize osetiće se u Srbiji tek u narednom periodu, što će naročito uticati na dalji pad uvoza i izvoza i svih njihovih komponenti.

5 V. odeljak 4. „Privredna aktivnost“ u ovom izdanju QM-a.

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q4 2008. godine značajno je povećana ekspanzivnost fiskalne politike u Srbiji. Konsolidovani fiskalni deficit iznosio je 47 milijardi dinara, što je oko 6,5% procenjenog BDP-a u tom kvartalu. Fiskalni deficit u Q4 iznosi blizu četiri petine ukupnog deficita koji je ostvaren u prethodnoj godini. Povećanje fiskalnog deficita u Q4 prevazilazi uobičajeno sezonsko povećanje i može se porediti sa skokovima koji su karakteristični za predizborne kampanje u Srbiji. Realni nivo javnih prihoda je, prvi put nakon većeg broja godina, opao u odnosu na isti kvartal 2007. Smanjenje realnog nivoa konsolidovanih javnih prihoda za 0,7% predstavlja snažan indikator recesionalih tendencijskih u privredi Srbije. Realni pad konsolidovanih javnih rashoda od 3,5% može se oceniti kao uslovno pozitivan signal, s obzirom na to da se poredi s visokim nivoom rashoda iz Q4 (predizbornog) 2007. Na nivou cele 2008. ispoljeno je snažno usporavanje realnog rasta konsolidovanih javnih rashoda i prihoda u odnosu na prethodnu godinu, uz umereno povećanje fiskalnog deficita u odnosu na BDP. Konsolidovani javni prihodi su realno povećani za 3,4%, dok su konsolidovani javni rashodi povećani za 4,7% u odnosu na prethodnu godinu. Konsolidovani fiskalni deficit iznosio je u 2008. 2,2% BDP-a, što je nešto iznad ostvarenog deficita u 2007. godini.

Opšte tendencije i makroekonomiske implikacije

Prihodi i rashodi realno opadaju, deficit se povećava

Nakon tri uzastopna kvartala u kojima je usporavan realni rast konsolidovanih javnih prihoda u Q4 2008. godine, po prvi put u toku nekoliko poslednjih godina, smanjen je realni nivo javnih prihoda u odnosu na isti period prethodne godine. Dok su postojale dileme oko uzroka usporavanja rasta javnih prihoda u prva tri kvartala 2008. godine, uzrok smanjenja realnog nivoa javnih prihoda u Q4 jeste sasvim izvestan – radi se o privrednoj recesiji. Umereno usporavanje privredne aktivnosti u Q3, prešlo je u intenzivno usporavanje u Q4. Štaviše, podaci o kretanju industrijske proizvodnje i spoljnoj trgovini ukazuju da se recesione tendencije u toku samog kvartala pojačavaju.

Indirektni porezi realno opadaju, direktni još uvek realno rastu

Posmatrano po grupama poreza u Q4 se uočavaju izrazito divergentne tendencije. Realni nivo prihoda od indirektnih poreza (PDV, carine, akcize) značajno je opao, dok realni nivo prihoda od najvažnijih direktnih poreza (porezi na dohodak i doprinosi) i dalje značajno raste. Pad realnog nivoa prihoda od indirektnih poreza upućuje na zaključak da je domaća tražnja u Q4 opala, mada procene u Poglavlju 4 „Privredna aktivnost“ to ne potvrđuju¹. Porast finansijske nediscipline u izmirenju poreskih obaveza, usled pogoršanja likvidnosti poreskih obveznika, mogao bi delimično objasniti navedeno odstupanje. Naime, preduzeća u uslovima pogoršane likvidnosti prave prioritet u izmirenju obaveza, uključujući i poreske obaveze. Pri izmirenju poreskih obaveza preduzeća daju prioritet isplati poreza i doprinosa na zarade u odnosu na plaćanje obaveza po osnovu indirektnih poreza, jer bez njihovog plaćanja ne mogu da isplate zarade.

Konsolidovani rashodi realno opadaju, dok rashodi za penzije i plate rastu

Konsolidovani javni rashodi² ostvarili su realni pad u Q4 za čak 3,5% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Realni pad je ostvarila većina značajnijih komponenti javnih rashoda, osim rashoda za penzije i plate zaposlenih u javnom sektoru. Realni rast rashoda za zaposlene u Q4 delom je rezultat ranije dogovorene dinamike povećanja zarada, a drugim delom rezultat jednokratnih isplate zaposlenima uoči novogodišnjih i božićnih praznika. Povećanje rashoda za penzije u Q4 posledica je kumulativnog dejstva jednokratnog povećanja penzija za 10% i redovne indeksacije penzija.

¹ Moguće je da će se nakon dobijanja dodatnih podataka ispostaviti da su BDP i domaća tražnja u Q4 ostvarili manji rast nego što to proizilazi na osnovu do sada raspoloživih podataka. U tom slučaju pokazalo bi se veće slaganje podataka o privrednoj aktivnosti i tražnji, na jednoj strani i podataka o naplati poreza, na drugoj strani.

² Ministarstvo finansija je na osnovu naknadno dobijenih godišnjih podataka od Ministarstva zdravlja i dr., značajno promenilo prethodne podatke o obimu i strukturi javnih rashoda. Zbog toga se podaci o iznosu rashoda i stopama realnog rasta u prva tri kvartala 2008. godine razlikuju od ranije objavljenih podataka u QM-u. Promene se najčešće delom odnose na iznos troškova rada i troškova za nabavku roba i usluga.

6. Fiskalni tokovi i politika

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

	2005	2006	2007					2008				
	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
u milijardama dinara												
I UKUPNI PRIHODI	721,7	865,8	224,9	238,6	248,9	288,4	1.000,7	269,4	281,4	283,3	311,8	1.145,9
II UKUPNI RASHODI	-699,1	-888,4	-222,9	-219,7	-254,2	-334,7	-1.031,5	-254,0	-295,8	-286,6	-359,3	-1.195,7
III OTPLATE DOMAČIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-7,8	-10,9	-0,9	-1,1	-6,7	-6,7	-15,3	-4,4	-5,2	-1,2	0,6	-10,1
od čega Budžetski krediti, neto ²⁾	-7,8	-10,9	-0,9	-1,1	-6,7	-6,7	-15,3	-4,4	-5,2	-1,2	0,6	-10,1
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-706,8	-899,3	-223,7	-220,8	-260,9	-341,4	-1.046,8	-258,4	-301,0	-287,8	-358,7	-1.205,8
V KONSOLIDOVANI BILANS (I+IV) definicija GFS ³⁾	14,8	-33,5	1,2	17,8	-12,1	-53,0	-46,1	11,0	-19,6	-4,4	-46,9	-59,9
VI FINANSIRANJE (definicija FREN) ⁴⁾	34,8	119,6	24,2	-0,2	1,0	-0,9	24,2	5,0	-12,2	-1,3	11,4	2,9
VII PROMENA STANJA NA RAČUNU (V+VI)	49,6	86,2	25,4	17,6	-11,1	-53,9	-21,9	16,0	-31,8	-5,7	-35,4	-57,0
PRO MEMORIA												
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu (NBS)	16,0	75,9	36,7	25,2	-6,1	55,8	...	...	...	...	...	...
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ⁵⁾	17,1	0,7	1,4	2,7	1,0	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prihodi od licence ⁶⁾	0,0	27,0	25,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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 zaposljavanje). Ne uključuje javna preduzeća i NBS.

²⁾ Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BfJ, 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 oplate domaćih dugova - penzije, budžetske pozajmice i dokapitalizaciju. Ovakvo definisan rezultant meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu. Videti metodološku diskusiju u Okviru 1 u Kvartalnom monitoru br.3 za detalje.

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

Ekspanzivna fiskalna politika u Q4 ublažila je recesione tendencije

Ekspanzivna fiskalna politika u Q4 2008. godine delovala je na to da se ublaže recesione tendencije u privredi Srbije. Antirecesioni karakter fiskalne politike u navedenom periodu najvećim delom nije bio rezultat politike Vlade, nego posledica znatno manje naplate javnih prihoda u odnosu na planirani nivo. Ekspanzivnost fiskalne politike na strani rashoda ostvarena je kroz rast tekuće potrošnje (penzije i plate), dok su kapitalni rashodi opali u odnosu na isti kvartal prethodne godine.

...recesija nije zaustavljena

Snažni recesioni trendovi u privredi, uprkos značajnom fiskalnom impulsu, ukazuju na ograničen domet ekspanzivne fiskalne politike. Međutim, ograničen domet ekspanzivne fiskalne politike nije razlog za njeno napuštanje, jer bi bez takve fiskalne politike, recesija bila još snažnija. Procenjuje se da je ekspanzivna fiskalna politika ublažila efekte praktično zaustavljenog priliva stranog kapitala iz inostranstva, kao i dramatičnog usporavanja kreditne aktivnosti u zemlji. Međutim, realizacijom navedene fiskalne politike Vlada je potrošila skoro sve raspoložive depozite. Stoga je neophodan uslov za dodatnu fiskalnu ekspanziju ostvarenje dodatnih prihoda od zaduživanja ili privatizacije.

Nastavak postojećih tendenciјa implicira manje prihode i veći deficit nego što je planirano

Prema nezvaničnim podacima, u januaru³⁾ 2009. godine, nivo prihoda budžeta Republike Srbije opao je ne samo realno nego i nominalno. Prema preliminarnim procenama očekuje se da će se recesione tendencije, a time i usporavanje rasta, ili čak i realni pad javnih prihoda, nastaviti tokom 2009. godine. Iz toga sledi da će pri nepromenjoj fiskalnoj politici (planirani nivo javnih rashoda i važeće poreske stope) konsolidovani deficit države u 2009. godini biti veći nego što je to planirano.

Okvir 1. Emisija Trezorskih zapisa

U nastojanju da obezbedi sredstva za finansiranje dela budžetskog deficit, Trezor Republike Srbije je početkom februara organizovao aukciju tromesečnih Trezorskih zapisa. Trezorski zapisi će biti dostupni svim zainteresovanim investitorima: finansijskim institucijama, preduzećima i građanima. Vrednost ponuđenih Trezorskih zapisa u prvoj emisiji iznosila je dve milijarde dinara, dok je kamatna stopa bila fiksna i iznosila je 15% godišnje, odnosno 3,56 za tri meseca. Od ukupne emisije prodato je 42,2%. Relativno skromni rezultati prve emisije mogu se objasniti posto-

³⁾ Pad prihoda u januaru 2009. godine delimično se može objasniti nepovoljnim delovanjem vanrednih činilaca kao što je nestaćica gasa u industriji. Osim toga na nivo prihoda nepovoljno je uticao i kalendarski efekat, jer je poslednji dan u mesecu, kada se ostvaruje značajan iznos prihoda (uplata akciza i poreza na zarade) pao u toku vikenda.

janjem povoljnijih alternativa za neke investitore (npr. banke mogu da kupe petnaestodnevne papire NBS po godišnjoj kamatnoj stopi od 16,5%), ali i relativno visokim rizikom promene kursa.

Druga aukcija Trezorskih zapisa, koja je održana sredinom februara, bila je znatno uspešnija. Trezor Republike Srbije prodao je čak 73,24% od ukupno emitovanih tromesečnih zapisa u vrednosti od tri milijarde dinara, uz godišnju kamatnu stopu od 16,5%. Ocenuje se da je povećanje kamatne stope, na nivo repo stope NBS, ključno doprinelo većoj uspešnosti druge emisije državnih zapisa.

Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih javnih rashoda

Prihodi od PDV, carina i akciza su značajno smanjeni

Realni nivo prihoda od indirektnih poreza u Q4 značajno je smanjen u odnosu na isti period prethodne godine. Realni nivo prihoda od PDV manji je za 2,3% u odnosu na isti period 2007, što predstavlja najveći pad od 2006. godine.⁴ Na nivou cele 2008. prihodi od PDV realno su povećani za 2,7%, što predstavlja značajno usporavanje u odnosu na ostvareni rast u prethodnoj godini od preko 10%. Pad realnog nivoa prihoda od akciza u Q4 u odnosu na isti kvartal prethodne godine iznosio je 1,7%, dok su prihodi od akciza na nivou cele 2008. realno porasli za samo 0,9%. Inače, u kretanju kvartalnih međugodišnjih stopa rasta prihoda od akciza postoje značajne varijacije u okviru kojih se uočava određena pravilnost – prema kojoj nakon rasta u jednom kvartalu sledi pad u narednom. Prihodi od carina u Q4 realno su manji za čak 8,7% u odnosu na isti period 2007. Deprecijacija dinara koja je započela početkom Q4 nije bila dovoljna da kompenzuje smanjenje devizne vrednosti uvoza. Prihodi od carina u celoj 2008. realno su veći za 2% u odnosu na prethodnu godinu.

Prihodi od poreza na dohodak i doprinosi još uvek realno rastu

Porezi na dohodak i doprinosi za socijalno osiguranje predstavljaju jedine bilansno relevantne poreze koji su ostvarili realni rast u Q4 u odnosu na isti period prethodne godine. Realni nivo prihoda od poreza na dohodak u Q4 veći je za čak 6,5%, dok su doprinosi za socijalno osiguranje porasli za 2,5% u odnosu na isti period 2007. Rast realnog nivoa prihoda od doprinsosa relativno čvrsto prati dinamiku realnih zarada, dok realni prihodi od poreza na dohodak rastu nešto brže od rasta zarada. Realni nivo prihoda od poreza na dohodak građana u 2008. povećan je za 6,5%, dok je realni nivo doprinsosa veći za 4,5%.

Porez na dobit, koji je tokom prethodnih nekoliko godina ostvarivao dvocifrene stope realnog rasta, u Q4 je po prvi put imao minimalan realni pad. Pad prihoda od poreza na dobit, s obzirom na način njegovog obračunavanja i plaćanja⁵, najvećim delom odražava pogoršanje likvidnosti privrede. Uprkos padu u poslednjem kvartalu rast realnog nivoa prihoda od poreza na dobit u 2008. u odnosu na prethodnu godinu i dalje je vrlo značajan i iznosi 18,7%.

Rashodi za penzije i plate realno rastu, ostali rashodi se realno smanjuju

Najznačajniji realni rast u okviru rashoda ostvaren je u slučaju rashoda za penzije. Rashodi za penzije u Q4 veći su u odnosu na isti period prethodne godine za 20%, dok je realni rast rashoda za penzije u toku cele 2008. godine iznosio 15%. Visoka stopa realnog rasta penzija posledica je sukcesivnog značajnog povećanja penzija tokom 2008. godine. Osim redovnog povećanja penzija, primenom formule za indeksacije na aprilske i oktobarske penzije, u toku prethodne godine realizovana su i dva vanredna povećanja penzija. Prvo vanredno povećanje penzija ostvareno je početkom 2008. godine da bi se uskladio odnos prosečnih plata i prosečnih penzija na nivou od 60%, dok je drugo vanredno povećanje penzija od 10% realizovano u oktobru 2008. godine. Kumulativno nominalno povećanje prosečnih penzija u toku 2008. godine iznosilo je oko 35%.

⁴ Pad prihoda od PDV u 2006. godini posledica je povećanja poreskih povraćaja i kredita u odnosu na 2005. godinu, koja je bila prva godina važenja PDV u Srbiji.

⁵ Obaveze po osnovu poreza na dobit u toku određene godine plaćaju se akontaciono na osnovu ostvarene dobiti u prethodnoj godini. Konačna obaveza za određenu godinu se utvrđuje tek nakon što se krajem prvog kvartrala utvrđi oporeziva dobit u okviru poreskog bilansa preduzeća.

6. Fiskalni tokovi i politika

Prema korigovanim podacima Ministarstva finansija, realni rast troškova rada za zaposlene u Q4 u odnosu na isti kvartal prethodne godine iznosi 8,5%. Prema korigovnim podacima, realni rast troškova rada u državnom sektoru u 2008. iznosi 11,1% u odnosu na prethodnu godinu. Ovi korigovani podaci o kretanju troškova rada u značajnoj meri odstupaju od podataka Republičkog zavoda za statistiku o kretanju prosečnih zarada u javnim delatnostima s najvećim brojem zaposlenih. Tako, na primer, prema podacima RZS prosečne realne zarade u zdravstvu, državnoj upravi i socijalnom osiguranju u 2008. ostale su na približno istom nivou kao i u prethodnoj godini, dok su prosečne plate u obrazovanju u 2008. realno porasle za 5,6%. Podaci RZS približno odgovaraju dinimici zarada koja je ugovorena između Vlade i relevantnih sindikata. Stoga se zaključuje da korigovani podaci Ministarstva finansija precenjuju rast troškova rada u državnom sektoru, kako u Q4 tako i u celoj 2008. godini⁶.

Prema korigovanim podacima, rashodi za kupovinu roba i usluga u Q4 manji su za 11,4% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok su na nivou cele godine ovi prihodi realno smanjeni za 2,6%. Slično kao i kod plata revidirani podaci pokazuju potpuno suprotne tendencije u kretanju ove vrste rashoda tokom 2008. godine u odnosu na ranije objavljivane podatke.

Opadajuća tendencija u kretanju kapitalnih rashoda, koja je inače karakteristična za celu 2008. godinu, dodatno je ubrzana u poslednjem kvartalu 2008. Međugodišnji pad realnog nivoa kapitalnih rashoda u Q4 iznosi čak 21%, dok pad na nivou cele 2008. godine iznosi 14,5%. Smanjenje realnog nivoa javnih rashoda delimično se može objasniti povećanom restriktivnošću na strani rashoda kako bi se ukupni bilans države kretao u planiranim okvirima. Drugi razlog za smanjenje kapitalnih rashoda jeste u činjenici da kočenje većeg broja disperzovanih manjih projekata u okviru NIP-a još uvek nije kompenzovan pokretanjem realizacije krupnih infrastrukturnih projekata.

Na osnovu konsolidovanih fiskalnih podataka za poslednji kvartal 2008. i podataka o budžetu Srbije za januar 2009. godine, kao i na osnovu tendencija u kretanju privredne aktivnosti – može se proceniti da će realni nivo javnih prihoda u 2009. biti znatno manji od planiranog. Pouzdanija procena o tome koliki nivo javnih prihoda će se ostvariti u 2009. godini, uz datu poresku politiku, biće moguća tek nakon raspoloživih makroekonomskih i fiskalnih podataka za Q1 2009. Manji prihodi od planiranih uz zadržavanje potrošnje na planiranom nivou – imali bi za posledicu veći deficit od planiranog na nivou od 1,75% BDP-a. Preliminarne procene pokazuju da bi se uz nepromenjeni realni nivo rashoda⁷ i nepromenjenu poresku politiku, fiskalni deficit u 2009. kretao u intervalu od 3,5 do 4,5% BDP-a.

⁶ Verovatni razlog nepodudaranja realnih stopa rasta troškova rada prema podacima Ministarstva finansija i RZS jeste u tome što je Ministarstvo korigovalo samo podatke za 2008 godinu, dok su podaci za prethodne godine ostali nepromenjeni. Stoga se može oceniti da podaci Ministarstva za 2008. godinu dobro odražavaju nivo rashoda u toj godini, ali da su stope rasta neadekvatne jer su podaci za 2008. godinu neuporedivi sa podacima za prethodne godine.

⁷ Ukoliko bi inflacija bila veća od planirane, to bi za posledicu imalo manji realni nivo rashoda, usled čega bi i deficit u odnosu na BDP bio manji. Manji realni nivo rashoda bi se mogao ostvariti i kroz formiranje docnji u izmirenju obaveza države. Prema tome, ukoliko se aktivnom politikom Vlade fiskalni bilansi ne svedu u održive okvire, to će se dogoditi spontano kroz veću inflaciju ili rast docnji u izmirenju obaveza države.

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

	u milijardama dinara												realni rast (u %)					u odnosu na prethodni period								
	2006				2007				2008				2006		2007		2008									
	Q1-Q4		Q1-Q4		Q1		Q2		Q3		Q4		Q1-Q4		Q1-Q4		Q1		Q2		Q3		Q4		Q1-Q4	
I UKUPNI PRIHODI	865,8	1.000,7	269,4	281,4	283,3	311,8	1.145,9	6,8	8,4	7,6	5,2	2,8	-0,7	3,4	9,0											
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR ^{2),3)}	855,6	995,2	269,4	281,4	283,3	311,8	1.145,9	6,8	8,9	9,1	8,3	6,5	3,3	-0,6	4,0	9,0										
1. Tekući prihodi	865,5	995,4	268,9	280,3	282,6	311,3	1.143,1	6,8	7,9	7,7	5,0	3,7	0,1	3,7	9,0											
Poreski prihodi	756,0	870,0	234,4	247,4	248,3	270,2	1.000,4	5,4	8,0	7,6	5,2	3,6	0,1	3,9	7,7											
Porez na dohodak	118,6	115,8	29,7	34,1	33,6	39,0	136,5	11,9	-8,4	7,1	8,1	4,5	6,5	6,5	14,8											
Porez na dobit	18,3	29,7	15,0	8,1	7,4	8,5	39,0	58,0	52,1	15,2	30,0	45,3	-0,2	18,7	13,3											
PDV	225,1	265,5	73,2	77,0	73,8	77,7	301,7	-7,3	10,6	8,7	5,7	-0,3	-2,3	2,7	4,2											
od čega: Neto PDV ²⁾	224,5	260,3	73,2	77,0	73,8	77,7	301,7	0,3	8,8	11,3	10,3	1,3	-2,3	4,7	4,2											
Akcize	86,9	98,6	23,7	26,6	29,5	30,3	110,1	8,3	6,5	5,7	-1,5	2,4	-1,7	0,9	1,7											
Carine	45,4	57,4	14,8	16,9	16,3	16,8	64,8	3,9	18,6	10,5	8,8	0,9	-8,7	2,0	1,8											
Doprinosi	231,4	270,3	69,7	75,9	78,7	88,5	312,7	12,5	9,6	6,9	4,4	5,2	2,5	4,5	11,2											
od čega: Doprinosi bez kompenzaciju sa FZR ³⁾	221,9	269,8	69,7	75,9	78,7	88,5	312,7	11,3	14,1	7,0	4,6	5,2	2,8	4,7	11,2											
Ostali poreski prihodi	30,3	32,8	8,4	8,8	8,8	9,5	35,6	11,1	1,7	-4,5	-5,8	4,0	-1,6	-2,1	5,8											
Neporeski prihodi	109,6	125,4	34,4	32,9	34,3	41,1	142,7	17,1	7,4	8,5	3,3	4,5	-2,7	2,8	18,5											
2. Kapitalni prihodi	0,3	5,3	0,3	0,5	0,3	0,2	1,4	56,3	1.703,2	-55,6	81,3	-89,6	-87,7	-76,8	-27,0											
II UKUPNI RASHODI	-888,4	-1.031,5	-254,0	-295,8	-286,6	-359,3	-1.195,7	13,7	8,9	2,4	20,1	1,8	-1,4	4,7	24,1											
1. Tekući rashodi	-807,0	-919,5	-242,0	-272,7	-260,5	-314,4	-1.089,6	10,6	6,9	6,9	19,5	2,3	2,3	7,1	19,5											
Rashodi za zaposlene	-204,4	-238,3	-66,5	-74,0	-71,3	-81,4	-293,2	7,0	9,4	12,7	15,0	9,2	8,5	11,1	13,1											
Kupovina robe u usluga	-135,9	-168,1	-34,0	-44,2	-45,2	-57,9	-181,2	12,9	16,1	0,8	8,1	-1,3	-11,4	-2,6	27,0											
Otplata kamata	-30,2	-17,9	-6,0	-2,6	-5,1	-3,4	-17,2	52,6	-44,4	-12,2	-31,4	-3,1	-10,6	-13,2	-32,6											
Subvencije	-55,6	-63,7	-13,3	-22,2	-13,9	-28,3	-77,8	-10,0	7,6	27,5	88,2	-29,7	0,5	10,3	101,0											
Socijalni transferi	-360,4	-409,3	-117,9	-122,4	-120,4	-136,0	-496,8	13,7	6,5	6,0	19,0	6,8	8,1	9,7	11,8											
od čega: penzije ³⁾	-227,7	-259,9	-74,8	-81,5	-83,6	-91,1	-331,0	11,1	7,1	8,5	14,9	16,4	20,1	15,1	7,9											
Ostali tekući rashodi	-20,5	-22,1	-4,2	-7,3	-4,6	-7,3	-23,5	2,9	1,1	-15,7	62,5	-18,9	-20,6	-4,1	55,6											
2. Kapitalni rashodi ⁴⁾	-81,3	-112,1	-12,0	-23,1	-26,1	-44,9	-106,0	57,7	29,3	-44,5	28,1	-3,2	-21,0	-14,5	70,6											
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-10,9	-15,3	-4,4	-5,2	-1,2	0,6	-10,1	47,6	-53,9	346,5	338,0	-83,8	-108,6	-40,3	-151,8											
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-899,3	-1.046,8	-258,4	-301,0	-287,8	-358,7	-1.205,8	13,0	9,2	3,8	21,7	-0,4	-3,5	4,1	23,4											

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

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

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

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

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 finasirane iz inozemnih izvora (osim u 2004, Videti fusnotu 16 u Tabeli P-10).

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

Napomena:

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

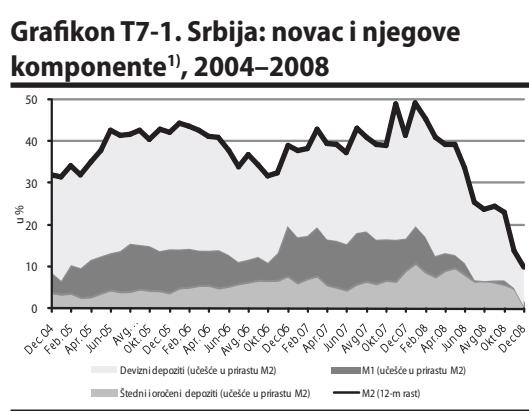
7. Monetarni tokovi i politika

Zaustavljanje kreditne aktivnosti u Q4 imalo je jak uticaj na pad privredne aktivnosti. U Q4 počinju da opadaju ukupni krediti nedržavnom sektoru i to za 29 miliona evra – s tim da su plasmani preduzećima pali za 163 miliona evra, a krediti domaćinstvima porasli su za 135 miliona evra. Preduzeća skoro potpuno prestaju da se zadužuju u inostranstvu u Q4 u poređenju sa prethodnim kvartalima (316 miliona evra). Gotovo svi izvori za nove plasmane banaka su presušili: kapital i rezerve preračunate u evrima pale su za 572 miliona evra, nova devizna štednja pala je za 960 miliona evra, a depoziti privrede za 113 miliona evra. Samo je kratkoročno zaduživanje banaka u inostranstvu zabeležilo rast od 387 miliona evra. Oštro usporavanje rasta M2 u Q4 (0,8% od početnog M2), jeste indikator monetarne kontrakcije koja je dovela do pada tražnje i privredne aktivnosti. Na usporavanje M2 je najsnažnije delovao nagli prestanak rasta kredita privredi i stanovništvu u Q4, a u manjoj meri i pad neto deviznih rezervi (NSA) putem intervencija NBS na deviznom tržištu, dok je državna potrošnja depozita blago kompenzovala ovo usporavanje. Deprecijacija dinara u odnosu na evro ublažavala je restriktivnost monetarne politike. Primarni novac je porastao značajno u Q4, ali samo nominalno, jer je najveći deo sredstava povučenih iz repo plasmana prebačen na žiroračun radi ispunjenja zahteva u vezi s obaveznom rezervom, tako da je jedna forma rezervi prešla u drugu. Zbog toga rast primarnog novca nije delovao ekspanzivno. Narodna banka Srbije povećala je referentnu kamatnu stopu na dvonedeljne repo operacije na 17,75%, pokušavajući da zadrži stok repo plasmana i spreči deprecijaciju dinara. U februaru je NBS, nakon naznaka da inflacija naglo usporava, smanjila repo stopu na 16,5%.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

U Q4 nominalni rast M2 dodatno usporava...

...nastavlja se trend koji traje od početka 2007.



Izvor: Tabela P-12 u Analitičkom prilogu.

¹⁾ Učeće 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).

70% ovih kredita plasirano sa valutnom klauzulom, primenom naše metodologije za korekciju stopa rasta koja uzima u obzir promenu kursa¹, dobijamo da su krediti u Q4 značajno usporili svoj međugodišnji nominalni rast na 23,6% (sa 32,2% u Q3) – pri čemu su krediti domaćinstvima usporili rast na 15,7% međugodišnje (19,5% u Q3), dok su krediti preduzećima usporeno rasli za 28,1% (39,5% u Q3), Tabela T7-2. Ako posmatramo kretanje kredita stanovništvu i kredita preduzećima, uočavamo da u Q4 dolazi do usporavanja međugodišnjeg rasta kategorije kredita preduzećima, nakon njihovog ubrzanja u Q3 (korigovani tokovi za promenu kursa, Tabela T7-2), dok se kod kredita domaćinstvima nastavlja prethodni trend usporavanja.

U Q4 je još izraženiji trend usporenja nominalnog međugodišnjeg rasta ukupne novčane mase (M2) u odnosu na trend iz prethodnog kvartala. Rast realnog M2, koji pokazuje trend usporavanja već godinu dana unazad, nastavlja s usporavanjem i u Q4. Tako je u Q4 zabeležen nominalni međugodišnji rast M2 od 9,8% (24,46% u Q3) i relani rast od 2,9% (12,2% u Q3), Tabela T7-2. Krediti nedržavnom sektoru – kako nominalno (posmatrano u vidu promene stanja u dinarima) tako i realno – beleže ubrzanje međugodišnje stope rasta u Q4, od 33,7% i 25,2% (u Q3 29,4% nominalno i 17,8% realno), ali je to isključivo rezultat deprecijacije dinara i revalorizacije kredita po tom osnovu. Kako je veliki deo (po našoj prepostavci najmanje oko

¹ Detaljnije o metodologiji za korekciju tokova kredita za promenu kursa u toku jednog kvartala v. odeljak 8. „Monetarni trendovi i politika”, Okvir 2, u: QM br.6.

Kada posmatramo doprinos pojedinih oblika upotrebe (držanja) novčane mase, uočavamo da u Q4, M1 ima negativan doprinos rastu M2, a doprinos štednih i oročenih dinarskih depozita u strukturi rasta M2 je opao na 1,4%. I dalje najveći doprinos rastu M2 daje rast deviznih depozita (Grafikon T7-1) koji su beležili absolutni rast, mereno u evrima sve do kraja Q3, dok su nakon toga opali na skoro isti nivo kao na početku godine, mereno u evrima, ali je zbog deprecijacije dinara od 16% u Q4 i dalje beležen rast, meren u dinarima.

**Novčana masa u Q4
beleži minimalan
nominalni prirast...**

**...iako NSA snažno
pada...**

**... NDA raste
zahvaljujući smanjenju
državnih dinarskih
depozita
i nominalnom rastu
kredita nedržavnom
sektoru zbog kursnih
razlika**

**Rast kredita
nedržavnom sektoru
snažno usporava**

Ukupan prirast novčane mase u Q4 2008. od 0,8% od M2 s početka godine (kumulativni prirast od 9,8% od početka godine do kraja Q4 manje prirast od 9,0% u toku Q3, Tabela T7-2) – nastao je kao rezultat pada neto strane aktive (NSA) u Q4 od 5,8% M2 s početka godine (rast od 0,2% u Q3) i povećanja neto domaće aktive (NDA) od 6,7% od početnog M2 (4,0% u Q3). Do ukupnog pada NSA, doveo je pad NSA u deviznom znaku od 13,5% od M2 s početka godine (povećanje od 2,0% od početnog M2 u Q3), i pored pozitivnih kursnih razlika usled deprecijacije domaće valute u toku Q4 od 7,7% od početnog M2 (-1,8% u Q3). Krediti nedržavnom sektoru (čija je vrednost korigovana za efekat deprecijacije dinara imajući u vidu veliki ideo indeksiranih kredita) imali su blagi negativan doprinos u ukupnom povećanju NDA u Q4 sa -0,2% od početnog M2 (9,4% od početnog M2 u Q3). Neto kreditiranje države povećano je za 5,1% od početnog M2 (0,9% u Q3, Tabela T7-2), i odnosi se na trošenje dinarskih depozita države kod monetarnog sektora. Na konačni porast NDA, s negativne strane, uticao je i porast kapitala monetarnog sektora od ukupno -10,1% od početnog M2 (-1,7% u Q1) Tabela T7-2.

Tabela T7-2. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2006–2008

	2006			2007			2008		
	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.
12-m, u %									
M2 ¹⁾	39,2	42,9	37,4	39,4	41,5	41,0	33,7	24,5	9,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	17,5	21,6	23,9	28,0	38,3	36,4	30,3	29,4	33,7
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	24,1	26,3	30,2	31,2	38,4	35,3	30,7	32,2	23,6
Domaćinstva	62,2	58,4	54,7	53,6	50,6	43,3	35,5	19,5	15,7
Privreda	11,1	14,2	20,2	21,1	32,2	31,0	28,1	39,5	28,1
12-m realni, u %									
M2 ¹⁾	30,5	35,3	30,7	29,7	28,6	26,2	19,2	13,3	2,9
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	10,2	15,2	17,8	19,1	25,6	22,0	16,2	17,8	25,2
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	16,4	19,8	24,1	22,2	25,6	21,1	16,4	20,2	15,7
Domaćinstva	52,1	50,1	47,4	43,1	36,7	28,2	20,7	8,6	8,3
Privreda	4,2	8,3	14,5	12,8	20,1	17,3	14,1	26,8	19,9
kumulativni, u % od početnog M2⁴⁾									
M2 ¹⁾	39,2	5,9	11,0	23,9	41,5	5,5	4,8	9,0	9,8
M2 dinarski ⁵⁾	19,8	-0,1	0,8	6,8	16,8	-2,5	-2,7	-1,1	0,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstvo) ⁶⁾	25,7	4,0	10,1	17,3	24,5	5,6	7,7	12,5	2,3
Kursne razlike ⁶⁾	-6,4	1,9	0,0	-0,1	0,2	2,4	-0,2	-2,3	7,0
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	41,1	5,2	12,0	14,5	24,4	3,6	-3,2	-3,0	-8,8
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	48,4	3,1	12,0	14,7	24,2	1,2	-3,0	-1,0	-14,5
Kursne razlike ⁶⁾	-7,3	2,2	0,0	-0,1	0,3	2,5	-0,2	-2,0	5,7
Neto domaća aktiva (NDA)	-1,9	0,6	-1,1	9,4	17,1	1,9	8,0	12,0	18,7
od čega: krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani tokovi	27,3	6,6	19,6	28,3	36,6	4,8	12,8	22,2	22,0
od čega: krediti državi, neto ⁷⁾	-17,4	-4,1	-7,7	-7,0	-1,9	-0,6	1,0	1,9	7,0
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	-13,2	-2,2	-7,4	-11,6	-17,9	-3,5	-4,6	-6,3	-16,4
kumulativni, u % od godišnjeg BDP⁸⁾									
Krediti državi, neto ⁷⁾	-3,4	-1,3	-2,1	-1,9	-0,5	-0,3	0,3	0,7	2,2
od čega: dinarski	0,6	-1,2	-2,3	-2,1	-1,1	-0,8	-1,3	-1,0	0,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	4,3	2,6	5,4	7,7	10,0	2,7	4,4	6,8	10,7

Izvor: Tabela P-12 u Analitičkom prilogu.

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

²⁾ Krediti 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 odnosne, 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⁾ Bruto domaći proizvod korišćen u proračunima centriran je na godišnjem nivou.

7. Monetarni tokovi i politika

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

	2006				2007				2008						
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	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	483.707						
od čega: rezerve NBS	715.114	719.381	730.668	751.920	765.615	788.296	720.967	745.070	724.755						
od čega: obaveze poslovnih banaka	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860	-299.659	-264.865	-251.182	-279.131	-349.703						
Neto domaća aktiva (NDA)	231.055	234.991	224.279	291.193	340.174	357.307	412.802	448.498	508.826						
Krediti državi, neto ¹⁾	-100.061	-128.909	-149.081	-144.385	-112.290	-120.644	-103.539	-94.156	-53.042						
Dinarski krediti, neto	-8.776	-35.782	-62.290	-56.369	-34.251	-53.126	-67.826	-60.934	-14.199						
Devizni krediti, neto	-91.285	-93.127	-86.791	-88.016	-78.039	-67.518	-35.713	-33.222	-38.843						
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	609.171	666.007	732.402	786.873	842.512	908.598	953.977	1.018.307	1.126.111						
Ostale stavke	-278.055	-302.107	-359.042	-351.295	-390.048	-430.647	-437.636	-475.653	-564.243						
Novčana masa: M2 ³⁾	638.620	676.039	708.667	791.495	903.698	953.522	947.205	985.134	992.533						
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	283.116	282.299	288.329	326.341	390.307	367.648	365.834	380.015	395.088						
Devizni depoziti (privreda i domaćinstvo)	355.504	393.740	420.338	465.154	513.391	585.874	581.371	605.119	597.445						
STRUKTURNI POKAZATELJI															
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstvo), u %	31,9	26,2	29,1	25,1	24,6	23,7	23,5	23,2	29,5						
Devizni depoziti (privreda i domaći)/M2 (%)	55,7	58,2	59,3	58,8	56,8	61,4	61,4	61,4	60,2						
Koefficijent obrta (BDP ⁴⁾ / M2)	3,3	3,3	3,2	2,9	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7						
M2 / BDP ⁴⁾	0,30	0,31	0,31	0,34	0,39	0,39	0,37	0,38	0,38						
Krediti nedržavnom sektoru / BDP ⁴⁾	0,29	0,30	0,32	0,34	0,36	0,37	0,37	0,39	0,43						
Nenaplativi krediti ⁵⁾ (u % od ukupnih)	4,7	4,9	4,7	5,2	5,1	4,4	5,3	6,0	5,8						
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	2,0	2,4	2,0	2,3	2,3	2,6	2,0	2,3	1,2						

Izvor: Tabela P-13 u Analitičkom prilogu.

¹⁾ V. fusnotu 7) u Tabeli T7-2.

²⁾ V. fusnotu 2) u Tabeli T7-2.

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

⁴⁾ V. fusnotu 8) u Tabeli T7-2.

⁵⁾ Udeo kredita po osnovu kojih postoji kontinuirana docnja u plaćanju obaveza od 90 i više dana u ukupnim kreditima. Izvor za ovaj podatak je Kreditni biro Udruženja banaka Srbije; v. detaljnije u: J.Dimitrijević, "Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?", QM br. 6.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

U Q4 banke smanjuju ukupan obim kredita privredi i stanovništva za 29 miliona evra ...

Banke su u Q4 smanjile plasmane u kredite privredi i stanovništvu za oko 29 miliona evra preračunato u evrima (povećanje od milijardu i 200 miliona u Q3, Tabela T7-4). Nominalni pad kredita privredi i stanovništvu u evrima znatno je veći, ali najveći deo tog pada je efekat preračunavanja dinarskih kredita bez valutne klauzule u evre prema višem kursu. Međutim, uzimajući u obzir da je oko 30% kredita privredi i stanovništvu bez valutne indeksacije, procenjujemo da je realni pad oko 29 miliona evra. Ovako procenjeni realni pad kredita uzrokovani je padom kredita privredi od oko 163 miliona evra i rastom kredita stanovništvu od 135 miliona evra.

Preduzeća se usporeno zadužuju u inostranstvu u Q4... ...za novih 316 miliona evra

Preduzeća su značajno usporila direktno zaduživanje u inostranstvu, za razliku od prethodnog dvogodišnjeg trenda. Razlog tome je finansijska kriza koja je primorala inostrane banke kreditore da značajno uspore ukupno kreditiranje, tako da su srpska preduzeća našla na udaru kao i mnoga druga u jugoistočnoj Evropi. U Q4 su se preduzeća zadužila za oko 316 miliona evra direktno kod banaka u inostranstvu (oko 1.017 miliona evra u Q3, 835 miliona u Q2, 719 miliona u Q1 2008. Tabela T7-5).

U Q4 je došlo do pada kamatnih stopa na bankarske kredite. Na pad kamatnih stopa najviše je uticao pad EURIBOR-a koji je opet posledica ekspanzivne monetarne politike Evropske centralne banke. Podesećamo da su kamatne stope kod velikog dela kredita u Srbiji eksplisitno (u kreditnim ugovorima za kredite s promenljivom kamatnom stopom) ili implicitno, vezane za EURIBOR, naročito kada su u pitanju strane banke. Na kamatne stope na indeksirane kredite, osim monetarne politike domicilne centralne banke (Evropska centralna banka, Švajcarska centralna banka), utiču i premija za rizik zemlje i stopa obavezne rezerve. Mali deo 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 povećana u Q4 na nivo od 17,75% (15,75% u toku Q3), tako da je to uticalo da su kamatne stope na ovakve kredite i dalje visoke. Uprkos merama NBS koje za

posledicu imaju manje kamatne stope na kredite indeksirane u stranoj valuti, barem za one koji bi se finansirali novim zaduživanjem banaka u inostranstvu, ukupna kreditna aktivnost je zastala. Razlog tome je nemogućnost korišćenja kreditnih linija iz inostranstva zbog slabe likvidnosti evropskih banaka, ali i smanjenja štednje stanovništva koja je bila značajan izvor u prethodnom periodu.

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.	Dec.
u milionima evra, kumulativi od početka godine									
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-5.237	-325	-1.061	-2.574	-4.582	258	-717	-2.140	-833
Domaći depoziti	-2.245	-339	-757	-1.819	-3.254	-162	-464	-1.134	-95
Depoziti stanovništva	-1.200	-329	-652	-1.059	-1.652	-192	-518	-842	84
dinarski depoziti	-124	-35	-57	-97	-135	-18	-19	-28	-63
devizni depoziti	-1.076	-295	-595	-963	-1.518	-174	-499	-813	147
Depoziti privrede	-1.045	-10	-105	-760	-1.602	29	54	-292	-180
dinarski depoziti	-739	23	112	-324	-1.138	365	394	261	198
devizni depoziti	-307	-33	-218	-437	-464	-336	-340	-554	-378
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač.nerezid.)	-1.660	-10	266	207	114	564	601	138	-165
Kapital i rezerve ¹⁾	-1.331	25	-569	-962	-1.441	-144	-855	-1.144	-572
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-77	-14	5	-17	695	-333	-386	-316	-18
Plasmani¹⁾	3.100	687	1.294	2.488	3.626	697	1.175	2.888	1.245
Ukupno privreda i stanovništvo	1.541	575	1.508	2.315	2.945	614	1.402	2.595	2.566
Privreda	536	313	865	1.271	1.660	406	915	2.099	1.936
Stanovništvo	1.006	263	644	1.044	1.285	207	487	496	631
Plasmani u hartije NBS ²⁾	1.637	200	-11	438	849	116	-126	361	-1.419
Neto kreditiranje države ³⁾	-79	-89	-203	-264	-168	-33	-101	-68	98
PRO MEMORIA									
Obavezne rezerve i depoziti	1.813	-146	242	349	441	-369	-275	-97	-225
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	0	13	-44	-104	-44	6	246	28	422
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-50	20	-56	-103	-92	0	207	-13	443
Ostale stavke ⁵⁾	499	-110	-464	-57	-78	-202	-192	-490	-330
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	36	34	37	34	31	30	29	28	30

Izvor: Tabela P-14 u Analitičkom prilogu

- Od ovog broja QM-a metodologija za izračunavanje prirasta plasmana je promenjena, pošto više nisu dostupni podaci o ročnoj distribuciji kredita. Zadržavamo pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period, za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat kursnih razlika od preračunavanja ostatka bilansa.
- U hartije od vrednosti NBS su uključene državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje sa rokom dospeća većim od 14 dana.
- Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoje vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.
- Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.
- Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubankarski odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.
- 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.

Banke drastično smanjuju iznos dinarskih sredstva u repo plasmanima u Q4...

...približno milijardu i 780 miliona evra

Tokom Q4 banke su iskoristile prethodno plasirana sredstva u repo plasmane i šestomesečne hartije od vrednosti NBS da amortizuju veliki udar na likvidnost zbog povlačenja štednje građana, da popune ideo obavezne devizne rezerve koji se drži u dinarima, ali i da deo tih sredstava pretvore u likvidna devizna sredstva. Iako je NBS krajem oktobra povećala repo stopu sa 15,75% na 17,75% pokušavajući da održi stok repo plasmana, očekivanja značajne deprecijacije dinara prevagnula su u odnosu na diferencijal domaćih i stranih kamatnih stopa, te je repo stok drastično smanjen. Iz repo plasmana i trajnih šestomesečnih plasmana povučena je 151 milijarda dinara, tj. oko milijardu i 780 miliona evra (u Q3 banke su povećale ove plasmane za 487 miliona evra). Sa istorijskog maksimuma stoka repo operacija koji je dostignut 26. septembra, kad je nominalno stanje prodatih HoV iznosilo 248 milijardi dinara (3.250 miliona evra) – ovaj stok je pao na 95 milijardi dinara (1.077 miliona evra), tj. na nivo iz Q3 2006. Kako su po osnovu konverzije viška dinarske likvidnosti u devize, banke vršile snažan pritisak na devizni kurs, NBS je izmenila propise i primorala banke da obaveznu deviznu rezervu održavaju na nivou od kraja septembra (čime je destimulisano prevremeno razduživanje banaka u inostranstvu). Nakon toga su banke prestale da se razdužuju, dok je izmena u vezi sa deviznim rizikom (maksimalna otvorena

7. Monetarni tokovi i politika

devizna pozicija je smanjena sa 20% kapitala na 10%) sprečila banke da drže visok nivo likvidnih sredstava u devizama i primorala ih da ih drže u dinarima. Repo plasmani i dalje predstavljaju jedinu alternativu bankama za plasiranje dinarskih sredstava zbog čega počinju ponovo da rastu od sredine januara, iako je repo stopa smanjena na 16,5%, što, uz snažnu depresijaciju dinara, praktično dovodi do gubitaka po ovim plasmanima. Banke nisu u stanju da plasiraju ovu količinu dinara preduzećima po obostrano prihvatljivim uslovima, a, sa druge strane, odredbe o deviznom riziku i otvorenoj deviznoj poziciji, ih onemogućavaju da povećaju obim indeksiranih plasmana.

Banke ostaju bez skoro svih izvora za nove plasmane, smanjuje se devizna štednja stanovništva i depoziti privrede, i nema više velikih dokapitalizacija

U Q4 je došlo do značajnog pada likvidnosti bankarskog sektora po osnovu smanjenja ukupnih depozita građana u iznosu od 926 miliona evra. Pored toga, pali su i depoziti privrede za ukupno 113 miliona evra. Dokapitalizacija, koja je bila dominantan izvor u prethodnim kvartalima, sada je skoro potpuno stala, dok je samo stanje obaveza prema inostranstvu poraslo, i to za 303 miliona evra, ovaj put uglavnom po osnovu kratkoročnih kredita. Devizna štednja stanovništva pala je u Q4 za 960 miliona evra, kao reakcija na vesti o mogućem bankrotu nekih evropskih banaka koje posluju i u Srbiji. U Q4 je ukupan kapital bankarskog sektora opao za 572 miliona evra (rast od 289 miliona evra u Q3, Tabela T7-4), ali je ovaj pad posledica preračunavanja u evro, jer se kapital knjiži u dinarima. Banke su značajno povećale svoje devizne rezerve za oko 300 miliona evra, kao reakcija na ugroženu likvidnost u Q4.

Banke su u Q4 povećale iznos duga prema inostranstvu, uglavnom po osnovu kratkoročnog zaduživanja, za oko 387 miliona evra (povećanje od 334 miliona evra u Q3), što je nastavak negativnog trenda uspostavljenog u Q3 (stavka Obaveze prema inostranstvu, Tabela T7-4). Većina banaka je, zbog finansijske krize, ostala bez kreditnih linija iz svojih centrala, ali su neke bile primorane ili su bile u mogućnosti da prevremeno povlače uloga domaćih štediša podmire povlačenjem kratkoročnih kredita za likvidnost. Dokapitalizacija je, sa druge strane, i dalje usporena u Q4, kao i u Q3, u odnosu na prethodne kvartale.

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

	2006			2007			2008		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
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	287
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema	222	575	933	807	630	614	789	1.193	-29
Preduzeća	-21	313	552	406	389	406	509	1.184	-163
Stanovništvo	243	263	381	400	241	207	280	9	135
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	524	478	1.224	730	912	719	835	1.061	316
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	153
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	17,8	18,8	24,6	3,4
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema	3,1	8,9	13,0	10,5	7,4	8,2	9,1	13,0	-0,3
Preduzeća	-0,3	4,8	7,7	5,3	4,5	5,4	5,9	12,9	-1,9
Stanovništvo	3,4	4,1	5,3	5,2	2,8	2,8	3,2	0,1	1,6
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	7,3	7,4	17,1	9,5	10,7	9,6	9,7	11,6	3,8
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećima iz domaćeg sistema	7,0	12,3	24,8	14,8	15,2	15,0	15,6	24,5	1,8

Izvor: FREN.

1) Videti fuznotu 1 u Tabeli T7-4.

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

Velika deprecijacija dinara u Q4 doveo je do isto tako velikog rasta učešća kredita u BDP-u (u dinarskim iznosima), iako je posmatrano u originalnim valutama praktično došlo do zaustavljanja kreditiranja. Na kraju Q4, stanje kredita preduzećima iz domaćeg bankarskog sistema i direktno iz inostranstva dostiglo je čak 66,2% BDP-a, što je blizu proseka u Evropskoj uniji. Ovo ukazuje na fundamentalno ograničenje domaćih preduzeća za veliko dodatno zaduživanje, jer će banke verovatno biti u prilici da negativno ocenjuju kreditnu sposobnost prosečnog preduzeća. Otuda je verovatnije da će novo direktno zaduživanje u inostranstvu morati da ide preko javnog sektora.

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

	2006			2007			2008		
	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.
Ukupni krediti stanovništvu i preduzećima iz domaćeg sistema i iz inostr.	44,8	48,2	52,5	55,5	61,4	65,3	66,1	70,2	80,6
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bankarskog sistema	27,7	29,5	31,7	33,0	35,2	36,7	36,7	38,5	42,0
Preduzeća	18,1	19,0	20,3	20,6	22,1	23,0	23,3	25,7	27,6
Stanovništvo	9,6	10,5	11,3	12,3	13,1	13,6	13,4	12,8	14,5
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	17,1	18,7	20,8	22,6	26,2	28,6	29,3	31,7	38,6
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećima iz domaćeg sistema	35,2	37,7	41,2	43,2	48,3	51,7	52,6	57,4	66,2

Izvor: FREN.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Primarni novac u Q4 snažno raste kao posledica pada neto strane aktive NBS i pada plasmana u repo operacije

Nivo *primarnog novca* (H) je značajno povećan u Q4 za 119,5% od nivoa s početka 2008., Tabela T7-7. Primarni novac raste u Q4 kao rezultat sledećih neto promena stanja pojedinih njegovih komponenti: (a) pad neto sopstvenih deviznih rezervi NBS iznosio je 20% od početnog H; (b) rast neto domaće aktive (NDA) NBS je u Q4 iznosio 139,4% od početnog H (Tabela T7-7). U okviru NDA zabeležen je rast primarnog novca po osnovu smanjenja stoka repo plasmana od 116,6% od početnog H, kao i smanjenja ostale neto domaće aktive za -11% od početnog H, (Tabela T7-7).

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

TOK	2006					2007					2008				
	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.		
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	53.946	27.211						
Neto sopstvene rezerve NBS (u milionima evra)	1.783	188	577	756	1.218	58	237	706	312						
Neto Domaća aktiva (NDA)	-105.744	-46.278	-57.938	-72.100	-72.440	-39.752	-13.347	-64.514	122.232						
Dinarski krediti države ¹⁾	120	-710	-735	-735	-5.639	267	618	0	81						
Dinarski depoziti države ¹⁾	17.540	-30.939	-56.748	-44.985	-10.107	-28.386	-41.088	-36.706	8.638						
od čega: lokalna samouprava	-3.500	-6.768	-13.485	-11.933	-516	-8.329	-7.405	-5.073	-909						
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-132.903	-16.675	-2.094	-34.961	-67.950	-11.243	8.014	-28.597	127.517						
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	9.499	2.046	1.639	8.581	11.256	-390	19.109	789	-14.004						
Primarni novac	39.571	-31.212	-11.798	-11.833	25.196	-35.057	5.768	-10.568	149.443						
od čega: gotovina u opticaju	14.811	-9.792	-3.395	-3.088	8.488	-6.613	-7.454	-5.388	13.007						
od čega: slobodne rezerve	16.516	-13.061	-3.309	-6.293	20.605	-39.840	-22.293	-39.483	1.602						
kumulativni, u % od stanja početnog H⁵⁾															
Neto sopstvene rezerve ²⁾	154,0	11,2	34,5	45,0	72,9	3,5	14,3	40,3	20,3						
Neto Domaća aktiva (NDA)	-112,1	-34,6	-43,3	-53,8	-54,1	-29,7	-10,0	-48,2	91,3						
Dinarski depoziti države ¹⁾	18,6	-23,1	-42,4	-33,6	-7,5	-21,2	-30,7	-27,4	6,4						
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-140,9	-12,5	-1,6	-26,1	-50,7	-8,4	6,0	-21,4	95,2						
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	10,1	1,5	1,2	6,4	8,4	-0,3	14,3	0,6	-10,5						
Primarni novac	41,9	-23,3	-8,8	-8,8	18,8	-26,2	4,3	-7,9	111,6						
od čega: gotovina u opticaju	15,7	-7,3	-2,5	-2,3	6,3	-4,9	-5,6	-4,0	9,7						
od čega: slobodne rezerve	17,5	-9,8	-2,5	-4,7	15,4	-29,7	-16,6	-29,5	1,2						

Izvor: Tabela P-14 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 br. 5.

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

4) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno 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 odnosne godine, tj. kraju prethodne.

Ukupno povećanje primarnog novca od 160 milijardi dinara u Q4, proizvod je sledećih absolutnih promena njegovih komponenti. (a) NBS je u Q4 smanjila neto sopstvene rezerve za oko 26 milijardi dinara kao rezultat deviznih transakcija (intervencije na međubankarskom tržištu deviza i 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 41,2 milijardi dinara; (c) smanjeno je stanje repo plasmana kod NBS za 156 milijardi dinara²⁾ u Q4 u odnosu na kraj Q3 i time je smanjena dinarska likvidnost, Tabela T7-7 i (d) smanjena je *Ostala domaća neto aktiva* za oko 14,8 milijardi dinara.

Banke su početkom oktobra počele prevremeno da se razdužuju u inostranstvu. Mogućnost za to javila se nakon što je NBS dozvolila da se dodatnih 10%, a kasnije još 20% izdvojenih deviznih

2) U podacima za decembar 2008. javila se razlika od 5 milijardi dinara u stoku ostalih hartija od vrednosti NBS izmedju bilansa komercijalnih banaka i bilansa NBS.

Poštovanjem monetarne politike NBS pokušava da ublaži uticaj finansijske krize na kurs dinara...

7. Monetarni tokovi i politika

*...kroz zamrzavanje
nivoa izdvojenih
sredstava
obavezne rezerve
na nivou od kraja
septembra...*

*...i podizanje repo
stope u Q4 na nivo
od 17,75%*

sredstava po osnovu obračunate devizne rezerve zameni dinarskim sredstvima. Banke su povukle deo svojih deviznih sredstava sa računa NBS i prevremeno se razdužile u inostranstvu, a nedostajuća sredstva na računima obavezne rezerve nadomestile su iz repo plasmana. Pošto je na taj način vršen snažan pritisak na kurs dinara, NBS je početkom decembra izmenila regulativu i zamrzla osnovicu za obračun devizne rezerve na nivo skraja septembra. Iako to ne predstavlja eksplicitnu zabranu prevremenog razduživanja, banke su snažno destimulisane da se dalje razdužuju. NBS je pored toga pokušala da privuče dodatne uloge u repo plasmane iz inostranstva povećavajući repo stopu na 17,75%, što je bilo dodatno „obogaćeno“ ukidanjem obavezne rezerve na nova zaduživanja. Ipak, zbog opšte nelikvidnosti na evropskim tržištima, ali i straha od snažne deprecijacije dinara repo stok nije povećan po osnovu novih priliva iz inostranstva.

Tabela T7-8. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS¹⁾, mart 2006–dec. 2008

	03/2006	04/2006	05/2006	11/2006	12/2006	10/2007	10/2008	12/2008
Stopa na: (u %)								
DINARSKU OSNOVICU	18	18	18	15	10	10	10	10
od čega:						5	5	5
dinarski depoziti oročeni na preko 1 meseca						5	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 ⁵⁾	40	40	40	40	45	45	45	45
od čega:						0		
novo zaduženje banaka u inostranstvu						0		
nakon septembra 2008 ^{4),6)}								
NOVU DEVIZNU ŠTEDNJU ³⁾	40	40	40	40	40	40	40	
SUBORDINIRANI KAPITAL ⁵⁾	20	20	20	20	20	20	20	
od čega:						0		
novo zaduženje banaka u inostranstvu						0		
nakon septembra 2008 ^{4),6)}								

Izvor: NBS.

1) Primjenjuje se na prosečno dnevno knjigovodstveno stanje osnovice u poslednjem kalendarskom mesecu. Važi od 17. 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 tretirano je jedinstveno bez obzira na ročnost. Stoga, ova potkategorija nema vrednosti zaključno s martom 2006. i od decembra 2006. odnosno jedinstvena devizna osnovica se primjenjuje 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 ulozi 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.

5) Od 17. decembra 2008. za osnovicu za obračun devizne rezerve uzima se visina obaveza na dan 30.9.2008; ova odredba primjenjuje se ograničeno od 17.12.2008. do 17.6.2009.

6) Od 17. maja 2008. godine 10% obračunate devizne rezerve drži se u dinarima, od 17. novembra 2008. godine 20% obračunate devizne rezerve drži se u dinarima, od 17. decembra 2008. godine 40% obračunate devizne rezerve drži se u dinarima.

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 sa regulisanjem duga po staroj deviznoj štednji i iznosi u vezi sa reprogramiranim dugom prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba. Osnovica se umanjuje za iznose dugoročnih stambenih kredita osiguranih kod Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita.

*Kurs dinara ipak
znatno deprecira, i
nominalno i realno...*

*...relaksira monetarnu
politiku i primorava
NBS da svakodnevno
interveniše na MTD*

Neto sopstvene rezerve NBS smanjene su u Q4 za oko 394 miliona evra (povećane za 470 miliona evra u Q3, Tabela T7-9). Ovo smanjenje je u velikoj meri nastalo kao rezultat transakcija NBS na deviznom tržištu – koja je pokušavajući da uspori deprecijacije dinara, prodavala devize bankama u okviru intervencija na međubankarskom tržištu deviza u iznosu od 914 miliona evra, ali je i vratila deo sredstava iz obavezne rezerve po osnovu povlačenja štednje građana, kao i izmena propisa o obaveznoj deviznoj rezervi u iznosu od 1.112 miliona evra. Sa druge strane, ostvaren je neto otkup od menjača u iznosu od 168,2 miliona evra (otkupljenih – 88 miliona evra u Q3, Tabela T7-10).

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

	2006		2007				2008			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
u milionima evra, stanja										
Neto strana aktiva Srbije	5.164	5.413	6.130	6.347	7.116	7.246	6.768	7.000	5.451	
Poslovne banke, neto	-3.188	-3.213	-2.918	-2.998	-2.379	-2.147	-2.163	-2.557	-2.562	
Bruto rezerve	707	693	712	690	1.403	1.070	1.017	1.087	1.385	
Obaveze	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688	-3.782	-3.218	-3.180	-3.644	-3.947	
Narodna banka Srbije, neto	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495	9.394	8.931	9.557	8.013	
Bruto rezerve	9.052	8.819	9.246	9.535	9.662	9.577	9.129	9.727	8.180	
Obaveze	-700	-193	-198	-190	-168	-183	-198	-170	-167	
MMF	-181	6	1	3	4	3	1	1	-9	
Ostale obaveze	-519	-200	-199	-193	-171	-186	-199	-171	-159	
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	8.013	
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-3.210	-3.358	-3.478	-3.584	-3.409	-3.411	-3.166	-3.343	-2.191	
1.2 Depoziti države	-1.309	-1.247	-1.160	-1.172	-1.034	-874	-478	-457	-459	
1.3 NBS sopstvene rezerve	3.833	4.021	4.410	4.589	5.051	5.109	5.287	5.757	5.362	
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)										
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Neto strana aktiva Srbije	2.620	249	967	1.183	1.952	131	-348	-116	-1.665	
Poslovne banke, neto	-1.737	-24	270	190	809	232	216	-178	-183	
Bruto rezerve	-77	-14	5	-17	695	-333	-386	-316	-18	
Obaveze	-1.660	-10	266	207	114	564	601	138	-165	
Narodna banka Srbije, neto	4.357	274	696	993	1.143	-101	-563	62	-1.482	
Bruto rezerve	4.083	-233	194	483	610	-86	-534	65	-1.482	
Obaveze	274	507	502	510	532	-15	-30	-2	1	
MMF	567	187	182	184	185	0	-2	-3	-12	
Ostale obaveze	-294	320	320	327	348	-15	-28	1	13	
STRUKTURA NETO REZERVI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	4.357	274	696	993	1.143	-101	-563	62	-1.482	
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-1.485	-148	-269	-374	-200	-2	243	66	1.219	
1.2 Depoziti države	-1.089	63	149	137	275	161	557	578	575	
1.3 NBS sopstvene rezerve	1.783	188	577	756	1.218	58	237	706	312	
(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).

Kao i u Q1, u vreme političke krize, Narodna banka je neto prodavala devize u Q4. Međutim, u Q4, obim prodaje na međubankarskom tržištu deviza značajno je veći nego u Q1, ili bilo kojem prethodnom periodu. Zbog drastičnog smanjenja prometa na MTD, Narodna banka Srbije od decembra ponovo organizuje sastanak međubankarskog tržišta deviza.

7. Monetarni tokovi i politika

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

	Na međubankarskom deviznom tržištu (NBS- poslovne banke)	Od menjača	Ukupno	Ukupno po kvartalima
(-, neto prodaja deviza od strane NBS)				
u milionima evra				
Prosečna mesečna trgovina jan.-okt. 2006.	-64	151	87	
Novembar 2006.	260	131	391	
Decembar 2006.	154	86	240	
Januar 2007.	-412	42	-370	
Februar 2007.	-14,8	86	72	-238 u Q1 2007.
Mart 2007	-54,1	114	60	
April 2007.	0	137	137	
Maj 2007.	-75,9	160,1	84	+288 u Q2 2007.
Jun 2007.	-19	85,7	67	
Jul 2007.	-22	93,9	72	
Avgust 2007.	-23	106	83	+195 u Q3 2007.
Septembar 2007.	-20	60	40	
Oktobar 2007.	-4	72	68	
Novembar 2007.	-20	76	56	+212 u Q4 2007.
Decembar 2007.	-40	128	88	
Januar 2008.	-57	63	6	
Februar 2008.	-129	39,6	-89	-168 u Q1 2008.
Mart 2008.	-105	20,6	-84	
April 2008.	-64	31,2	-33	
Maj 2008.	-38	54,3	16	+29 u Q2 2008.
Juni 2008.	0	45,3	45	
Jul 2008.	0	26,8	27	
Avgust 2008.	3	33	36	+88 u Q3 2008.
Septembar 2008.	0	24,7	25	
Oktobar 2008.	-269	55	-214	
Novembar 2008.	-357	16,9	-340	
Decembar 2008.	-288	96,3	-192	-746 u Q4 2008.

Izvor: NBS.

8. Finansijska tržišta

U Q4 2008. došlo je do smanjenja vrednosti prometa na Beogradskoj berzi za 21,26% u odnosu na prethodni kvartal, ali je broj obavljenih transakcija povećan za 14%. Aktivnost je u Q4 prebačena na kontinualni segment tržišta, gde je porasla i vrednost prometa (5,15%) i broj obavljenih transakcija (58,25%). Ukupna godišnja aktivnost akcijama na Beogradskoj berzi, merena vrednošću ostvarenog prometa, prvi put od 2005. godine smanjena je u 2008. Pad vrednosti indeksa Beogradske berze nastavio se i tokom poslednjeg kvartala 2008. Indeksi su procentualno izgubili približno isto kao u Q3 2008, pa je tako BELEX15 pao za 43,69%, što je za jedan pp više nego tokom Q3 2008, BELEXline za 38,29%, što je oko dva pp više nego u Q3, a SRX EUR je sa 53% gubitka ostvario za 10 pp veći pad nego u prethodnom kvartalu. Početkom novembra stopa na 2w repo povišena je za 100bp na 17,75%. Ovaj nivo referentne kamatne stope zadržan je do kraja godine i početkom 2009, da bi krajem januara došlo do snižavanja stope za 125bp – na 16,5%. Uprkos povećanju referentne stope realni prinosi na 2w repo operacije mereni u odnosu na kretanje kursa evro/dinar smanjivali su se i čak postali negativni usled deprecijacije domaće valute, dok su realni prinosi mereni u odnosu na stopu inflacije u poslednjem kvartalu 2008. porasli. Krajem 2008. došlo je do značajnog rasta prinosa na Trezorske zapise Republike Srbije koji su iznosili 8,92% i 9,91%, što je duplo više nego početkom kvartala. Obim i promet na tržištu obveznica stare devizne štednje nastavili su da padaju i u Q4 2008. Ako se posmatra ukupan godišnji obim i promet na tržištu obveznica SDS, nakon godina stabilnog rasta aktivnosti u 2008., aktivnost je više nego prepolovljena. Prosečni prinosi obveznica SDS nastavili su da rastu i u Q4, a kriva prosečnih prinosi je opadajuća, s izvesnom „normalizacijom“ u sektoru – dve do sedam godina.

U Q4 smanjena je vrednost prometa Beogradske berze, ali je broj obavljenih transakcija povećan

U poslednjem kvartalu 2008. aktivnost na Beogradskoj berzi je opala (Grafikon T8-1). Vrednost prometa na Beogradskoj berzi nastavila je trend pada i bila je niža za 21,26%, ali je broj obavljenih transakcija porastao za 14% u odnosu na Q3. Na ovakvu aktivnost Berze uticala su dva činioca. Prvi, na smanjenu vrednost prometa, uprkos rastu broja obavljenih transakcija – uticao je veliki pad cena na Beogradskoj berzi. Drugi, za razliku od prethodnog kvartala, aktivnost je bila usmerena na kontinualno tržište, gde su pojedinačne transakcije u proseku manje od onih na diskontinualnom segmentu.

Aktivnost u Q4 prebačena je na kontinualni deo tržišta gde je porasla i vrednost prometa i broj obavljenih transakcija

U Q4 i vrednost prometa i broj obavljenih transakcija na kontinualnom tržištu porasli su u odnosu na prethodni kvartal i to 5,15% i 58,25%, respektivno. S druge strane, aktivnost na diskontinualnom segmentu Beogradske berze smanjena je i u vrednosti prometa (-49,44%) i u broju obavljenih transakcija (-29,92%). Prenošenje aktivnosti na kontinualno tržište i pad cena akcija na Berzi dovelo je do pojave da – i ako je broj transakcija porastao – vrednost ukupnog prometa Berze padne.

U odnosu na isti period prethodne godine na Beogradskoj berzi i dalje je smanjena aktivnost merena i vrednošću prometa i brojem obavljenih transakcija

Ovakva struktura aktivnosti na Beogradskoj berzi mogla bi da ukazuje na povećanu aktivnost malih investitora, koji su verovatno iz straha od globalne finansijske krize, koja je postala najvidljivija upravo u Q4, zatvarali svoje pozicije. Ovu tezu potkrepljuje i smanjenje vrednosti prosečne transakcije za 31% u odnosu na Q3 2008.

Posmatrano na godišnjem nivou, trend smanjenja aktivnosti Beogradske berze je nepromenjen. U odnosu na Q4 2007. smanjena je i vrednost prometa za 71,15% i broj obavljenih transakcija za 57,54%. Smanjena aktivnost zabeležena je i na kontinualnom i diskontinualnom segmentu tržišta.

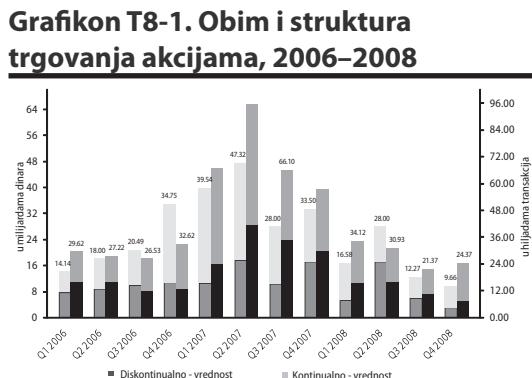
Nakon perioda konstantnog rasta od 2005. vrednost godišnjeg prometa akcijama Beogradske berze pala je u 2008

Ukupna godišnja aktivnost akcijama na Beogradskoj berzi, merena vrednošću ostvarenog prometa, prvi put od 2005.¹ godine, smanjena je u odnosu na prethodni period. Vrednost prometa od oko 66,5 milijardi dinara manja je za 55% u odnosu na 2007, odnosno za oko 24% u odnosu na 2006. godinu.

¹ Od 2005. vrednost prometa konstantno raste do 2007, kada je ostvaren ukupan promet vrednosti od oko 148,3 milijardi dinara.

8. Finansijska tržišta

Indeksi Beogradske berze u Q4 nastavili pad vrednosti sličnim tempom kao i u Q3



Izvor: www.belex.co.yu.

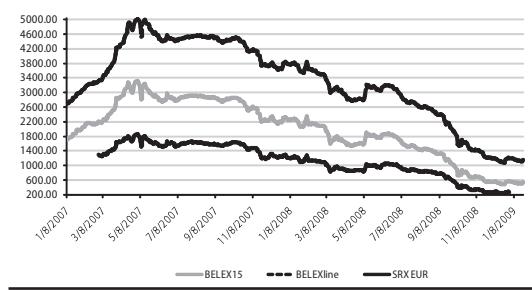
Krajem 2008. dolazi do kratkotrajne uzlazne korekcije indeksa

I indeksi berzi u regionu gube vrednost tokom Q4

Poslednje nedelje 2008. dolazi do uzlazne korekcije indeksa, pa BELEX15 beleži rast od oko 21%, a BELEXline od oko 12%. Nakon toga, početkom 2009. dolazi do ponovnog pada vrednosti indeksa, pa je rast vrednosti od poslednje nedelje 2008., kada su ostvarene minimalne vrednosti indeksa, do početka februara 2009. – 12,7% za BELEX15 i 3,8% za BELEXline.

Kao i indeksi Beogradske berze, indeksi berzi u regionu zabeležili su gubitak vrednosti tokom poslednjeg kvartala 2008. Manji procentualni pad vrednosti od indeksa najlikvidnijih akcija Beogradske berze ostvarili su sarajevski SASX-10, crnogorski MOSTE, banjalučki BIRS, rumunski BET i crnogorski NEX20 indeks, i to redom: -19,19%, -24,91%, -26,22%, -96% i -34,75%. Hrvatski Crobex je s padom od 43,30% ostvario rezultat sličan indeksu BELEX15, dok su makedonski MBI-10 i bugarski SOFIX zabeležili veći gubitak vrednosti od 54,21% i 55,33%, respektivno. Veći pad indeksa domaće berze može se objaniti generalno malom likvindosću tržišta i povećanom nestabilnošću domaće valute u poslednjem kvartalu 2008. što je samo doprinelo većem stepenu nesigurnosti.

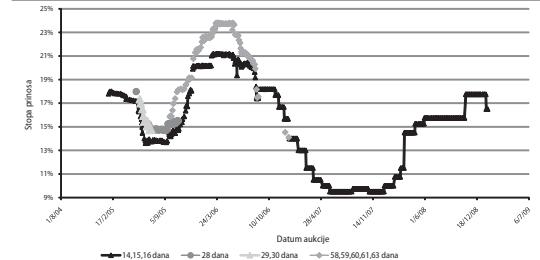
Grafikon T8-2. BELEXline, BELEX15 i SRX EUR indeksi, 2007–2009



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

Pad vrednosti indeksa Beogradske berze nastavio se i tokom poslednjeg kvartala 2008. (Grafikon T8-2). Indeksi su procentualno izgubili približno isto kao u Q3 2008, pa je tako BELEX15² pao za 43,69%, što je za jedan pp više nego tokom Q3, a BELEXline³ za 38,29%, što je oko dva pp više nego u Q3 2008. Indeks SRX⁴ EUR je sa 53% gubitka vrednosti tokom Q4 ostvario za 10 pp veći pad nego u prethodnom kvartalu. Indeksi su svoje nove istorijske minimume dostigli krajem kvartala i to 474,56 ip, 1078,47 ip i 236,87 ip za BELEX15, BELEXline i SRX EUR, respektivno.

Grafikon T8-3. Repo prinosi, 2004–2009 (po ročnosti)



Izvor: NBS.

Skoro svi investicioni fondovi u Srbiji ostvarili su pad vrednosti investicione jedinice u Q4 2008⁵. Fondovi rasta imovine FIMA ProActive, Citadel Triumph i Ilirika JIE, zabeležili su procentualno najveći gubitak vrednosti i to od 39,80%, 35,44% i 34,34%, redom, što je manji gubitak od pada vrednosti indeksa BELEX15 u istom periodu koji je iznosio 43,69%. Investicioni balansirani fond Hypo Balance u istom periodu porastao je za 1,36%.

Tokom Q4 2008. Narodna Banka Srbije nastavila je politiku povećanja referentne kamatane stope (Grafikon T8-3). Na sastanku Monetarnog odbora NBS početkom novembra, stopa na 2w repo povišena je za 100bp na 17,75%. Taj nivo referentne kamatne stope zadržan je do kraja godine i početkom 2009., da bi krajem januara došlo do snižavanja stope za 125bp na 16,5%.

2 Indeks najlikvidnijih akcija Beogradske berze.

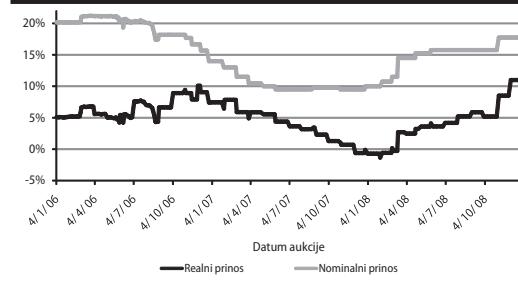
3 Opšti indeks akcija Beogradske berze.

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

5 Podaci o kretanju vrednosti investicione jedinice fondova društva za upravljanje Focus Invest a.d. Beograd, nisu bili dostupni u trenutku pisanja teksta.

NBS je u Q4 2008. povisila referentnu stopu za 200bp na 17,75%, da bi je u drugoj polovini januara 2009. snizila za 125bp na 16,50%

Grafikon T8-4. Realni i nominalni prinosi na REPO operacije, 2006–2008



Izvor: NBS.

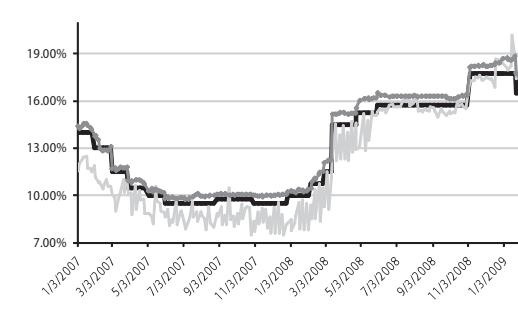
Realni prinosi na repo operacije mereni u odnosu na kretanje kursa evro/dinar pali su u Q4

Realni (deflacionisani) prinosi na repo operacije su tokom Q4 porasli.

Uprkos povećanju referentne stope NBS u Q4 2008, realni prinosi na 2w repo operacije mereni u odnosu na kretanje kursa evro/dinar (promena kursa iz prethodna tri meseca⁶) smanjivali su se i čak postali negativni usled depresijacije domaće valute (Grafikon T8-5). Početkom Q4 ovako računati realni prinosi iznosili su oko 28%, ali su tokom Q4 pali na -39%, da bi u januaru 2009. bili u rasponu od -39% do -22%.

Što se tiče realnih prinosova merenih u odnosu na stopu inflacije⁷ oni su u poslednjem kvartalu 2008. porasli (Grafikon T8-4). S jedne strane, došlo je do povećanja referentne stope NBS, a s druge strane, u novembru i decembru zabeleženo je smanjenje stope inflacije, pa su realni prinosi mereni u odnosu na inflaciju porasli u novembru na 8,5%, a u decembru na skoro 11%.

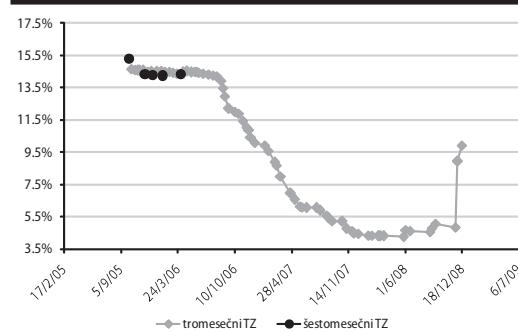
Grafikon T8-6. Kretanje REPO, BEONIA i BELIBOR 2W stopa, 2007–2008



Izvor: NBS i Reuters.

Krajem 2008. došlo do značajnog rasta prinosova na Trezorske zapise RS

Grafikon T8-7. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa, 2005–2008

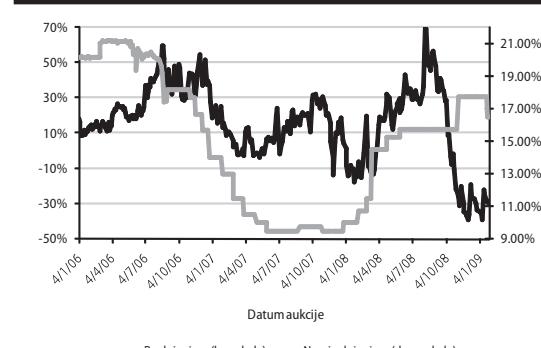


Izvor: Ministarstvo finansija RS.

⁶ Obrazloženje takvog pristupa računanju realnih stopa prinosa detaljno je razmatrano u tekstu Pod lupom 1: „Devizni kurs i politika NBS u Srbiji 2002–2006“: QM broj 5.

⁷ Realni (deflacionisani) prinosi na repo operacije računati su tako što je od nominalnih prinosova oduzeta stopa inflacije merena kao promena RPI na godišnjem nivou.

Grafikon T8-5. Realni (u odnosu na kurs evro/dinar) i nominalni repo prinosi, 2006–2009

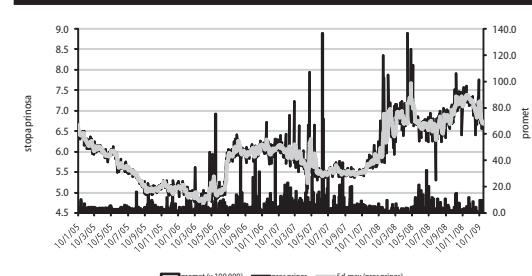


Izvor: NBS.

Kamatne stope na tržištu novca pratile su, kao i obično, nominalnu repo stopu (Grafikon T8-6). Tokom Q4 prosečni spredovi između repo stope i BELIBOR stope s rokom od dve nedelje (ista ročnost kao repo ugovori), i repo stope i prekonoćne BEONIA stope ostale su iste kao u Q3 2008. Prosečan spred između repo stope i BEONIA stope iznosio je 16bp, dok je spred u odnosu na BELIBOR 2w bio 51bp.

Nakon blagog oporavka prinosova na Trezorske zapise Republike Srbije, koji je počeo u Q2 2008., krajem godine dolazi do značajnog rasta

Grafikon T8-8. Prosečan prinos na obveznice SDŠ



Izvor: www.belex.co.yu.

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

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

8. Finansijska tržišta

prinosa. Na poslednje dve aukcije u 2008. ostvarene su kamatne stope od 8,92% i 9,91%, što je duplo više nego početkom kvartala (Grafikon T8-7). Svi Trezorski zapisi su ročnosti tri meseca, a vrednosti emisija bile su 400 miliona i milijardu dinara.

Obim i promet na tržištu obveznica SDŠ nastavili su trend pada započet u Q3

Obim i promet na tržištu obveznica stare devizne štednje nastavili su da padaju i u Q4 2008. (Grafikon T8-8). Ostvareni obim iznosio je oko 22,24 miliona evra, a promet 16,96 miliona evra, što je za 13,54%, odnosno 4,34% manje nego u prethodnom kvartalu. Na godišnjem nivou⁸ obim je pao za 13,98%, dok je promet smanjen za 8,26%, tako da je i u ovom kvartalu aktivnost na tržištu obveznica SDŠ smanjena u odnosu na isti period 2007. godine. Smanjena aktivnost ukazuje da investitori koji su uložili u obveznice SDŠ ne žele da ih prodaju u ovom trenutku. Ovo je logično obzirom da prinosi rastu, tj. cene padaju, u poslednjih godinu dana. Sa druge strane viši prinosi nisu privukli nove investitore verovatno zbog globalne finansijske krize.

Nakon godina rasta aktivnost na tržištu obveznica SDŠ smanjena je u 2008.

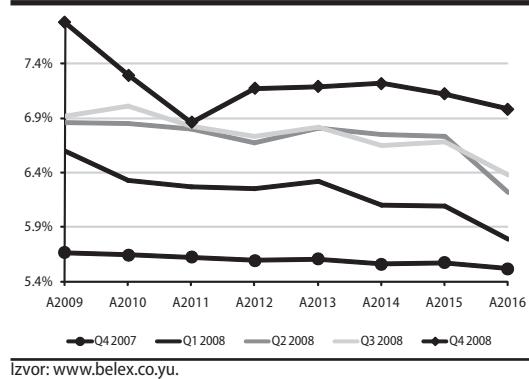
U Q4 2008. na tržištu obveznica SDŠ nastavio se rast prosečnih prinosa po svim ročnostima

Ako se posmatra ukupan godišnji obim i promet na tržištu obveznica stare devizne štednje, nakon godina stabilnog rasta⁹ aktivnosti, u 2008. aktivnost je više nego prepovoljena. Ukupan obim na tržištu SDŠ u 2008. iznosio je 88,49 miliona evra, što je za 57,28% manje nego u 2007. Ukupan promet pao je u odnosu na 2007. za 57,35% i u 2008. iznosio je oko 65,24 miliona evra.

Prosečni prinosi na obveznice svih ročnosti, osim onih dve godine, porasli su u Q4 2008. (Grafikon T8-9). Najveći rast, od 86 bp, ostvarila je, očekivano, obveznica A2009. koja je najskorijeg dospeća. Obveznica A2011 porasla je, u proseku, samo za 3bp, što je za domaće tržište zanemarljiva promena. Ostale obveznice ostvarile su rast prosečnih prinosa u rasponu od 29bp do 57bp. Kriva prinosa u Q4 ostala je opadajuća, tj. skorije obveznice imale su veći prosečni prinos od onih kasnijeg roka dospeća, pa je tako prinos na A2009 u proseku bio oko 7,78%, a na A2016 6,98%. Osim prednjeg dela krive koji je strmo opadajući, sektor dve do sedam godina je rastući, i skoro ravan. Strmina u ovom delu krive iznosi samo 12bp.

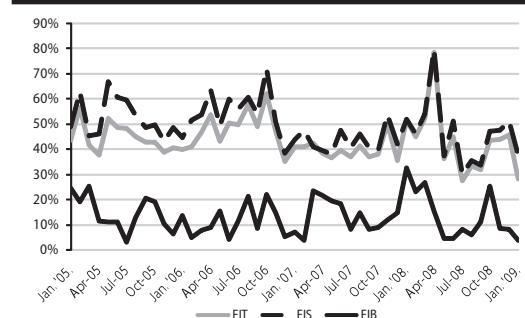
Kriva prosečnih prinosa na obveznice SDŠ je opadajuća i u Q4 2008. s izvesnom „normalizacijom“ u sektoru dve do sedam godina

Grafikon T8-9. Krive prosečnih prinosa na obveznice SDŠ



Izvor: www.belex.co.yu.

Grafikon T8-10. 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 tržištima Beogradske berze poraslo je u poslednjem kvartalu 2008. da bi se u januaru 2009. približilo istorijski minimalnim vrednostima

Relativno učešće stranih investitora u prometu na tržištu obveznica (kriva FIB, Grafikon T8-10) poraslo je u Q4 2008, zašta je najzaslužniji skok u oktobru 2008. kada je iznosilo 25,14%, nakon čega je konstantno padalo tokom Q4 2008, da bi se na početku 2009. godine s vrednošću od 3,7% približilo istorijskom minimumu od jula 2005. Na tržištu akcija (kriva FIS, Grafikon T8-10) u Q4 prosečno učešće stranih investitora poraslo je za oko 15 pp u odnosu na prethodni kvartal, ali je i dalje manje nego u prva dva kvartala 2008. i bliže je prosečnim vrednostima iz 2007. godine. Konačno, učešće stranih investitora u ukupnom prometu (kriva FIT, Grafik T8-10) poraslo je tokom Q4 2008. za oko 14pp, ali se u januaru 2009, kao i na tržištu akcija, približilo istorijskom minimumu.

⁸ Posmatrano u odnosu na Q4 2007.

⁹ U 2006. obim je porastao za 43,39%, a u 2007. za 30,55%, dok je promet u 2006. i 2007. porastao za 46,88% i 34,41%, respektivno.

9. Međunarodno okruženje

Projektovane stope rasta korigovane su naniže i za zemlje u razvoju i za razvijene zemlje. Kolaps industrijske proizvodnje upućuje na činjenicu da se recesija produbljuje. Kriza se, suprotno očekivanjima, većim intenzitetom prelila i na zemlje u razvoju koje su u najvećoj recesiji nakon Drugog svetskog rata. Inflacija se znatno smanjila širom sveta – zbog snižavanja inflacije i smanjene privredne aktivnosti porastao je rizik od deflacija. Američka administracija donela je veliki fiskalni paket i priprema nove mere za stabilizaciju finansijskih tržišta. Nafta je verovatno dotakla svoj donji nivo cene, a dolar je ojačao.

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

	Realni BDP						Inflacija			
	Realni rast (%)			Realni rast, desezonirano anualizovano (%)			Troškovi života u odnosu na prethodnu godinu (%)			
	2006	2007	2008	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008
SAD	3,0	2,2	1,3	0,9	3,3	-0,5	-3,8	4,3	5,3	1,5
Kanada	2,8	2,5	0,6	-0,8	0,3	1,0	-3,5	2,4	3,4	1,9
Japan	2,2	2,1	-0,4	3,2	-2,4	-0,7	-9,0	1,4	2,2	1,0
Kina	11,1	11,4	9,0	11,7	11,5	6,4	1,5	7,8	5,3	2,5
Indija	9,4	8,7	6,2	8,8	5,9	6,0	0,3	7,8	9,0	9,1
Evrozona	2,9	2,7	0,7	2,9	-0,8	-0,8	-5,9	3,6	3,8	2,3
Nemacka	3,1	2,6	1,0	5,2	-2,0	-2,1	-8,2	3,0	3,3	1,7
Francuska	2,2	1,9	0,7	1,6	-1,2	0,6	-4,6	3,7	3,6	2,0
Velika Britanija	2,8	3,1	0,7	1,1	0,8	-2,0	-5,9	3,4	4,8	3,9
Italija	1,9	1,7	-0,9	2,0	-1,1	-2,0	-7,1	3,8	4,1	2,9
Ruska Federacija	6,7	8,1	5,6	0,9	9,0	5,1	-13,5	14,0	14,9	13,8
Bugarska	6,0	6,1	5,2	7,0	7,1	6,8	3,6	15,0	13,7	9,3
Rumunija	6,9	6,0	...	8,2	9,3	9,1	...	8,6	8,1	6,8
Mađarska	3,8	1,3	0,6	1,3	2,0	-0,4	-3,9	6,8	6,3	4,3
Hrvatska	5,0	5,6	...	4,3	3,4	1,6	...	6,5	7,4	4,5
Makedonija	4,0	5,0	...	5,3	6,2	5,5	...	9,9	8,4	5,5
BiH	6,7	6,8	...	...	...	...	...	8,4	8,5	5,5
Srbija	5,6	7,1	5,4	8,5	6,3	4,9	2,7	12,0	10,7	8,9

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

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

Svet

Recesija se produbljuje

Međunarodni monetarni fond je korigovao prognoze iz novembra, i globalni rast će u 2009. godini iznositi samo 0,5%, što će biti najniži nivo od Drugog svetskog rata (Tabela T9-2). To je za čitavih 1,75 procenatnih poena niža prognoza od one u novembru. U međuvremenu finansijska tržišta nisu profunkcionisala i pored svih državnih mera širom sveta, a proizvodnja oštro pada. Monetarne i fiskalne mere zajedno, sa naporima da se olakša “kreditni grč”, trebalo bi da dovedu do postepenog oporavka globalne ekonomije, i njen rast se u 2010. prognosira na 3%. Međutim, i dalje postoji rizik od neefikasnog učinka primenjenih instrumenata na ekonomski rast.

Mnoge Zapadne zemlje su u recesiji, i rast razvijenih zemalja će na godišnjem nivou u 2009. verovatno iznositi -2%, ali ukoliko dosadašnje ekonomске mere daju rezultat – u 2010. bi rast mogao iznositi oko 1%²⁾.

Prema MMF-u, zemlje u razvoju će imati značajno niži rast, jer će umesto 6,3% kao u 2008., u 2009. godini iznositi 3,3%³⁾. Taj rast je na sličnom nivou kao i tokom prethodnih recesija.

Tabela T9-2. Hronološke promene projekcija MMF-a za stope rasta

	Projekcije za 2008.				Projekcije za 2009.			
	Svet	Razvijene zemlje	Zemlje u razvoju	Centralna i Istočna Evropa	Svet	Razvijene zemlje	Zemlje u razvoju	Centralna i Istočna Evropa
Januar 2008	4,1	1,8	6,9	4,6	4,4	2,1	7,0	5,1
April 2008	3,7	1,3	6,7	4,4	3,8	1,3	6,6	4,3
Jul 2008	4,1	1,7	6,9	4,6	3,9	1,4	6,7	4,2
Oktobar 2008	3,9	1,5	6,9	4,5	3,0	0,5	6,1	3,4
Novembar 2008	3,7	1,4	6,6	4,2	2,2	-0,3	5,1	2,5
Januar 2009	3,4	1,0	6,3	3,2	0,5	-2,0	3,3	-0,4

Izvor: MMF.

¹⁾ World Economic Outlook-update, januar 2009. godine

²⁾ Ibidem.

³⁾ Ibidem.

9. Međunarodno okruženje

Situacija na finansijskim tržištima nije stabilizovana Situacija na finansijskim tržištima, i pored do sada primenjenih vanrednih ekonomskih lekova, nije se normalizovala. I dalje su kreditne marže visoke, mada je došlo do blagog poboljšanja uslova, i povećanja aktivnosti na tržištu korporativnih obveznica. Sve dok se ne reše problemi transparentnosti aktive banaka i loših dugova, situacija će ostati *status quo*. Preduzeća u zemljama u razvoju će i dalje biti izložena riziku nelikvidnosti usled nemogućnosti da obnavljaju kredite koje su imala do sada.

Kobna kombinacija kreditnog grča i usporavanja ekonomije doveo je do veoma negativnih efekata krajem 2008. godine. Pad vrednosti akcija širom sveta doveo je do smanjenja ličnog bogatstva, što povećava pritisak na smanjenje lične potrošnje. Zajedno sa tim procesom, neizvesnost navodi pojedince i firme da odlože planirane troškove, čime se smanjuje tražnja za robom široke potrošnje i kapitalnim dobrima. U isto vreme, i pojedinci i firme koji su zainteresovani da troše, ne mogu to da ispunе, jer su uslovi dobijanja kredita trenutno rigorozni. Sve to zajedno uzrokovalo je da globalna industrijska proizvodnja i trgovina krajem prošle godine dožive ozbiljno usporavanje.

Situacija u razvijenim zemljama je verovatno najgora od kraja Drugog svetskog rata. Da bi krajem godine došlo do preokreta i oporavka tih privreda, neophodno je da trenutni ekonomski instrumenti budu efikasni, kao i da dođe do stabilizacije na američkom tržištu nekretnina. Pod tim „optimističnim“ scenarijem, godišnji rast razvijenih zemalja bi u 2010. godini trebalo da iznosi 1% na godišnjem nivou.

Zemlje u razvoju sve više osećaju posledice krize

Nažalost, zemlje u razvoju nisu bile nimalo imune na krizu koja je počela na Zapadu, i teza – da je došlo do „odvajanja“ od razvijenih zemalja usled njihove intra-trgovine – pokazala se kao netačna. Rast će, za razliku od 2008. kada je iznosio 6,3%, prema projekcijama MMF-a u 2009. biti 3,3% na godišnjem nivou. Ovo usporavanje je posledica smanjenja izvoza, pada cena sirovina, kao i pada eksternog finansiranja (pogotovo u zemljama s visokim spoljnim dugom). Kako su ekonomski sistemi ipak stabilniji i disciplinovаниji nego ranije, situacija će biti olakšana makroekonomskim instrumentima, pa će rast biti u proseku na nivou na kom se nalazio i u prethodnim globalnim recesijama. Situacija je najteža u Africi, gde je prisutno duboko siromaštvo, a privrede zavise od prihoda po osnovu izvoza sirovina.

Pad cene nafte i privredno usporavanje značajno su smanjili inflaciju

Oštar pad svetske tražnje doveo je do kolapsa cena energetika. MMF je korigovao prognoze cene nafte za sledeće dve godine. Cena od 68 USD po barelu u 2009. godini je smanjena na 50 USD, a za 2010. sa 78 USD na 60 USD, jer sporiji oporavak ekonomija znači i nižu tražnju u buduće dve godine. Pored nafte, iz sličnih razloga korigovane su i cene metala i hrane, koji su važni izvozni artikli zemalja u razvoju.

Pad cena sirovina i privredno usporavanje značajno su smanjili inflaciju, pa se očekuju periodi veoma niske pa čak i negativne inflacije. U razvijenim zemljama se očekuje da će ukupna inflacija na godišnjem nivou opasti sa 3,5% u prošloj godini na čak 0,25% ove godine. U zemljama u razvoju se takođe predviđa značajno smanjenje inflacije – očekuje se da će inflacija sa 9,5% u 2008. opasti na 5,75% u 2009. godini.

U razvijenim zemljama se smanjuju referentne stope

Monetarne vlasti razvijenih zemalja su nakon pada inflacije značajno smanjile referentne stope, pogotovo u SAD i Velikoj Britaniji, gde su na veoma niskom nivou. Pošto monetarne mere do sada nisu dovele do stabilizacije privreda, povećani su fiskalni deficiti. Na povećanje fiskalnih deficitova utičaće prevashodno fiskalni paketi koji bi trebalo da stimulišu privredu, ali i smanjenje fiskalnih prihoda. Automatski stabilizatori i troškovi „lečenja“ finansijskog sektora će povećati rashode, a zbog pada cena akcija neće biti prihodovan porez na kapitalnu dobit. Prosečni fiskalni deficit razvijenih zemalja je u 2008. iznosio 3,25% BDP-a, a procene pokazuju da će u 2009. iznositi čak 7%.

Evrozona

Evrozona je imala niži rast BDP-a od očekivanog u Q4 (-5,9% q/q⁴). Pre svega iznenadila je Nemačka (-8,2q/q), gde su pad eksterne tražnje i pad obima svetske trgovine markantno usporili izvoznike. Takođe, uzimajući u obzir da je stopa iskorišćenosti kapaciteta evrozone u padu, izostale su kapitalne investicije, što je još jedan činilac koji je zaslužan za nizak rast BDP-a u Q4. Ankete pokazuju da slab poverenje potrošača i opada maloprodajni promet, tako da možemo prepostaviti da je i lična potrošnja uzrokovala ovako nizak kvartalni rezultat. Sve skupa dovelo je do toga da rast u evrozoni u Q4 bude negativan (-1,2%), ako se poredi sa istim kvartalom u 2007 godini. To je prvi put od osnivanja Evropske monetarne unije, da je u nekom kvartalu na godišnjem nivou ostvaren negativan BDP rast.

Inflacija je u poslednjem kvartalu iznosila 2,3% na godišnjem nivou. Inflacija je tokom kvartala svakog meseca opadala, tako da je u decembru iznosila samo 1,6%, što je duplo manje nego u oktobru. Pad cena energenata je imao presudni uticaj na opadanje inflacije. Ankete govore da je došlo do oštrog pada iskorišćenosti kapaciteta, što zajedno sa niskom inflacijom povećava rizik od deflacji.

Referentna stopa blizu istorijskog minimuma

Evropska centralna banka je nakon oštrog smanjenja od 0,75 procentnih poena u decembru, u januaru smanjila referentnu stopu za dodatnih 0,5 procentnih poena. Sada referentna stopa iznosi 2%, što je najniži nivo od 2003 godine. Smanjenje stope usledilo je posle katastrofalno loših rezultata prema sprovedenim anketama o stanju privrede, kao i podataka o industrijskoj proizvodnji iz poslednja dva meseca 2009. godine. Zbog toga ovaj nivo stope nije definisan kao donji nivo, već se očekuje dalje smanjenje ukoliko to bude bilo potrebno u cilju stimulisanja privrede. Cene su stabilne, a ukoliko dođe do daljeg pada aktivnosti moguća je i deflacija. Zato je predsednik ECB Trichet prvi put govorio o „zamci likvidnosti”⁵ i potrebi da se ona izbegne.

Raste nezaposlenost

Nezaposlenost u evrozoni je u novembru porasla na 7,8%, dok je u oktobru iznosila 7,7%. U Španiji je sa 12,8% u oktobru porasla na čak 13,4% u novembru. Nakon 34 meseca pada nezaposlenosti u Nemačkoj, u poslednjem kvartalu 2008. godine, dolazi do njenog prvog povećanja. Primećuje se neslaganje situacije na tržištu rada i rezultata anketa ostalih ekonomskih indikatora. Nezaposlenost je prošle godine u evrozoni povećana za 0,6%, dok je u istom periodu u SAD-u povećana za 2,4%, iako su obe ekonomije imale relativno sličan pad ekonomske aktivnosti. Podaci iz anketa su većinom na nivou rezultata tokom recesije s početka devedesetih, a nezaposlenost je na nivou koji ne odgovara tom periodu. Pošto verovatno i dalje važi istorijska korelacija između nezaposlenosti i anketa privredne aktivnosti, očekuje se oštar rast nezaposlenosti u sledećim mesecima.

Izvoz evrozone opada usled smanjenja tražnje širom sveta. Nemačka trpi najveću štetu, jer je i najveći izvoznik. Nemački izvoz je u novembru opao za 10% na mesečnom nivou, a deficit je za osam milijardi dolara niži nego u tom mesecu prošle godine.

Nemačka donela drugi fiskalni paket kao reakciju na recesiju

Slično kao i u SAD-u, nakon mera podrške finansijskom sektoru, usledile su i fiskalne mere. Nemačka je nakon prvog paketa pripremila i drugi. Zajedno sa tim drugim paketom, ukupna fiskalna pomoć se u evrozoni popela na oko 1% BDP-a. Pomažu se sektori koji su najviše pogodjeni aktuelnom krizom: automobilska industrija i građevinarstvo. Time će se smanjiti pad domaće tražnje i pomoći da nezaposlenost ne raste bržim tempom. Osim Nemačke, fiskalnu stimulaciju na sličan način sprovode i Italija, Francuska i Španija. Troškovi fiskalnog paketa zajedno sa povećanim izdacima kroz automatske stabilizatore doveće do dupliranja fiskalnog deficitu u evrozoni.

U sektoru proizvodnje motornih vozila radi oko 6,5 % zaposlenih, a stvorena vrednost čini oko 7% BDP-a. Kako bi se smanjio pad zaposlenosti i domaće tražnje, u fiskalnim paketima Francuske i Španije postoje mere usmerene ka novim kupcima automobila. Na primer, građani

⁴ Sve kvartalne stope za BDP su u daljem tekstu desezonirane anualizovane, osim ako se ne specifikuje drugačije.

⁵ „Zamka likvidnosti“ se dešava kada centralna banka spusti referentnu stopu blizu nule, ali visoka likvidnost ne dovodi i do stimulisanja privrede.

9. Međunarodno okruženje

koji imaju stare automobile i hoće da kupe nove, dobijaju subvencije ako zamene stari automobil za nov sa ekološkim motorom.

Mere usmerene ka građevinarstvu obuhvataju smanjenje birokratskih procedura potrebnih za početak gradnje, poreske olakšice i ubrzani proceduru za javne radove. Nemački drugi fiskalni paket obuhvata 18 milijardi evra za izgradnju škola, fakulteta, puteva, pruga i internet mreže. Španija je izdvojila 8 milijardi za izgradnju bolnica i škola, a Francuska 10,5 milijardi za pruge, energetsku mrežu i usluge.

Budžetski deficit evrozone će se sa 2% u ovoj godini popeti na 4% u 2009. Kako je 3% gornja granica u evrozoni, ovakva situacija će se tolerisati samo kratkoročno, jer se uzima u obzir da je trenutna situacija vanredna.

Rezultati ekonomskih anketa ukazuju da je došlo do ozbiljnog usporavanja, što možda najavljuje da će recesija biti duža nego što se očekivalo. Ankete koje se tiču industrijske proizvodnje imale su najniže rezultate, i na nivou su iz 1985. godine. One su jako blizu istorijskog minimuma. Nešto je bolja situacija u anketama usluga i u anketi poverenja potrošača, ali one takođe daju veoma pesimistične signale.

Anketa Evropske komisije pokazala je da je iskorišćenost kapaciteta u prerađivačkoj industriji u Q4 2008. godine iznosila 81,6%, a u Q1 2009. će ona iznositi, prognozira se, 75,2%. To je najveći kvartalni pad iskorišćenosti kapaciteta od kada se prati serija. Pre toga, u seriji je najveći pad zabeležen tokom recesije sredinom sedamdesetih, i iznosio je duplo manje, 3%. Pad je svuda prisutan, a rasprostranjen je i po zemljama i po industrijama. Na osnovu toga može se očekivati pad prerađivačke industrije, manja potrošnja kapitalnih dobara i moguća deflacija.

Sjedinjene Američke Države

Rast BDP-a je u poslednjem kvartalu 2009. godine bio viši od očekivanog. Umesto kontrakcije od 5,5% q/q, pad je iznosio 3,8% prema preliminarnim merenjima. Komponenta prodaje finalnih proizvoda bila je viša od predviđane, iako je pad i dalje značajan (5,1% q/q). Takođe, došlo je do neočekivanog porasta zaliha. Ipak, to je loša vest za prvi kvartal ove godine, jer će se neočekivane zalihe korigovati manjom proizvodnjom. Međutim, ta korekcija neće uticati na prognoze rasta u 2009. godini, jer će efekat zaliha biti anuliran najnovijim fiskalnim paketom koji će stimulisati prodaju gotovih proizvoda.

Glavni uzrok pada BDP-a jeste niska lična potrošnja, a ona je u Q3 iskusila najveći pad od 1980. godine. Taj pad je prouzrokovao povećanjem nezaposlenosti, padom cena nekretnina i akcija, ali i povećanjem štednje. Štednja je u avgustu na godišnjem nivou rasla 0,6% a u oktobru 2,4%. Strah od gubitka posla stimuliše građane da štede.

FED spustio referentnu stopu na najnižu vrednost u istoriji

Skoro 3 miliona ljudi ostalo bez posla u 2008 godini

Inflacioni pritisci su se drastično smanjili, pa je FED odlučio da iskoristi referentnu stopu kako bi sprečio deflaciiju i stimulisao privredu. Sada je referentna stopa na rekordno niskom nivou od 0,25%. Tako niske stope nismo navikli da „viđamo“ izvan Japana.

Stopa nezaposlenosti je iznosila 7,2% u decembru, što je petnaestogodišnji maksimum. Tržiste rada slablje, do jula prošle godine je broj radnih mesta mesečno smanjivan za oko 100 hiljada, dok je u novembru izgubljeno 533 hiljade radnih mesta. Ukupno je u prošloj godini 2.589.000 ljudi izgubilo posao. Krajem godine većina otkaza se nije desila u građevinarstvu i prerađivačkoj industriji, kao što je to bio slučaj tokom prethodnih kvartala, već je sada glavnica izgubljenih radnih mesta u sektoru usluga. To je znak da se nezaposlenost širi u privredi, a očekivano, jedino su zdravstvo i zaposleni u državnim službama i obrazovanju imuni na taj proces.

Analiza spoljne trgovine upućuje na slabost pokazatelja uvoza i izvoza SAD-a, ali i njenih trgovinskih partnera. Izvoz opada zbog smanjenja eksterne tražnje. Uvoz ima još veći pad i pored jačanja dolara, jer se američki potrošači uzdržavaju od kupovine. Tako je deficit platnog bilansa smanjen za 16 milijardi dolara u novembru, dok je u oktobru bio manje više nepromenjen u odnosu na septembar.

Donet „kolosalni“ fiskalni paket na inicijativu predsednika Obama

Da bi pomogao da se ekonomija oporavi, Obama je pokrenuo proces formiranja fiskalnog paketa. Nakon samo mesec dana, donet je fiskalni paket u vrednosti od 787 milijardi dolara. Neke od glavnih odrednica paketa jesu⁶:

- poreske olakšice u iznosu od 288 milijardi dolara za pojedince i preduzeća;
- 61 milijarda dolara za ulaganje u infrastrukturu (putevi, moderne železnice, luke, aerodromi i javne stambene zgrade);
- 90 milijardi za program „Medicaid”;
- 71 milijarda za obrazovanje, socijalnu pomoć, unapređenje sistema zdravstvene zaštite;
- 50 milijardi za energetski sistem i očuvanje okoline;
- planira se kreiranje 3,5 miliona radnih mesta usled efekata ovog paketa.

Bilo je neophodno da se pre potpisa predsednika Obama, oko ovog plana slože i Kongres i Senat. Prva verzija paketa je bila izglasana u Kongresu. Nakon toga, Senat je izglasao plan u iznosu od 838 milijardi dolara, koji je bio različit od kongresnog paketa. Postojalo je dosta istih stavki, ali su se one razlikovale po visini predviđenih sredstava. U kongresnom paketu postojale su stavke kojih nije bilo u senatskom, i obrnuto. Zato su nakon izglasanih paketa u oba doma, usledili kontakti i dogovor između njih, posle čega se finalni paket našao na predsednikovom stolu radi potpisa.

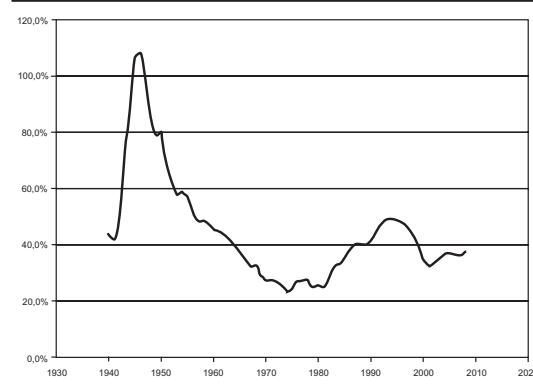
Predsednik Obama je pokušavao da ovaj fiskalni paket nema partijski karakter, već širu, neku vrstu nacionalne podrške. Odavno Amerika nije imala tako veliki fiskalni paket, koji može imati i negativne posledice, ali je sada verovatno neizbežan. U takvim uslovima, radi političke stabilnosti bolje je da on ima što širu političku podršku. Baš u takvoj atmosferi, izglasano je fiskalni paket Džordža Buša početkom prošle godine. Međutim, u Kongresu nijedan republikanac nije glasao za Obamin plan. U Senatu su samo tri senatora iz Republikanske partije glasali za plan, taman toliko da se prikupi potrebna većina.

Da bi se smanjio strah republikanaca od korupcije i neracionalnog trošenja, Obama je obećao potpunu transparentnost i pokrenuo Internet sajt (recovery.org) koji će objavljivati svaki dolar koji će biti utrošen. Republikanci koji tradicionalno ne podržavaju eksplanzivnu fiskalnu politiku, izražavaju bojazan da će deficit biti previšok.

Stručna javnost podeljena oko efekata paketa

Podržavaoci stimulativnog paketa ističu da ne treba gledati samo cifru deficita, već i odnos javnog duga i BDP-a. Ako se pogleda vremenska serija, odnos javnog duga prema BDP-u (Grafikon T9-3), u trenutku kada se razmatrao fiskalni paket, istorijski nije bio previše visok.⁷. Argument je da ekonomija ima snage da iznese teret povećanog deficita. Međutim, ako se posmatra visina budžetskog deficita, situacija zaista deluje uznenimajuće. Deficit je u 2007. godini iznosio 1,2%.

Grafikon T9-3. SAD: udio javnog duga u BDP-u, 1930–2020



Izvor: Economic Policy Institute.

Maksimalni deficit devedesetih je ostvaren za vreme vladavine Klintonova, 1992. godine, i iznosio je 4,7%. Nakon fiskalnog paketa Obama, deficit će verovatno preći cifru od 10% i iznositi čak 1,5 triliona dolara! Takođe, ukoliko se ispostavi da su proračuni troškova paketa i TARP-a viši od planiranih, odnos javnog duga i BDP-a može porasti na preko 50%. Neizvesnost leži u tempu oporavka privrede. Ukoliko zaista dođe do relativno brzog oporavka, privreda će moći da izdrži troškove paketa, bez većih posledica.

Konzervativniji ekonomisti dovode u pitanje efekat fiskalnog paketa na zaposlenost.

6 „Getting to \$787 Billion”, februar 2009, Wall Street Journal.

7 „False fiscal dilemma”, John Irons, Economic Policy Institute, oktobar 2008. godine.

9. Međunarodno okruženje

Predsednik Obama veoma često spominje da će paket kreirati preko tri miliona radnih mesta. Međutim, kada se pogleda period Velike depresije, nakon drugog Ruzveltovog „nju dil”-a, nezaposlenost je rasla umesto da opada, a smanjila se ispod 20% tek pred početak Drugog svetskog rata⁸. Prema ekonomistima „Heritage Foundation”-a Japan je pokušao sličnu strategiju, i nakon recesije početkom devedesetih izglasao čak osam fiskalnih paketa, ali oni nisu uspeli da spreče „stagnaciju”⁹. Ovim paketom može se finansirati polovina sadašnjih srednjoškolaca, studiranje na privatnim fakultetima, nakon čega bi i dalje ostalo 150 milijardi dolara. Da bi se predočilo koliko je ovaj paket „kolosalan” ističe se da je on jednak godišnjem BDP-u Australije.

U skoroj budućnosti najverovatnije formiranje tzv. loše banke u nekom obliku

U američkoj stručnoj javnosti sve je prisutnija ideja koju zagovara MMF kao moguće finalno rešenje finansijske krize. Kako TARP nije uspeo da reši problem transparentnosti i povrati normalno funkcionisanje na međubankarskom tržištu, savetuje se nov pristup. On prepostavlja formiranje tzv. loše banke, koja bi sakupila „loše” hipotekarne kredite na jednom mestu i rasteretila privatne banke. Ovo rešenje je prihvatljivije američkom društvu nego da se banke nacionalizuju, a onda nakon što se privreda oporavi, njihove akcije prodaju. Takvo rešenje putem nacionalizacije bi najviše oštetilo akcionare, a s obzirom na američku libertarijansku tradiciju, takvo mešanje države bi se smatralo previše „levičarskim”. Kroz nacionalizaciju su nordijske zemlje rešile bankarsku krizu početkom devedesetih godina prošlog veka, a troškove krize su pre svega platili akcionari banaka. Da bi se izbegla nacionalizacija, neophodno je da banke prodaju svoje loše hipotekarne kredite za državne obveznice, a delom snose trošak od nenaplativih kredita. Ostali deo troškova bi ravnomerno bio raspoređen među poreskim obveznicima. Kritična tačka plana je, opet kao i kod TARP-a, po kojim cenama otkupljivati loše kredite od banaka. Ta cena treba da bude takva da se bankama ne isplati da same prodaju nekretnine na aukcijama, a opet da ne bude previsoka, jer bi se time nagradili oni koji su loše poslovali na tržištu, a o trošku poreskih obveznika.

Situacija na tržištu nekretnina se i dalje ne popravlja. Mnogi ekonomisti tvrde da bez oporavka ovog tržišta nema izlaza iz sadašnje recesije. Od novembra su kamate na hipotekarne kredite opale, ali potrebno je nekoliko meseci da bi došlo do rasta prodaje. Neki su se nadali da će do tog efekta doći brže, ali su podaci iz decembra pokazali da se to nije desilo. Broj prodatih novih kuća je u decembru bio na najnižem nivou od početka praćenja serije, daleke 1963. godine. U poslednjem kvartalu je broj novih prodatih kuća u odnosu na Q3 bio manji za 23,7%. Racio neprodatih kuća i mesečne prodaje iznosi 12,9, što znači da bi po trenutnoj aktivnosti na tržištu trebalo preko godinu dana da se stok neprodatih kuća rasproda. Zato novi fiskalni paket cilja nove kupce nekretnina i daje im poreske olakšice, kako bi se oporavila prodaja kuća i građevinarstvo. Takođe, čim dođe do preokreta u cenama, mnogi kupci koji čekaju „dno” cena, odlučiće se na kupovinu. Tako će aktivnost na tržištu nekretnina imati određeni skok pri oporavku.

Azija

Japan

Kolaps industrijske proizvodnje u Q4, a BDP zabeležio pad od čak 12,7%

Pad BDP-a je bio veoma nizak u četvrtom kvartalu, čak 9% q/q. To je najveća kontrakcija od daleke 1974 godine, kada je zbog naftnog šoka u prvom kvartalu te godine, pad BDP-a u Japanu iznosio 13,1%. Glavni uzrok pada je sniženje realnog izvoza, neverovatnih -45% q/q! To je najveća kvartalna kontrakcija izvoza od 1955 godine, početka praćenja serije.

Glavni uzrok pada industrijske proizvodnje jeste smanjena eksterna tražnja za japanskim automobilima

Japanska industrijska proizvodnja je takođe imala veoma oštar pad u novembru na mesečnom nivou (8,5%), dok je prognoza za decembar -9%. Uzrok kolapsa industrijske proizvodnje u Japanu je pad u sektoru proizvodnje motornih vozila. Veoma niska tražnja za automobilima ima teške posledice po taj sektor. U Q4 je na godišnjem nivou pad u sektoru motornih vozila iznosio preko 60%. Japanci uglavnom prodaju automobile u inostranstvu, pre svega u SAD-u i Evropi, a tamo su potrošači „pritegli kaiševe” zbog recesije. U Japanu pad proizvodnje automobila za jedan procenat, izaziva četiri puta veće posledice po rast BDP-a nego kada američka auto industrija smanji proizvodnju u tom iznosu.

⁸ "More federal spending: New deal or raw deal?", Heritage Foundation, januar 2009. godine.

⁹ "Why Spending Does Not Equal Stimulus", Heritage Foundation, januar 2009. godine.

Ukupna inflacija je u Q4 2008. godine bila oko 1% na godišnjem nivou. Pad je uzrokovani pre svega padom cena energenata, jer je bazna inflacija bila stabilna, održavala se na nuli. Od oktobra se ukupna inflacija sa 1,7% spustila na samo 0,2% u decembru. U aprilu se očekuje negativna inflacija. Opet postoji rizik od deflacji, pa je referentna stopa skoro nula i iznosi 0,1%.

Suficit tekućeg bilansa je pao 41% na mesečnom nivou u decembru i čak 61% je niži nego prosečni suficit u prvih sedam meseci 2008. godine. To je pre svega zbog pada izvoza. Očekuje se dalje smanjenje suficita zbog manjih prihoda japanskih firmi iz inostranstva i pada eksterne tražnje.

Nezaposlenost je oko 4% u decembru, a usled smanjenja tražnje i kolapsa industrijske proizvodnje očekuje se značajan rast u dolazećim mesecima.

U Sjedinjenim Američkim državama, a i evrozoni, smanjenje tražnje potrošača uzrokuje pad proizvodnje preduzeća. Situacija je u Japanu drugačija. Preduzeća su oštro smanjila kapitalna ulaganja zbog snižene eksterne tražnje i neizvesnosti, pa će doći do pada nadnica i otpuštanja radnika. To će dovesti do pada potrošnje građana. Recesiona spirala se u zapadnim ekonomijama odvija – od stanovništva ka preduzećima, a u Japanu – od preduzeća ka stanovništvu.

Kina

Kineska privreda trpi zbog posledica finansijske krize više nego što se očekivalo. Rast je u Q4 iznosio 1,5% q/q, što je dosta ispod potencijalnog nivoa. Glavni činioци koji su usporili kinesku privredu jesu: pad izvoza usled globalne recesije i smanjenje aktivnosti u građevinarstvu. Posledica usporavanja ovih sektora je povećanje nezaposlenosti.

Godišnji rast u 2009. korigovan na 7%

Pesimistični scenario prepostavlja rast nešto ispod 7% na godišnjem nivou u 2009. godini. Kada se to poredi sa rastom u razvijenim zemljama, stiče se utisak da će Kina ovu krizu prebroditi dosta bezbolno. Međutim, zapadni ekonomisti već duže vreme ističu da postoji skriveni rizik za Kinu tokom ove recesije. Teza je da postoji donja granica rasta, ispod koje zbog socijalnih tenzija unutar Kine, nezaposlenost može biti „okidač“ masovnih štrajkova i nemira.

Krajem devedesetih počeo je proces restrukturiranja državnih preduzeća. Otpušteno je mnogo radnika koji su bili dobro sindikalno organizovani. Bilo je dosta pritisaka na Vladu, štrajkova i demonstracija. Vlada je vukla hrabre poteze, i pored pritisaka i rizika koji su postojali. Nemiri nisu prešli granicu koja bi ozbiljnije uzdrmala unutrašnje odnose u Kini. Iz današnje perspektive, iako nepopularna u to vreme, ta politika se višestruko isplatila. Da li danas rast nezaposlenosti zbog usporavanja privrede može destabilizovati kineski politički sistem?

Nezaposlenost raste u Kini, ali bez rizika da to bude „okidač“ štrajkova i političkih napetosti

Postoje dve grupe koje će biti najviše pogodjene usporavanjem privrede krajem godine. To su radnici iz fabrika na istočnoj obali i svršeni studenti koji traže posao u struci. Fabrike na istočnoj obali uglavnom izvoze u zapadne zemlje i direktno trpe zbog pada tražnje u tim zemljama. U tim fabrikama većinom rade došljaci iz poljoprivrednih krajeva. Po kineskim zakonima većina stanovnika poljoprivrednih oblasti dobija zemlju od države. Tako će radnici iz fabrika na obali, nakon što dobiju otkaz i vrati se kući, moći da zarađuju obrađujući svoju zemlju. Godišnje iz kineskih fakulteta izade šest miliona diplomaca. Oni će sada dosta teško naći posao, ali će neko vreme moći da ostanu kod kuće, gde će nastaviti da ih izdržavaju roditelji. Drugim rečima, za obe ugrožene grupe postoje amortizeri posledica rasta nezaposlenosti. Pored toga, te dve grupe nisu politički i sindikalno dobro organizovane, pa to takođe smanjuje šansu štrajkova i demonstracija. Na kraju, danas je u Kini socijalna politika mnogo efikasnija nego nekada, a i postoji i fiskalni prostor da se ugroženim grupama izade u susret ako to bude trebalo, ili da se stimuliše privreda. Zaključak je da scenario masovnih štrajkova ili nemira, usled rasta nezaposlenosti nema realnih osnova.

Istočna Evropa i okruženje

Rumunija

Postoje izgledi da će Rumunija, da bi izbegla finansijsku krizu, potpisati aranžman sa MMF-om

Rumunija se suočava sa sličnim problemima kao i ostale zemlje Istočne Evrope, ali postoji visok rizik od finansijske krize. Usled toga se uskoro očekuje aranžman sa MMF-om. Došlo je do neočekivane depresijacije leva na tržištu deviza. U javnom mnjenju je vladalo uбеђење, da će centralna banka Rumunije reagovati i intervencijama na tržištu putem deviznih rezervi sprečiti slabljenje leva preko nivoa koji je već probijen. Četiri leva za evro se smatralo za psihološku granicu preko koje se neće dozvoliti depresijacija. Sada jedan evro vredi preko četiri leva (1 evro = oko 4,2 leva), a time će biti pogodeni svi oni čiji su dugovi nominirani u evrima. Kreditiranje će se usporiti, ne samo zbog posledica finansijske krize na Zapadu, već i zato što depresijacija povećava rizik i troškove zajmova. Ukoliko ne dođe do promena u ekonomskoj politici, zemlji možda preti valutna kriza, inflacija, i ozbiljna degradacija finansijskog sistema.

Depresijacija leva bi mogla biti i povoljna okolnost u uslovima recesije, da je udeo dugova nominiranih u evrima nizak. Međutim, preko polovine (56%) ukupnog privatnog duga je u evrima. Slabljenje valute povećava troškove servisiranja dugova. Otežavajuća je okolnost što se depresijacija jako brzo prelila u inflaciju. Tako su pozitivni efekti depresijacije po kompetitivnost rumunskog izvoza niski. Dodatni je problem izvoza to što je rast nadnica u prošloj godini iznosio 20%, a sa padom proizvodnje, jedinični troškovi rada u evrima nisu značajno smanjeni. Trošenje tankih deviznih rezervi kao lek od depresijacije, ne bi dalo zadovoljavajuće rezultate. Kamatne stope privredi i stanovništву su dosta više od sadašnje referentne stope. Upotreba deviznih rezervi bi povećala neizvesnost, tako da bi kamatne stope skočile na još viši nivo. Verovatno je rešenje za to aranžman sa MMF-om, smanjenje državne potrošnje, povećanje poreza i referentne stope. Čak i ako se ovakav scenario ostvari i bude uspešno primenjen, Rumunija će skoro sigurno ući u recesiju i imati korekciju rasta bruto domaćeg proizvoda od tri procenta u 2009. godini.

Tokom prošle godine domaća tražnja je rasla dva puta brže od BDP-a, jer je bila pomognuta kreditima i rastom plata. Tako je deficit platnog bilansa dostigao skoro 14% BDP-a. Prošle godine, polovina tog deficita bila je finansirana stranim direktnim investicijama. Prestanak dotoka tih investicija bi značajno oborio domaću tražnju, što bi za posledicu imalo korekciju platnog bilansa. Rizik od prestanka stranog finansiranja je delimično otklonjen dokapitalizacijom evropskih banaka u Rumuniji, ali ukoliko se finansijska kriza pogorša, može doći do naglog prekida priliva kapitala. Ostaje rizik da ukoliko se nastavi depresijacija dođe do serija bankrotstva firmi i nemogućstva stanovništva da otplati kredite.

Zbog rizika od krize, rumunska Vlada je odustala od planiranih populističkih budžetskih rashoda. Verovatno će i Evropska unija biti zainteresovana da pomogne, iako Rumunija nema evro kao valutu, jer bi kriza u Rumuniji destabilizovala poverenje u ceo region. Krediti koje su uzele filijale zapadnih firmi u Rumuniji čine većinu eksternog duga. Zato će najverovatnije kriza biti sprečena aranžmonom MMF-a uz aktivno učešće Evropske Unije.

Za razliku od 2008. kada je rast bio 8%, u ovoj godini će ukoliko se ostvari aranžman sa MMF-om, iznositi negativnih tri procenta. Kraj kreditnog buma, pad cena nekretnina i smanjenje izvoza zbog recesije, jesu glavni činioci kontrakcije. Takođe, delimično će rast biti negativan zbog efekta visoke baze, jer je žetva prošle godine bila izuzetno dobra. Sve će to uticati na smanjenje domaće tražnje i trgovinskog deficitra. Zato će strategija Vlade najverovatnije biti usporavanje privrede, ali bez dalje depresijacije i destabilizacije finansijskog sistema. Posledice brze depresijacije bi bile veoma visoka inflacija.

Fiskalna politika je takođe u specifičnoj poziciji. Sada kada većina zemalja pristupa fiskalnoj ekspanziji, Rumunija će verovatno morati da vodi restriktivnu fiskalnu politiku. Prošle godine je fiskalni deficit iznosio 5% BDP-a, što je više nego prosek u periodu 2002–2007. godine koji je iznosio 3%. Verovatno će doći do povećanja poreza, jer bi povećanje deficitra, takođe dovelo do slabljenja valute.

Kao i slučaju fiskalne politike, monetarne vlasti nisu u mogućnosti da primenjuju instrumente koji su karakteristični za period recesije. Smanjenje referentne stope u cilju stimulisanja privrede – nije naročito realna opcija. Razlog je, što bi sniženje referentne stope izazvalo depresiju leva, i momentalno bi porasle kratkoročne kamatne stope. Time bi efekat podsticaja privrede bio odmah anuliran, jer privrednici ne bi mogli da refinansiraju postojeće kredite i nastave proizvodnju. Time bi krajnji efekat bio destimulacija proizvodnje.

Valute i robe

Dolar ojačao...

Dolar je jačao prema korpi glavnih svetskih valuta tokom četvrtog kvratala, postižući maksimum u oktobru. Kako su se posledice recesije širile po zemljama u razvoju, investitori su povlačili kapital sa njihovih finansijskih tržišta, jer se ona smatraju rizičnijim, i vraćali ga u američke državne obveznice. Razlika između referentne stope FED-a i ostalih centralnih banaka se snizila pa je obim „carry trgovine” opao, što je rezultiralo u većoj kupovini američkih dolara. BNP Paribas prognozira da će dolar ojačati sledećih meseci, a da će njegova prosečna vrednost u 2009. prema evru biti 1,14¹⁰.

...a nafta verovatno dostigla svoj donji nivo cene

Nafta je verovatno dostigla svoj donji nivo cene, i teško da će nastaviti pad koji je iskusila u Q4 zbog globalnog usporavanja. Da bi došlo do eventualnog pada ispod trenutnog nivoa, potrebno je da se smanje rizici vezani za političke tenzije na Bliskom istoku, kao i poboljšaju odnosi SAD-a sa Iranom, Venecuelom i Rusijom. To se zasigurno neće desiti još neko vreme, pa će premija na politički rizik ostati prisutna. Takođe, OPEC smanjuje proizvodnju, i nastaviće sa takvim odlukama. Crpljenje nafte na mnogim naftnim poljima je neisplativo na nivou cene od 40 USD po barelu. Kako se bude prevazilazila ekonomski kriza, apetiti za energijom Kine i Indije će se opet povećati, pa se prognozira da će se njena cena u 2011. godini vratiti na nivo od 100 USD po barelu¹¹.

10 Economic Market Monitor, decembar 2008, BNP Paribas

11 IBISWorld Recession Briefing, "Economic crisis: When it will end?" januar 2009.

OSVRTI: Svetska finansijska kriza i Srbija

Osvrt 1. Opcije fiskalne politike u uslovima recesije: Srbija 2009. godine

Milojko Arsić*

Recesione tendencije u poslednjem kvartalu 2008. godine ukazuju da će rast privrede u 2009. godini biti znatno sporiji nego što je to projektovano pri izradi budžeta. Međugodišnja stopa rasta BDP-a u poslednjem kvartalu iznosila je 2,7%, što je najniža stopa rasta u toku poslednjih nekoliko godina. Decembarski podaci o kretanju privredne aktivnosti ukazuju da se recesione tendencije pojačavaju. Podaci o kretanju svetske privrede, uključujući i privrede u okruženju, takođe ukazuju da su recesione tendencije dublje i da će verovatno trajati duže nego što je to procenjivano pre nekoliko meseci.

Usporavanje ili čak i pad privredne aktivnosti i domaće tražnje imaće za neposrednu posledicu ostvarenje znatno manjeg nivoa javnih prihoda nego što je planirano. Stoga je rebalans budžeta Republike Srbije, ali i budžeta Vojvodine i budžeta lokalnih zajednica, neminovan. U vezi s tim postavljaju se pitanja kada bi rebalans trebalo da se realizuje, kao i koji su osnovni mogući okviri i pravci rebalansa. Procenjuje se da rebalans budžeta neće biti realizovan pre nego što budu dostupni podaci o makroekonomskim i fiskalnim kretanjima u prvom kvartalu tekuće godine. Na osnovu kretanja privrede Srbije, ali i svetske privrede u prvom kvartalu, biće moguće pouzdanije proceniti privredna kretanja, uključujući i javne prihode, u celoj 2009. godini. Razlozi za odlaganje rebalansa su i potreba da se postigne novi aranžman sa MMF-om, ali i da se preciznije utvrди koliko sredstava Vlada Republike Srbije može da obezbedi za finansiranje budžetskog deficitra. U tom smislu neophodno je da se u trenutku rebalansa zna kada i koliko sredstava se može dobiti od Evropske unije.

Povećanje fiskalnog deficitra bi ublažilo recesione tendencije. Globalni okviri u kojim bi rebalans budžeta trebalo da se kreće još uvek se ne mogu preciznije odrediti. Ipak, već sada je, na osnovu makroekonomskih i fiskalnih tendencija, izvesno da će pri rebalansu budžeta biti neophodno fiskalno prilagođavanje u iznosu¹ od 1,5–2,5% BDP-a. Fiskalno prilagođavanje

može se, u principu, postići: povećanjem fiskalnog deficitra, smanjenjem javnih rashoda i povećanjem javnih prihoda.

Nagoveštaji pada privredne aktivnosti, umesto projektovanog rasta, upućuju na opravdanost intenzivnije primene antirecesionih mera od strane države. U tom kontekstu ocenjuje se da bi bilo poželjno povećanje konsolidovanog fiskalnog deficitra za oko jedan procentni poen BDP-a² u odnosu na planirani deficit od 1,75% BDP-a. Nakon navedenog povećanja³, fiskalni deficit u Srbiji bi iznosio 2,5–3% BDP-a, što je na nivou očekivanih deficitra u regionu (v. Okvir 1). Povećanjem fiskalnog deficitra delimično bi se kompenzovao značajan pad domaće i svetske tražnje za domaćim proizvodima, koji je započeo u drugoj polovini 2008. godine i od tada se kontinuirano pojačava. Pad domaće privatne tražnje posledica je smanjenja priliva stranog kapitala, kojim je prethodnih godina finansiran značajan deo domaće tražnje, a naročito deo tražnje koji se odnosi na privatne investicije. Osim toga, recesione tendencije u svetu uticale su na smanjenje tražnje za proizvodima iz Srbije.

Okvir 1. Fiskalni deficit u zemljama u okruženju

Fiskalni deficit u Republici Srbiji u 2009. godini može se ocenjivati i kroz poređenje sa deficitima u zemljama u okruženju. Prema procenama analitičara, očekuje se da zemlje u okruženju u 2009. godini ostvare sledeće nivoe fiskalnog deficitra u odnosu na BDP:

Slovačka oko 3% BDP-a,
Rumunija oko 5% BDP-a,
Mađarska 3,5–3,6% BDP-a,
Češka oko 3% BDP-a,
Ukrajina preko 3% BDP-a
Hrvatska 2,5–3% BDP-a

Izvor: sajt Economy.rs

² Pretpostavljajući da prirodna stopa rasta privrede Srbije iznosi oko 5% godišnje, tada stvarnom fiskalnom deficitu od oko 2% BDP-a odgovara ciklično prilagođeni deficit od 0% BDP-a. Pod ciklično prilagođenim deficitom podrazumeva se deficit koji bi bio ostvaren pod uslovima: da je stopa rasta BDP-a jednaka prirodnjoj stopi rasta, javni prihodi i BDP rastu približno po istoj stopi rasta, a da realni nivo javnih rashoda ostane nepromenjen.

³ Neki ekonomisti i političari predlažu da se zbog visokog spoljnotrgovinskog deficitra smanji fiskalni deficit Srbije. Ovi predlozi se ocenjuju kao neadekvatni, jer bi njihova realizacija značila da država Srbija sistematski vodi procikličnu politiku, tj. da u periodima ekspanzije dodatno poveća tražnju, a u periodima recesije smanjuje tražnju. Pogrešna, ekspanzivna prociklična politika u periodu 2006–2008. ne može se kompenzovati procikličnom restriktivnom fiskalnom politikom u periodu recesije.

* Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i FREN.

Zahvaljujem se profesoru Pavlu Petroviću na korisnim sugestijama i primedbama na radnu verziju teksta.

¹ Tek nakon što budu raspoloživi podaci za prvi kvartal 2009. godine biće moguće preciznije proceniti iznos neophodnog fiskalnog prilagođavanja.

Fiskalni impuls od oko 3,5% BDP-a delimično bi kompenzovao očekivani snažan pad privatne tražnje. Povećanjem fiskalnog deficit-a na primer 3% BDP-a u 2009. godini, ukupni fiskalni impuls, koji osim fiskalnog deficit-a uključuje i deo isplata po osnovu devizne štednje⁴, dostigao bi oko 3,5% BDP-a. Navedeni fiskalni impuls će ostvariti makroekonomski relevantan pozitivan uticaj na rast domaće tražnje. U vezi s tim, postavlja se pitanje da li je neophodno kroz fiskalnu politiku povećavati domaću tražnju s obzirom na to da je tražnja tokom prethodnih godina bila za 20–25% veća od BDP-a? Odgovor na ovo pitanje je pozitivan zbog činjenice da je tokom prethodnih godina najveći deo viška tražnje (preko 90%) generisao privatni sektor. Navedeni višak tražnje je finansiran stranim kreditima, direktnim i portofolio investicijama i doznakama, uključujući i devizne penzije. Očekuje se da će tokom 2009. godine obim stranih investicija i kredita biti prepovoljen u odnosu na prethodne godine, kao i da će obim doznaka opasti zbog ekonomske krize u zemljama iz kojih dolaze doznake⁵. Stoga se očekuje da će usled nemogućnosti finansiranja tražnja privatnog sektora značajno opasti, a to će za posledicu imati značajno smanjenje uvoza, ali i proizvodnje i zaposlenosti. Nemogućnost finansiranja privatne tražnje iz priliva stranih sredstva generisće pritisak na postojeće domaće resurse uključujući i devizne rezerve NBS. Uloga fiskalnog impulsa je da navedeni pad domaće tražnje ublaži, čime bi se ublažio i pad proizvodnje i zaposlenosti.

Fiskalni impuls će pozitivno uticati na platnobilansnu poziciju zemlje. Osim toga, postavljaju se i dva dodatna pitanja: prvo, kako će navedeni fiskalni impuls uticati na platnobilansu poziciju zemlje i drugo, kako će uticati na dugoročnu održivost finansijske pozicije države Srbije? Procenjuje se da će fiskalni impuls imati pozitivan uticaj na platnobilansu poziciju zemlje⁶ zbog toga što će fiskalni deficit gotovo u celini biti finansiran stranim sredstvima (kreditima, prihodima od privatizacije i makrofinansijskom pomoći EU), pa će stoga generisati dodatni priliv deviza u kapitalnom delu platnog bilansa u iznosu od 3–3,5% BDP-a. Međutim, na drugoj strani deo porasta domaće tražnje koji se generiše fiskalnim impulsom odražiće se i na povećanje uvoza, a time i na rast deficit-a u trgovinskom i tekućem platnom bilansu. Tokom prethodnih godina u Srbiji je oko 40%

⁴ Isplate po osnovu devizne štednje iznosiće oko 0,9% BDP-a, ali deo isplata će biti reinvestiran u obliku finansijske štednje. Orientaciono, procenjuje se da će isplata devizne štednje generisati dodatnu tražnju u iznosu od oko 0,5% BDP-a.

⁵ Za razliku od doznaka priliv po osnovu deviznih penzija će ostati stabilan.

⁶ Efekat fiskalnog impulsa u Srbiji na platnobilansnu poziciju zemlje je različit od standardne situacije koja se opisuje u udžbenicima makroekonomije. U standardnoj situaciji fiskalni impuls pogoršava platnobilansnu poziciju zemlje, jer se država zadužuje na domaćem finansijskom tržištu, a rast domaće tražnje povećava uvoz.

domaće tražnje podmirivano uvozom. Očekuje se da će zbog inače veće sklonosti državne tražnje ka domaćim proizvodima, ali i zbog realne deprecijacije dinara, nešto manji procenat porasta državne tražnje biti podmiren uvozom. Ukoliko bi 1/3 fiskalnog impulsa bila podmirena uvozom – to bi generisalo povećanje uvoza za oko 1 procentni poen BDP-a. Prema tome, neto devizni (platnobilansni) efekat fiskalnog impulsa bio bi pozitivan i iznosio bi oko 2,5% BDP-a (3,5% BDP-a priliv stranih kredita i prihoda od privatizacije, minus 1% BDP-a povećanje uvoza).

Umereno zaduživanje države, da bi se finansirao deficit, ne ugrožava održivost javnog duga. Drugo je pitanje da li će tim zaduživanjem, sa ciljem da se pokrije planirani fiskalni deficit⁷, javni dug Srbije ostati u održivim okvirima? Procenjuje se da zaduživanje države u cilju finansiranja fiskalnog deficit-a neće ugroziti održivost javnog duga Srbije prvenstveno zbog toga što je odnos javnog duga prema BDP-u nizak i u Q1 2009. godine⁸, nakon relativno značajne deprecijacije dinara, iznosi oko 30%. Drugi razlog jeste u tome što će se značajan deo fiskalnog deficit-a pokriti prihodima od privatizacije. Procenjuje se da će se prihodima od privatizacije NIS-a i dr. pokriti 40–50% konsolidovanog fiskalnog deficit-a u Srbiji. Prema tome, neto prirast javnog duga po osnovu finansiranja fiskalnog deficit-a iznosiće oko 1,5–2% BDP-a. Iz prethodnog se može zaključiti da neto zaduživanje države u iznosu od oko 2% BDP-a u nekoliko narednih godina ne bi ugrozilo održivost javnog duga Srbije⁹.

Ulaganjem u infrastrukturu budućim generacijama će se ostaviti ne samo dugovi nego i imovina. Bez obzira na održivost zaduživanja Srbije kako bi se finansirao fiskalni deficit, u cilju finansiranje fiskalnog deficit-a postavlja se pitanje opravdanosti zaduživanja sa stanovništa prevaljivanja finansiranja potrošnje sadašnjih generacija na buduće generacije, koje će vraćati javni dug i pripadajuću kamatu. Mada se ovaj problem ne može u celini otkloniti, on se može značajno ublažiti ukoliko se država zadužuje da bi finansirala infrastrukturu (puteve, pruge, kanale za navodnjavanje, komunalnu

⁷ Zaduživanje države da bi se isplatila devizna štednja građana ne menja ukupan nivo javnog duga, jer se jedan dug države zamenjuje drugim. Takođe, zaduživanje države za isplatu dospelih dugova prema inostranstvu ne utiče na ukupan nivo javnog duga.

⁸ Jedan od dobrih poteza Vlade u prethodnim godinama bilo je prevremenovo vraćanje duga Svetskoj banci i MMF-u tokom 2006. godine. Prevremenim vraćanjem duga u periodu ekspanzije stvoren je prostor za zaduživanje države i NBS u periodu recesije.

⁹ Interesantno je poređenje porasta odnosa javnog duga prema BDP-u po osnovu neto zaduživanja države sa porastom duga prema BDP-u po osnovu realne deprecijacije dinara. Zbog činjenice da je oko 97% javnog duga Srbije izraženo u devizama realna deprecijacija dinara za 20% povećava odnos javnog duga prema BDP-u za oko pet procenatnih poena. Prema tome, intenzivna realna deprecijacija dinara predstavlja veći rizik za održivost javnog duga nego porast javnog duga za npr. dva procenatna poena BDP-a u cilju finansiranja fiskalnog deficit-a.

Svetska finansijska kriza i Srbija

infrastrukturu i dr.). Na taj način država će budućim generacijama osim kredita koje treba da vraćaju ostaviti i imovinu. Naravno, od suštinske je važnosti da se finansiraju društveno korisni projekti, kao i da realizacija navedenih investicija bude što efikasnija.

Prioritet Vlade Republike Srbije jeste obezbeđenje sredstava za finansiranje fiskalnog deficit-a. Naravno, povećanje fiskalnog deficit-a zahteva obezbeđenje dodatnih sredstava za njegovo finansiranje. Stoga je jedan od prioritetnih zadataka Vlade obezbeđenje finansijskih sredstava kako za finansiranje postojećeg tako i dodatnog fiskalnog deficit-a i za uredno servisiranje javnog duga. Prvi korak koji bi trebalo povući u tom pravcu jeste otklanjanje prepreka za povlačenje ranije ugovorenih kredita. Obezbeđenje dodatnih sredstava za finansiranje fiskalnog deficit-a, predstavlja krupan izazov za Vladu s obzirom na krajnje nepovoljne uslove zaduživanja na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu. Procenjuje se da su najveće mogućnosti za obezbeđenje dodatnih sredstava kod međunarodnih finansijskih organizacija, vladā pojedinih zemalja i EU. S obzirom na to da veliki broj zemalja računa na navedene izvore sredstva, kao i na ograničenost tih sredstava, ocenjuje se da je neophodna znatno veća agilnost Vlade Srbije nego što je to bilo slučaj u nekoliko prethodnih meseci.

Eventualno povećanje fiskalnog deficit-a bez obezbeđenja dodatnih sredstava za njegovo finasiranje – dovelo bi do rasta docnji u izmirenju obaveza države. Rast docnji u izmirenju obaveza države delovao bi nepovoljno kako sa stanovišta antirecesione politike, tako i sa stanovišta finansijske discipline. Neredovno izmirenje državnih obaveza uticalo bi na smanjenje likvidnosti i domaće tražnje, što bi se odrazilo na smanjenje privredne aktivnosti. Osim toga, kašnjenje države u izmirenju obaveza dodatno bi pogoršalo ionako smanjeni nivo finansijske discipline usled recesije, uključujući i smanjenu disciplinu u izmirenju poreskih obaveza.

Osim povećanja deficit-a verovatno će biti neophodno i smanjenje rashoda. Na osnovu novijih makroekonomskih i fiskalnih podataka procenjuje se da će pad javnih prihoda u 2009. biti toliki da fiskalno prilagođavanje kroz povećanje fiskalnog deficit-a za 1 procentni poen BDP-a neće biti dovoljno, nego da će biti neophodno dodatno fiskalno prilagođavanje kroz smanjenje javne potrošnje, a možda i kroz povećanje poreskog opterećenja. Zbog velike neizvesnosti u kretanju privredne aktivnosti i domaće tražnje, procenjeni obim dodatnog fiskalnog prilagođavanja (u odnosu na povećanje fiskalnog deficit-a) za sada se kreće u relativno širokom intervalu od 0,5–1,5 procenatnih poena BDP-a. Preciznija procena biće moguća tek kada budu dostupni podaci za prvi kvartal 2009. godine.

S obzirom na to da postojeći budžeti Republike Srbije i drugih nivoa države za 2009. godinu u sebi uključuju snažnu realnu, u nekim slučajevima i nominalnu redukciju javnih rashoda, prostor za dodatnu redukciju je vrlo ograničen. Pri razmatranju mogućnosti dodatne redukcije neophodno je uvažavati kako makroekonomске tako i socijalne implikacije predloženih mera. Da bi se predupredile potencijalne socijalne tenzije usled redukcije javne potrošnje, neophodno je temeljno upoznavanje javnosti sa težinom situacije, ali i sa merama koje se preduzimaju u drugim zamljama. Takođe, u okviru rebalansa budžeta neophodno je obezbediti dodatna sredstva za slojeve stanovništva koji su najviše ugroženi ekonomskom krizom (nezaposleni, starije osobe bez penzija i dr.).

Ocenjuje se da je pri rebalansu budžeta neophodno zadržati politiku koja je prostojava i pri usvajanju budžeta, a prema kojoj su redukcije javne potrošnje najvećim delom realizovane kroz smanjenje tekuće potrošnje. Redukcija javnih investicija u aktuelnim okolnostima je opravdana samo u slučaju ukoliko njihova realizacija nije moguća usled organizacionih i tehničkih teškoća. Na sličan način bilo bi pogodno da se sredstva namenjena ulaganju u zajednički projekat sa FIAT-om preusmere na druge namene (npr. za dodatni socijalni program ili dodatne podsticaje privredi), pod uslovom da se time ne ugrožava realizacija celog projekta.

Kada je u pitanju redukcija tekuće javne potrošnje ocenjuje se da nestandardna situacija zahteva i primenu nestandardnih mera¹⁰ kao što su:

- određivanje maksimalnog nivoa penzije do kraja 2009. godine na nivou prosečne zarade u Republici ili na nivou od npr. 30% iznad prosečne zarade,
- primena dogovorenog povećanja plata zaposlenih u javnom sektoru samo za zaposlene čije plate su ispod proseka Republike, dok bi za ostale zaposlene plate bile zamrznute do kraja godine.

Osim toga neophodno je pojačati mere interne kontrole kako bi se smanjilo nepotrebno rasipanje sredstava.

Konačno, kao jedna od mogućnosti pri rebalansu budžeta jeste i povećanje poreskih stopa. Okolnosti za primenu takve mere su nepovoljne¹¹, ali se ni ona ne može odbaciti ukoliko se državni bilansi ne uravnoteže kroz povećanje deficit-a i smanjenje javne potrošnje. Ukoliko povećanje poreza bude neophodno, onda je najpogodnije

¹⁰ Ukoliko se primeni neka od navedenih mera, neophodno je da se to uradi na pravno valjan način, kako se sadašnje uštede ne bi u budućnosti pretvorile u javni dug, zbog osporavanja zakonitosti mera.

¹¹ U ekonomskoj teoriji se često preporučuje smanjenje poreza u periodu recesije, da bi se povećali privatni dohoci i podstakla privatna tražnja. Međutim, ovaj predlog je neadekvatan kada se privatni sektor usled visokog rizika uzdržava od potrošnje – u takvim okolnostima rast privatne potrošnje uled smanjenja poreza je relativno skroman.

da se poveća opšta stopa PDV. Povećanjem stope PDV je sa stanovišta funkcionisanja privrede povoljnije od povećanja poreske stope na faktore proizvodnje (porez na zarade, porez na dobit). Štaviše, ukoliko bi se stopa PDV povećala za dva procenata poena to bi verovatno stvorilo prostor za povećanje neoporezivog dela zarada na npr. 8.000 dinara. Povećanje neoporezivog dela zarade bi stvorilo prostor za smanjenje troškova rada i/ili za povećanje neto zarada, što je naročito značajno za slabije plaćene radnike koji su koncentrisani u radno intenzivnim delatnostima, kao što je tekstilna industrija. Međutim, povećanje stope PDV bi uticalo na jednokratan skok cena usled čega bi bilo neophodno povećanje zvaničnih projekcija stope inflacije.

Osvrt 2. Dometi i ograničenja antirecesionih mera Vlade Republike Srbije

Milojko Arsić *

Tokom januara i početkom februara 2009. godine u Srbiji su usvojena tri paketa mera ekonomске politike. Prvi paket sastoji se od niza zakona kojima se smanjuju rizici i troškovi poslovanja u finansijskom sektoru. Najvažnije mere u okviru tog paketa jesu:

- povećanje iznosa osiguranih depozita građana u bankama sa 3.000 na 50.000 evra,
- suspenzija primene poreza na prihode od kamata i poreza na kapitalnu dobit u trgovini hartijama od vrednosti u toku 2009. godine.

Krajem januara Vlada je usvojila drugi paket mera ekonomске politike čiji je neposredni cilj podsticanje kreditne aktivnosti banaka, a finalni cilj ublažavanje recesionalih tendencija u privredi Srbije, preko podsticanja domaće tražnje. U okviru tog paketa najvažnije mere jesu:

- subvenicionisanje kamata za kredite komercijalnih banaka preduzećima (iznos kredita 40 milijardi dinara, kamatna stopa 5,5%, rok otplate do godinu dana),
- subvencionisanje kamata za potrošačke kredite komercijalnih banaka građanima odobrenih za kupovinu domaćih proizvoda (iznos kredita 20 milijardi dinara, kamatna stopa 4,5–6%, rok otplate zavisi od vrednosti proizvoda – maksimum sedam godina),
- participacija Fonda za razvoj u investicionim kreditima

*Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i FREN.

Zahvaljujem se profesoru Pavlu Petroviću na korisnim sugestijama i primedbama na radnu verziju teksta.

i odobravanje državne garancije na $\frac{3}{4}$ udela banaka u odobrenim kreditima (iznos kredita 17 milijardi dinara, učešće Fonda za razvoj pet milijardi dinara, učešće banaka 12 milijardi dinara, državne garancije pokrivaju devet milijardi dinara bankarskih kredita, rok 3–5 godina, kamatna stopa oko 6%).

Osim toga, kao sastavni deo paketa predstavljeni su i krediti iz inostranstva (EIB, KFW, EBRD i Vlade Italije) u iznosu od oko 480 miliona evra (oko 45 milijardi dinara) namenjeni kreditiranju malih i srednjih preduzeća. Krediti se odobravaju preko domaćih banaka pod uslovima koji su povoljniji od tržišnih. Takođe, Vlada je od ranije prisutne podsticajne mera (subvenicionisanje stanogradnje, kreditiranje izvoza, podsticanje SDI i dr.) redefinisala stavljajući ih u funkciju antirecesione politike i održanja zaposlenosti.

Vlada je početkom februara uvojila i Akcioni plan izgradnje putnog i železničkog Koridora 10 za 2009. godinu, da bi u okviru antirecesione politike generisala pozitivan impuls na privrednu aktivnost kroz povećanje javnih investicija. Ovaj paket mera, osim antirecesione funkcije, ima i dugoročni cilj, a to je izgradnja moderne saobraćajne infrastrukture kao neophodnog preuslova za ukidanje razvoj privrede.

Obim planiranih radova na autoputu na Koridoru 10 u 2009. godini kreće se u širokom rasponu od 40 do 112 km autoputa, u zavisnosti od dinamike izrade projektne dokumentacije, eksproprijacije zemljišta i obezbeđenja finansijskih sredstava. Usled toga vrednost radova na izgradnji autoputa kreće se u intervalu od oko 120 miliona evra u najužoj varijanti (izgradnja 40 km autoputa i dela obilaznice oko Beograda) do čak 550 miliona evra u najambicioznijoj varijanti. Vrednost planiranih radova na železničkom Koridoru 10 (izgradnja pruga i železničke stanice Prokop, izrada projektne dokumentacije) u

2009. godini iznosi oko 190 miliona evra, od čega su do sada obezbeđena sredstva u iznosu od oko 80 miliona evra (krediti EIB). Rekapitulirajući prethodno sledi da se vrednost radova u putnoj i železničkoj infrastrukturi na Koridoru 10 kreće od minimalnih 200 miliona evra (0,6% BDP-a) do preko 700 miliona evra (2,1 % BDP-a).

Osim tri navedena paketa mera koje je usvojila ili republička Vlada ili Skupština, početkom februara ministar za ekonomiju i regionalni razvoj predložio je realizaciju državnih investicija u industrijske kapacitete (Toponica bakra u Boru, Metalurško sirčetni kombinat u Kikindi, Azotara u Pančevu i dr.). Program uglavnom obuhvata velika industrijska preduzeća, koja su značajni izvoznici, a koja u prethodnom periodu nisu uspela biti privatizovana ili je njihova privatizacija propala. Navedeni program je dobio snažnu podršku iz gradova u kojima bi se realizovale nevedene investicije, ali su se istovremeno pojavili i brojni dodatni zahtevi za proširenjem programa i na ostala velika društvena preduzeća koja do sada nisu privatizovana ili čija privatizacija nije uspela. Stručna javnost je uglavnom negativno reagovala na navedene predloge.

Procena makroekonomskih dometa mera Vlade

Republike Srbije

Usvojeni paketi mera Vlade Republike Srbije, kao i inicijativa ministra finansija, mogu se procenjivati sa stanovišta njihovih makroekonomskih implikacija, kao i sa stanovišta njihove tržišne orientacije.

Prvi paket mera Vlade uglavnom je nesporan, ali je njegov domet ograničen. Najava ovog paketa zaustavila je povlačenje depozita iz banaka, ali ranije povučen značajan iznos depozita za sada nije vraćen u banke. Umeren rast devizne štednje tokom 2009. godine može se očekivati samo ukoliko se obnovi poverenje u ekonomsku politiku Vlade i NBS. Eventualni nagoveštaj ozbiljnijih poremećaja na deviznom tržištu mogao bi da dovede do panike i masovnog povlačenja devizne štednje građana iz banaka – uprkos državnim garancijama.

Drugi paket mera Vlade Republike Srbije fokusiran je da ublaži i delimično kompenzuje pad kreditne aktivnosti domaćih banaka, kao i drastično smanjenje priliva kapitala iz inostranstva (kredita i SDI). U tom smislu, ocenjuje se da one deluju na ublažavanje ključnog kanala kroz koji svetska ekomska kriza utiče na pad nivoa privredne aktivnosti i rast nezaposlenosti u Srbiji. Deo mera (subvenicionisani potrošački krediti) usmeren je na povećanje domaće tražnje za domaćim proizvodima što deluje podsticajno na domaću privrodu, a istovremeno doprinosi ublažavanju visoke spoljnotrgovinske neravnoteže.

Ukupna vrednost podsticajnih domaćih i stranih kredita iznosi oko 122 milijardi dinara (oko 1,3 milijardi evra), što je oko 4% očekivnog BDP-a Srbije u 2009. godini. Domaći krediti predviđeni u Vladinom paketu mera iznose 77 milijardi dinara ($77=40+20+17$) što bi generisalo rast domaćih kredita za oko 11% u odnosu na stanje krajem 2008. godine. Strani krediti u navedenom paketu mera iznose nešto ispod 500 miliona evra.

Makroekonomski značaj podsticajnih kredita može se oceniti njihovim poređenjem sa rastom domaćih kredita i prilivom stranog kapitala u prethodnim godinama. U periodu 2005–2007. godina Srbija je ostvarivala rast BDP-a od oko 6% uz:

- rast domaćih kredita po prosečnoj stopi od preko 30% godišnje,
- priliv stranih kredita u istom periodu iznosio je u proseku 3,4 milijardi evra godišnje,
- direktne strane investicije iznosile su u proseku 2,5 milijardi evra godišnje,
- ukupan priliv stranog kapitala (krediti + strane investicije) iznosio je u oko 6 milijardi evra godišnje, što je u proseku iznosilo oko 22% BDP-a.

Makroekonomski (u sadašnjim okolnostima antirecesiji) značaj investicija na Koridoru 10 ključno zavisi od toga koliki obim investicija će biti realizovan i kada će se to dogoditi. Na osnovu vremena neophodnog za izradu projektne dokumentacije, vremena i sredstava potrebnih za eksproprijaciju zemljišta, vremena neophodnog za realizaciju tendera, mogućnosti obezbeđenja dodatnih sredstava, stanja građevinske operative i dr. procenjuje se da će u najboljem slučaju vrednost izvedenih radova u 2009. godini biti u intervalu od 200-300 miliona evra, što iznosi 0,6 do 0,9% očekivanog BDP-a.

Prilikom procenjivanja makroekonomskih efekta mera sadržanih u drugom i trećem paketu neophodno je uzeti u obzir i mogućnost da stepen njihove realizacije u 2009. godini bude znatno niži nego što je sadržano u planovima Vlade. U slučaju podsticajnih kredita Vlada se javlja samo u ulozi katalizatora u transakcijama između: uglavnom privatnih banaka i uglavnom privatnih preduzeća. Odluka o tome da li će i koliko kredita planiranih u okviru drugog paketa mera biti odobreno zavisi prvenstveno od banaka, odnosno od njihovog kreditnog potencijala, poslovnih prilika, percepcije rizika i dr. Prema tome, nije isključena mogućnost da stvarni iznos odobrenih kredita bude znatno niži nego što je to planirano. Stoga se sugerise da Vlada na mesečnom nivou prati odobravanje podsticajnih kredita, kao i da u slučaju znatno sporijeg odobravanje kredita, preuzme dodatne ili alterantivne podsticajne mere.

U slučaju realizacije investicionih projekata u infrastrukturi postoji mogućnost da ukupna realizacija u 2009. godini bude na donjoj granici procenjenog intervala (oko 200 miliona evra), a da uz to najveći deo investicija bude realizovan u drugoj polovini godine. Glavni razlozi za sporiju realizaciju investicionih programa vezani su za eksproprijaciju zemljišta (kašnjenje u donošenju novog zakona o eksproprijaciji, nedostatku sredstva za eksproprijaciju, eventualni sporovi sa vlasnicima zemlje i dr.), nedostatku projektne dokumentacije, kao i vremenu neophodnom za izbor izvođača radova.

U slučaju da mere iz drugog i trećeg paketa budu realizovane u znatno manjem iznosu nego što je to Vlade planirala, njihov pozitivan antirecesioni uticaj biće srazmerno manji nego što je procenjeno. S obzirom na to da je brzina reagovanja države ključna za uspeh antirecesionih mera, u slučaju znatno sporije realizacije infrastrukturnih projekata, neophodno je preduzimanje alternativnih mera koje u kratkom roku povećavaju domaću tražnju. Među takvim merama su jednokratni transferi siromašnim slojevima stanovništa koji imaju visoku sklonost potrošnji (npr. transferi: korisnicima socijalne pomoći, nezaposlenima, licima starijim od 65 godina koja nemaju penzije i dr.). Pri tome je od suštinske važnosti za dugoročnu održivost sistema socijalne zaštite da se odobri jednokratna pomoć, a ne da se trajno povećaju prava u oblasti socijalne zaštite.

Makroekonomski značaj eventualne realizacije državnih investicija u industriju nije moguće preciznije proceniti zbog toga što nije ni orijentaciono poznato koliko bi ukupno navedene mere koštale. Ipak, procenjuje se da bi one imale najverovatnije pozitivan kratkoročni i srednjoročni uticaj na zaposlenost i izvoz. Međutim, njihov dugoročni uticaj na privredu će verovatno biti negativan, jer će održavanje neefikasne proizvodnje zahtevati stalne državne subvencije u navedena preduzeća.

Iz prethodnog sledi da su podsticajne mere u Vladinom paketu makroekonomski relevantne, ali da nije izvesno da su dovoljne da značajnije kompenzuju očekivani pad priliva stranog kapitala i smanjenje odobravanja domaćih nesubvencionisanih kredita banaka. Ukoliko neto priliv stranog kapitala, uključujući i zaduživanje države u inostranstvu, u 2009. godini bude nizak (npr. 2 miljardi evra ili manje), to će izazvati dramatične probleme u platnom bilansu i na deviznom tržištu (smanjenje deviznih rezervi, deprecijacija dinara). Eventulna značajnija deprecijacija dinara tokom 2009. godine otežala bi servisiranje stranih kredita, ali i domaćih kredita koji su uglavnom (oko 70%) nominirani u evrima. Takav razvoj događaja povratno bi uticao na odliv kapitala iz Srbije, ubrzanje inflacije, krizu u bankarskom sektoru, pad privredne aktivnosti i dr.

Stoga se ocenjuje da je neophodno da se postojeći program Vlade proširi tako da obezbedi dodatni priliv deviza iz inostranstva kroz zaduživanje države (krediti za izgradnju infrastrukture, makrofinansijska podrška budžetu Srbije od strane EU i dr.), i privuče strane direktnе investicije. Krediti koje bi država povukla od MMF-a imali bi višestruke pozitivne posledice: obezbedilo bi se finansiranje budžetskog deficit-a, privreda bi kroz javne investicije dobila pozitivan impuls, a povećanje ponude deviza bi uticalo na stabilizaciju deviznog tržišta. Ocenjuje se zato da je neophodno obezbediti dodatna sredstva od MMF-a da bi se sprečili mogući problemi u platnom bilansu.

Ocenjuje se da je neophodno temeljno preispitati ekonomske politike Vlade, što bi uključivalo mogući rebalans budžeta po isteku prvog kvartala (v. Poglavlje 6. „Fiskalni tokovi i politika“ odeljak o rebalansu budžeta), ali i definitivno (umesto privremenog) odustajanje od realizacije nekih predizbornih obećanja (rast penzija od 70% prosečna zarada, rast zarada za oko 20% usled primene Opštег kolektivnog ugovora i dr.).

Antirecesiona ekonomska politika i privredne reforme

Antirecesiona politika Vlade ne bi smela da u drugi plan potisne nastavak i ubrzanje privrednih reformi, a naročito ne bi smela da sadrži antirefomske mere. Stoga je neophodno uporedo s realizacijom antirecesione politike ubrzati donošenje reformskih zakona i unaprediti primenu kako ranije usvojenih tako i budućih zakona. Dugotrajne pauze u radu Narodne skupštine tokom prethodne tri godine značajno su usporile donošenje reformskih zakona – neki od takvih zakona čekaju jednu do dve godine da dodu na red za raspravu i usvajanje. Među njima su posebno važni zakoni kojima se uspostavlja konkurenčni ambijent (suštinske izmene Zakona o zaštiti konkurenkcije, Zakon o državnoj pomoći), regulišu svojinski odnosi (Zakon o javnoj svojini), unapređuje funkcionisanje finansijskog sistema (novi Zakon o hartijama od vrednosti, Zakon o NBS i dr.), unapređuje sistem javnih finansija (novi zakoni o budžetskom sistemu i javnom dugu) i dr.

Osim toga, odsustvo napretka u funkcionisanju državnih institucija, uz povremena pogoršanja, uticalo je na to da se i do sada usvojeni reformski zakoni nedosledno primenjuju (Zakon o državnoj revizorskoj instituciji, odredbe Zakona o poreskom postupku i poreskoj administraciji koje se odnose na unakrsnu procenu poreske osnovice i dr.). Povećanje efikasnosti rada sudske organe od suštinske je važnosti za dosledniju primenu zakona kojima se reguliše ekonomski život. Sve rasprostanjeniji prodor nekompetentnih, ponekad

i korumpiranih, partijskih aktivista na važna mesta u državnim organima dodatno je usporio napredak u funkcionisanju državnih institucija. Ovo ukazuje na prilično neadekvatnu kadrovsku politiku u strankama, koja na važna mesta u državnim institucijama postavljaju nekompetentan kadaš, koji uz to ne vrednuju visoko javni interes, uključujući i interes građana za uspostavljanjem moderne tržišne privrede u Srbiji.

Imajući sve to u vidu, neophodno je da se uporedo sa realizacijom aktivne antirecesione politike ubrzaju privredne reforme, uključujući kako ubrzano usvajanje novih zakona tako i doslednju primenu usvojenih zakona. Ubrzanje reformi je u skladu s potrebom privrede Srbije, da i u toku svetske recesije, a naročito nakon njenog završetka, privuče značajan iznos kapitala sa svetskog tržišta.

Naravno, reforme koje vode izgradnji moderne tržišne ekonomije ne mogu biti zamena za primenu antirecesionih mera ekonomске politike. I u zemljama koje već decenijama imaju uzorne tržišne privrede vlade u periodu recesije primenjuju snažne mere državne intervencije radi ublažavanja recesionalih tendencija i podsticanja pozitivnog zaokreta u privredi. U Srbiji koja je na pola puta u izgradnji tržišne privrede neophodnost za preduzimanje snažnih antirecesionih mera je još veća. Odsustvo takvih mera moglo bi da rezultira u snažnom padu proizvodnje i zaposlenosti i rastu siromaštva, što bi moglo da pokrene socijalno nezadovoljstvo. Socijalno nezadovoljstvo bi moglo pre da se okrene protiv realizacije tržišnih reformi, nego protiv jačanja zahteva za njihovo ubrzanje. Stoga je važno da su paketi antirecesionih mera, kako predloženi tako i budući, konzistentni sa izgradnjom celovite tržišne privrede, ali i prihvaćeni od širokih slojeva stanovništva.

Konačna verzija Vladinih mera u drugom paketu znatno je više tržišno orijentisana u odnosu na mera koje su predstavnici Vlade najavljivali. Za najveći deo podsticajnih kredita država se opredelila za odobravanje subvencija za kamate, umesto ranije najavljinih garancija za odobravanje kredita, čime je otklonjena mogućnost pojave moralnog hazarda. Jedini izuzetak su investicioni krediti, kod kojih država bankama daje garanciju za tri četvrtine njihovog učešća u investicionim kreditima. U konačnoj verziji mera Vlada se opredelila da bankama prepusti izbor klijenata kod svih vrsta kredita, što je značajan napredak u odnosu na prethodno najavljanu značajnu ulogu države u alokaciji kredita. Jedina obaveza preduzeća korisnika subvencionisanih kredita jeste da u periodu njihovog korišćenja ne smanji broj zaposlenih.

Kompatibilnost investicionih projekata Vlade sa tržišnom privredom može se ocenjivati sa stanovišta delatnosti u

koje se ulaže, kao i sa stanovišta poštovanja konkurenčkih procedura pri realizaciji investicija. Generalno, može se oceniti da su investicionie aktivnosti Vlade u oblasti infrastrukture (uglavnom se radi o prirodnim monopolima) u potpunosti u skladu sa ulogom države u modernoj tražišnoj privredi. Suprotno, investicioni projekti Vlade u oblasti industrije, gde postoje uslovi za tržišnu utakmicu, u suprotnosti su sa praksom modernih tržišnih privreda tokom poslednjih nekoliko decenija. U vezi s tim, postavlja se i pitanje kako je državi isplativo da ulaže u projekte koji nisu isplativi za privatni sektor. S obzirom na to da je država načelno manje efikasna od privatnog sektora ovakva državna ulaganja se mogu opravdati samo ukoliko za državu rentabilnost projekta nije presudna nego je, na primer, presudno da su preduzeća veliki izvoznici ili da zapošljavaju veliki broj radnika – što je suprotno logici tržišnih privreda. Stoga se ocenjuje da ne postoje ekonomski opravdani razlozi da država samostalno realizuje krupne investicionie projekte u oblasti industrije.

Dodatni problem s realizacijom državnih investicija u industrijskim projektima jeste u tome što će najava i početak realizacije nekoliko projekata pokrenuti lavinu novih zahteva za proširenjem programa državnih investicija na ostala neprivatizovana velika društvena preduzeća. Odbijanjem takvih zahteva država se suočava s problemom arbitrarne diskriminacije preduzeća. Na drugoj strani, masovno prihvatanje takvih projekata nije izvodljivo, jer država nema sredstva za njihovu realizaciju, niti bi za ovakvu namenu mogla da dobije koncesione kredite. Međutim, čak i kada bi mogla da realizuje takve projekte to ne bi bilo poželjno, jer bi značilo obnavljanje neefikasne državne privrede. Ne može se prihvati ni argument o privremenom podržavljenju preduzeća, jer bi država teško izlazila iz nerentabilnih poslova, čak i kada bi to želela, jer niti bi mogla da pronađe novog privatnog vlasnika, niti bi nakon ulaganja velikih sredstava želela da ugasi projekte. Takođe, na osnovu dosadašnje prakse ocenjuje se da je malo verovatno da bi država kao vlasnik preduzeća preduzimala neophodne nepopularne mere u restrukturiranju preduzeća, kao što su otpuštanje viška radnika, pooštravanje radne discipline i dr.

Umesto državnih investicija u industriju, uslovima tržišne ekonomije primerenije je davanje određenih podsticaja, kako bi privatni sektor realizovao navedene investicije. Veliki izvozni značaj preduzeća ili veliki broj zaposlenih u njima mogli bi da budu opravdanje za vremenski i resursno ograničenu državnu intervenciju čiji bi cilj bio da navedena preduzeća preuzmu privatni vlasnici, koji bi potom realizovali neophodne investicije.

Mada su investicije države u izgradnju modernih saobraćajnica nesporno opravdane, neophodno je da

realizacija samih investicija bude efikasna, tj. da se projekti realizuju u najkraćim rokovima, po najnižoj ceni i uz zadovoljavajući kvalitet radova. Da bi se to postiglo neophodan (ali ne i dovoljan) uslov jeste striktno poštovanje konkurentskih procedura u izboru izvođača radova, kao i angažovanje odgovarajućih nezavisnih nadzornih organa koji bi kontrolisali izvođenje radova. Nameru da se ubrza izvođenje radova i na taj način nadoknadi vreme izgubljeno zbog kašnjenja u izradi projekata i eksproprijaciji zemljišta ne može biti razlog za izbegavanje konkurenčke procedura. Ukoliko se zaobiđu konkurenčke procedure i adekvatan nadzor izvođenja radova, onda je to skoro siguran put u skupe, spore i neefikasne projekte, uz visok rizik pojave korupcije.

Osvrt 3. Efekti mera Narodne banke Srbije na bankarski sistem

Redakcija *Kvartalnog Monitora*^{*}

Početkom oktobra, ubrzo nakon propasti *Lehman Brothers* banke, srpski bankarski sektor došao je pod snažan udar finansijske krize. Iznos povučene devizne štednje u talasu panike koji je zahvatio štedište i trajao od početka oktobra do sredine novembra, dostigao je 960 miliona evra. Osim toga, to što su domaće banke u stranom vlasništvu prevremeno vraćale kreditne linije matičnim bankama, dodatno je uticalo da se znatno smanji ponuda deviza u trgovini na međubankarskom tržištu deviza, i, posledično, na deprecijaciju dinara. Narodna banka Srbije je, da bi povećala ponudu deviza, preduzela sledeće mere:

- olakšala novo zaduživanje u inostranstvu, putem izmene regulative u vezi s obaveznom rezervom, i omogućila da novo zaduživanje ne bude opterećeno izdvajanjem obavezne rezerve;
- dva puta je povećala iznos devizne obavezne rezerve koji banke obračunavaju na deviznu osnovicu (ali drže u dinarima na žiro-računu) – najpre sa 10% na 20%, a zatim sa 20% na 40% izdvojenih sredstava;
- „zamrzla“ je apsolutni iznos izdvojene obavezne rezerve na nivou skraja septembra 2008, da bi sprečila prevremenu otpлатu kredita inostranim bankama. Na taj način, banke su destimulisane da prevremeno vraćaju kredite svojim matičnim bankama, jer im se izdvojena sredstva po osnovu obavezne rezerve ne vraćaju. Bitno je to da ova mera ne zabranjuje eksplicitno da banke vraćaju kredite svojim matičnim bankama, ali ih posredno od toga odvraća; mera je vremenski ograničena i trajaće do 17. juna, kada će biti ponovo razmotrena.

– smanjila maksimalni iznos otvorene devizne pozicije na 10% kapitala kako banke ne bi držale tzv. dugu deviznu poziciju u maksimalnom procentu od 20% kapitala (pozitivna razlika između devizne aktive i deviznih obaveza) i čime su u oktobru i novembru produbljivale nelikvidnost međubankarskog tržišta deviza.

Banke su – da bi popunile deo devizne rezerve koja se izdvaja u dinarima, kao i isplate prevremeno povučenih štednih uloga i prevremene otplate inostranih obaveza – smanjile stok repo plasmana za 151 milijardu dinara od kraja septembra do kraja decembra. Naknadno je ovaj stok blago povećan pošto su ispunjeni zahtevi u vezi sa deviznom obaveznom rezervom i nakon uvođenja mera koje su *de facto* sprečile prevremenu otplatu inoobaveza.

Sve ove mere, uz svakodnevne intervencije NBS na međubankarskom tržištu deviza (MTD) i povećanu referentnu kamatnu stopu od 17,75% na dvonedeljne repo operacije, ipak nisu uspele da zaustave deprecijaciju dinara. U kontekstu visokog deficitra tekućeg računa, iznenadni prekid *cross-border* kredita i dokapitalizacije banaka, izazvao je snažan poremećaj na strani ponude deviza, što je dovelo do jakog deprecijacijskog pritiska. U uslovima očekivane deprecijacije dinara i globalne nelikvidnosti na tržištima novca, visoka repo stopa nije mogla da privuče nove uloge iz inostranstva (tzv. *carry trade*, tj. zaduživanje stranih investitora u domicilnim valutama koje nose manje kamatne stope i plasiranje u nerizične repo plasmane NBS koje nose drastično veće kamatne stope), ili – da makar obezbedi zadržavanje postojećeg stoka repo plasmana zbog očekivanja i strahovanja da bi deprecijacija dinara mogla doneti veće gubitke od kamatnih prihoda iz tih plasmana.

Nastojeći da smanji visoke stope „evrizacije“ domaće privrede i popravi položaj dužnika sa valutno indeksiranim kreditima, NBS se sporazumela sa četiri

* Glavni autor ovog teksta je Srđan Kokotović.

Svetska finansijska kriza i Srbija

najveće banke da klijentima, počevši od 24. novembra, omoguće:

- prevremenu otplatu kredita bez naknade (osim u slučaju refinansiranja),
- produženje roka otplate kredita u korišćenju, do godinu dana, i po zahtevu klijenta,
- konverziju kredita indeksiranih u stranoj valuti u dinarske, po zahtevu klijenta,
- konverziju kredita indeksiranih u švajcarskim francima u kredite indeksirane u evrima, takođe po zahtevu klijenata.

Po svemu sudeći, ova mera nije dovela do znatnih promena, ali postoji mogućnost da klijenti s protokom vremena i plaćanjem naraslih obaveza po indeksiranim kreditima, naknadno uvide pogodnosti prelaska na dinarske kredite. Narodna banka je početkom februara izmenila i donela nekoliko odluka komplementarnih Vladinom paketu mera za ublažavanje negativnih efekata svetske ekonomske krize, čime je omogućila odobravanje jeftinih kredita za likvidnost i investicije privredi i potrošačkih kredita stanovništву. U okviru tih odluka date su i odredbe koje će posebno stimulisati potrošače da iskoriste mogućnosti za prevremenu otplatu i konverziju kredita u dinare.

Praktično zaustavljeni *cross-border* krediti, povlačenje štednje, ali i visoke kamatne stope na indeksirane kredite, koje su posledica visoke obavezne rezerve i rasta premija za rizik investiranja u Srbiju – uzrokovali su potpuno zamiranje kreditiranja u Srbiji u Q4. Kako smo i predviđali u prethodnom izdanju *QM-a*, u takvom okruženju, dodatno otežanom snažnom deprecijacijom dinara, najteže posledice pretrpeli su dužnici, proizvođači robe koja se prodaje na kredit.

(stanovi, automobili, tehnička roba), a posebno oni čiji su prihodi u dinarima. Nezvanične informacije ukazuju na to da su prvi na udaru maloprodajni trgovinski lanci i firme iz oblasti stanogradnje. Paralelno s tim, dolazi i do snažnog pada inostrane tražnje za izvoznim proizvodima, tako da ni izvoznici nisu u mnogo boljem položaju, osim što su zaštićeni od deviznog rizika.

Bankarski sektor zbog svega navedenog trpi jake pritiske, te dolazi do rasta nenaplativih kredita. Zahvaljujući veoma visokom kapitalu bankarskog sektora (oko 24% ukupne pasive bankarskog sektora), za sada nije dovedena u pitanje njegova solventnost, ali bi i to moglo da se desi ukoliko se dodatno pogorša poslovanje dužnika. Glavni činilac koji može da izazove to pogoršanje poslovanja privrede, pored pada prodaje – jeste dalja snažna deprecijacija dinara. S obzirom na to da je oko 70% svih kredita privredi i stanovništву iz lokalnih banaka i 100% *cross-border* kredita vezano za kurs dinara prema evru, i delimično prema švajcarskom franku, deprecijacija dinara od septembra do kraja januara dovela je do rasta obaveza po indeksiranim kreditima.

Ipak, veći teret deprecijacije dinara trpe preduzeća. U narednom primeru koji se bazira na realnoj praksi određivanja kamatne stope, razmatramo uticaj pada varijabilnog dela kamatne stope (u najvećem broju slučajeva tromesečni Euribor) i deprecijacije dinara u Q4, na tipičan stambeni kredit i investicioni kredit preduzeću.

Kao što se vidi iz ovog primera, preduzeća trpe znatno veće opterećenje, tj. povećanje mesečne rate u dinarima, što je posledica znatno kraćeg roka tipičnog investicionog kredita datog preduzeću u odnosu na stambeni kredit, ali i razlike nastale zbog metode otplate kredita.

Tabela 1. Procena uticaja pada referentnih kamatnih stopa i deprecijacije dinara na visinu mesečne rate po kreditima indeksiranim u evrima

Vrsta kredita	Stambeni kredit ¹⁾	Investicioni kredit preduzeću ¹⁾
Ročnost u godinama	20	5
Metod otplate kredita	jednaki anuitet	jednaka glavnica i kamata na ostatak duga
Iznos kredita, u evrima	100.000	1.000.000
Varijabilni deo kamatne stope, septembar 2008 (3M euribor)	5,0%	5,0%
Fiksni deo kamatne stope	2,0%	5,7%
Kamatna stopa p.a.	7,0%	10,7%
Rata u evrima	775,3	25.616,7
Kurs dinara prema evru	76,0	76,0
Rata u dinarima	58.922,7	1.946.866,7
Varijabilni deo kamatne stope, decembar 2008 (3M euribor)	3,0%	3,0%
Fiksni deo kamatne stope i efekat obavezne rezerve	2,0%	4,1%
Kamatna stopa p.a.	5,0%	7,1%
Rata u evrima	660,0	22.583,3
Kurs dinara prema evru	94,0	94,0
Rata u dinarima	62.035,8	2.122.833,3
Promena rate u dinarima	5,3%	9,0%

¹⁾ U oba primera razmatramo slučaj prve rate kredita, dok bi razmatranje kredita koji je već neko vreme uotplati moglo da izmeni ishod, ali bez promene zaključka.

Osvrt 4. Efekti svetske ekonomske krize na tržište rada Srbije

Mihail Arandarenko*

Globalni efekti

U januaru 2009. Međunarodna organizacija rada i Evropska komisija objavile su svoja zvanična predviđanja kretanja na svetskom tržištu rada, odnosno tržištu rada Evropske unije. Obe organizacije predviđaju veliko pogoršanje ključnih indikatora tržišta rada u narednih par godina.

U Evropskoj uniji finansijska kriza se na tržište rada prenela već 2008. godine. Ipak, procenjuje se da će u 2008. biti zabeležen rast zaposlenosti od 0,9%, što je za 0,8 procentnih poena manje od rasta u 2007. Za 2009., međutim, predviđa se pad zaposlenosti od čak 1,6%, što znači da će nestati oko 3,5 miliona radnih mesta. Ovaj pad će se nastaviti i u 2010. godini, ali se očekuje da će biti blaži, jer će iznositi 0,5%, odnosno više od milion radnih mesta. Kumulativno, u naredne dve godine zaposlenost u EU-27 će opasti za skoro pet miliona. Opšta stopa nezaposlenosti u EU će kao posledica pada zaposlenosti porasti za skoro četvrtinu i u 2010. će se sa sadašnjeg nivoa od 7,5% popeti na 9,5%, a u evrozoni na 10,2%. Poslednji put dvocifrena stopa nezaposlenosti u EU zabeležena je 1998. godine.

Tabela 1. Zemlje u kojima se predviđa da će pad zaposlenosti i rast stope nezaposlenosti biti najizraženiji

Zemlja	Broj zaposlenih, % promena u odnosu na prethodnu godinu		Stopa nezaposlenosti		
	2009	2010	2008	2009	2010
Španija	-3,9	-2	11,3	16,1	18,7
Irska	-4	-1,5	6,5	9,7	10,7
Letonija	-5,8	-2,8	6,5	10,4	11,4
Litvanija	-3,9	-1,6	5,4	8,8	10,2
Estonija	-4	-1,1	5,1	8,8	9,7

Procene Međunarodne organizacije rada za kretanja na tržištu rada u svetskim regionima date su u tri moguća scenarija (optimistički, srednji i pesimistički). Prema najboljem scenariju, koji je zasnovan na već napuštenim projekcijama MMF-a iz novembra 2008., nezaposlenost u svetu će u 2009. porasti za osam miliona, sa 190 na 198 miliona, a prema najpesimističkijem, za čak 40 miliona, na 230 miliona. U najlošijem scenariju, stopa svetske nezaposlenosti bi porasla sa sadašnjih 6,0% na 7,1% u 2009.

Najviše pogodjene bile bi najrazvijenije privrede i Evropska unija, gde bi stopa nezaposlenosti između

2007. i 2009. porasla za 2,2 procentna poena. Sledeće bi bile zemlje Istočne Azije, sa povećanjem u istom periodu od 1,9 procentnih poena, a zatim zemlje Jugoistočne Evrope i bivšeg SSSR-a izvan EU, gde bi porast stope nezaposlenosti iznosio 1,3 procentna poena, sa 8,5% u 2007. na 9,8% u 2009. godini.

Kretanja na tržištu rada Srbije

Kao što je već objašnjeno u odeljku o „Zaposlenost i zarade” u ovom broju *QM-a*, naizgled spektakularno poboljšanje osnovnih indikatora tržišta rada u 2008. godini duguje se pre svega metodološkom unapređenju Ankete o radnoj snazi, dok se stvarni trend može uopšteno oceniti kao blago pozitivan. Ekstenzivni karakter rasta zaposlenosti se jasno vidi iz sledeće Tabele:

Tabela 2. Struktura zaposlenosti odraslog stanovništva Srbije (15+) prema Anketi o radnoj snazi

	Oktobar 2007.	Oktobar 2008.	Razlika
Zaposleni radnici (za platu)	1.941.000	1.904.000	-37.000
Samozaposleni	535.000	661.000	126.000
Pomažući članovi domaćinstva	180.000	241.000	61.000
Ukupno	2.636.000	2.806.000	170.000

Tabela 2 pokazuje da se celokupan porast zaposlenosti u protekloj godini duguje kombinovanom rastu (uglavnom usled boljeg obuhvata) dva oblika zaposlenosti koje MOR označava kao „ranjivu” zaposlenost – samozaposlenosti i rada pomažućih članova domaćinstva. Učešće ova dva „inferiorna” oblika u ukupnoj zaposlenosti sada u Srbiji dostiže skoro trećinu, što je više nego dvostruko više od proseka Evropske unije. Nasuprot tome, najpoželjniji oblik zaposlenosti – za platu, čak je smanjen protekle godine u odnosu na 2007.

Ovaj negativni rezultat, imajući u vidu stagnaciju zaposlenosti u javnom sektoru, potvrđuje da je proces destrukcije radnih mesta kao posledica privatizacije i restrukturiranja i u 2008. odneo prevagu u odnosu na proces kreiranja kvalitetnih radnih mesta u privatnom sektoru. U uslovima nultog ili negativnog privrednog rasta, ne može se očekivati da će doći do bilo kakvog povećanja zaposlenosti u 2009. godini.

Najefikasniji način da se prate efekti svetske ekonomske krize na tržište rada upravo je kroz permanentno praćenje kategorije „zaposlenih radnika” iz ARS i kategorije „zaposlenih kod pravnih lica”, a u okviru nje posebno na zaposlene izvan javnog sektora, iz Ankete RAD-1. Navedene kategorije su jedine među kontingentima tržišta rada koje se kreću **prociklično**, dok se ostale kategorije zaposlenosti i neaktivnost kreću kontraciclično (rastu u kriznim vremenima), na taj način značajno deformišući očekivanu kontracicličnost kretanja nezaposlenosti. Jednostavnije rečeno, bolje

je meriti efekte krize praćenjem kretanja kategorija „zaposlenih radnika” (ARS) i „zaposlenih kod pravnih lica izvan javnog sektora” (RAD), nego praćenjem kretanja nezaposlenosti.

Suočavanje sa krizom na tržištu rada

Ekonomski kriza je razotkrila krhkost i dugoročnu neodrživost sadašnjeg privrednog ustrojstva Srbije. U 2009. ulazimo sa ogromnom partijskom državom, slabom privredom, lošom infrastrukturom, velikim neravnopravnostima i sa otrežnjujućim saznanjem da smo do sada živeli daleko iznad svojih mogućnosti.

Deo suočavanja sa stvarnošću je i saznanje da su već godinama jedini segmenti zaposlenosti koji beleže rast oni koji su najmanje produktivni – zaposlenost u javnoj i lokalnoj administraciji, neformalna zaposlenost, rad na crno, samozaposlenost, pomažući rad članova porodice, rad u poljoprivredi. Nasuprot tome, zaposlenost za platu u formalnom privatnom sektoru stalno opada. Ta radna mesta su najdragocenija, jer najjasnije odražavaju stanje zdravlja jedne privrede.

Prve reakcije na krizu su indikativne za sadašnju vladajuću ekonomsku ideologiju. Ukinuto je oporezivanje deviznih štednih uloga, a da bi se to nadoknadio odustalo se od ionako simboličnog povećanja neoporezivog dela zarade sa pet na osam hiljada dinara. Signal koji je poslat je porazan, makar na simboličkom nivou – kažnjava se ulaganje u rad i proizvodnju, i time finansira rentjerstvo.

Arsenal kratkoročnih mera za očuvanje zaposlenosti u kriznim vremenima je dobro poznat. Najopštije i najmanje selektivne mere su ekspanzivna monetarna i fiskalna politika. U Srbiji, nažalost, zato što je država trošila previše u dobrom vremenima, fiskalna politika sada mora da bude restriktivna. Nema dovoljno sopstvenih resursa za rast javnih investicija, jer su one istisnute javnom potrošnjom. Ostaje monetarna politika, gde još ima nešto prostora za promene: kamatne stope mogu još da se obore, a ograničenja kreditnoj ekspanziji bi trebalo dodatno olabaviti.

Specifične mere podrške preduzećima, kao što su kreditne subvencije firmama uslovljene njihovim odustajanjem od otpuštanja radnika ili kreiranjem novog zapošljavanja, uvek su mač sa dve oštice. Subvencije su skupe i stoga nužno selektivne, i dovode one koji ih koriste u povlašćen položaj u odnosu na one koji su isključeni ili imaju manje koristi od njih. Subvencije će sigurno pomoći preduzećima koja ih dobiju, ali je mnogo manje izvesno da će njihov ukupni efekat na rast i zaposlenost biti pozitivan.

Aktivne mere tržišta rada, kao što su obuke, savetnički rad sa nezaposlenima, podrška samozapošljavanju, javni radovi i slično, potpuno su marginalizovane. Na njih otpada tek jedan hiljaditi deo društvenog proizvoda, i budžet nije predvideo čak ni njihovo nominalno povećanje ove godine u odnosu na prošlu.

Još jedna avenija za suočavanje sa krizom na tržištu rada je socijalni pakt. Ukriznim vremenima, socijalni dogovor podrazumeva da se poslodavci obavezuju da očuvaju zaposlenost, a sindikati se zauzvrat odriču štrajkova i zahteva za povećanjem plata. Nažalost, bizarna istorija pregovora oko proširenog dejstva Opštег kolektivnog ugovora pokazuje da socijalni partneri, uključujući Vladu, uopšte nisu dorasli ozbiljnosti trenutka.

Prethodna analiza pokazuje koliko su zapravo ograničene mogućnosti kreatora ekonomске politike i socijalnih partnera da na kratak rok ublaže negativne efekte krize na tržište rada. Ako ima nečeg korisnog u toj nemoći, onda je to što se privredne vlasti moraju usmeriti na dugoročni strateški zaokret u odnosu prema realnom sektoru i zaposlenosti.

Taj zaokret treba da bude zasnovan na temeljnoj reformi celokupnog sistema poreza i doprinosa, kako bi se smanjili troškovi rada preduzećima i ona učinila konkurentnijim, podstakle strane investicije i formalizacija neformalne ekonomije, a rad učinio isplativim i nestala „radnička sirotinja”. Glavni elementi te reforme bi trebalo da budu povećanje neoporezivog dela zarade do nivoa bruto minimalne plate, uvođenje neoporezivog toplog obroka ne višeg od 10% prosečne plate, uvođenje sintetičkog progresivnog poreza na dohodak građana, i, najradikalnija od svih mera, ukidanje doprinosa za zdravstveno osiguranje i finansiranje opšte zdravstvene zaštite iz posrednih poreza.

U ovom trenutku, još nema nagoveštaja da bi se uskoro krenulo u tom pravcu. Za razliku od Mađarske, koja pod budnim okom Evropske unije i Međunarodnog monetarnog fonda upravo uvodi reformu kojom se za pet procenih poena smanjuje poresko opterećenje rada, što će biti kompenzirano rastom poreza na dodatu vrednost za dva procenata poena, u Srbiji su učestale najave o povećanju PDV-a, ali bez odgovarajućeg smanjenja poreskog opterećenja rada. Umesto „mekog spuštanja” tržišta rada, koje podrazumeva očuvanje zaposlenosti uz fleksibilnost nominalnih plata, zaštita zaposlenih sa niskim primanjima i smanjenje poreskog opterećenja rada, nastavlja se sa ustupcima moćnim interesnim grupama, posebno u zaštićenom javnom sektoru.

Sudbina ove strategije (ako je uopšte reč o strategiji) *status-a quo* ključno zavisi od dužine i dubine krize koja je pred nama. Rigidnost plata i preveliku zaposlenost u

* Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i FREN.

javnom sektoru i narašle obaveze prema penzionerima moguće je održavati još neko vreme, ali i to uz cenu rasta nezaposlenosti (preciznije, kao što smo gore objasnili, pada zaposlenosti u privatnom sektoru) i siromaštva među stanovništvom koje je isključeno iz primarnog tržišta rada.

Istina je da niko ne zna koliko globalna kriza može da traje i koliko će ona uticati na privredu i tržište rada Srbije. Međutim, ako svetska poslovna klima uskoro ne počne da se poboljšava, rizik „tvrdog spuštanja” tržišta rada u 2010. godini postaće realan. Traumatično prethodno iskustvo mnogih zemalja u tranziciji sugerije da to tvrdo spuštanje može da uzme tri oblika – prvi, masivno obezvredivanje realnih dohodaka, posebno fiksnih, kroz visoku inflaciju; drugi, masovno kašnjenje u isplati zarada; i treći, masovna otpuštanja. Kreatori ekonomске politike imaju veliku odgovornost da učine sve da nam se istorija ne ponovi.

POD LUPOM

Korporativno upravljanje u Srbiji: transparentnost i objavljivanje informacija?

Katarina Đulic*

U ovom radu prikazujemo i analiziramo glavne nalaze istraživanja koje je sprovela Međunarodna finansijska korporacija (IFC). Cilj istraživanja bio je da se ispita kako i koliko srpska akcionarska društva primenjuju OECD principe korporativnog upravljanja. Rezultati istraživanja su pokazali da je kvalitet korporativnog upravljanja u srpskim akcionarskim društvima na vrlo niskom nivou. Akcionarstvo u Srbiji je najčešće nastalo privatizacijom (a ne iz ekonomskih razloga). Vlasnička struktura akcionarskih društava je visoko koncentrisana. Većina srpskih akcionarskih društava kotirana na tržištu kapitala *de facto* tu ne prikuplja kapital. Zatim, istraživanje je pokazalo da su banke daleko naprednije u pogledu nivoa razvijenosti korporativnog upravljanja. Kad je reč o pojedinim aspektima korporativnog upravljanja, najveći problemi jesu: nerazumevanje funkcije pojedinih postupaka nadzora i kontrole, te sastav i funkcionalisanje upravnog odbora. Ipak, transparentnost poslovanja i objavljivanje informacija su najveći problem akcionarskih društava u Srbiji. Same firme smatraju da je glavni uzrok niskog kvaliteta korporativnog upravljanja neefikasna primena postojeće regulative privrednih društava i hartija od vrednosti koje (ne)primenjuju sudovi i drugi državni organi.

Uvod

Definicija: interni i eksterni aspekt korporativnog upravljanja. Ne postoji jedinstvena definicija korporativnog upravljanja koja se može primeniti na sve situacije i pravne sisteme¹. Ipak, većini definicija zajedničko je to da uzimaju u obzir i *interni* i *eksterni* aspekt korporativnog upravljanja. *Interni aspekt* je usmeren na samô privredno društvo (firmu); korporativno upravljanje se posmatra kao sistem odnosa definisan strukturama i procesima koji se obično fokusiraju na mehanizme za obezbeđenje efikasnog upravljanja firmom i izveštavanja investitora i javnosti. Interni aspekt korporativnog upravljanja je evoluirao oko *principal-agent* tenzije unutar firme. *Eksterni aspekt*, s druge strane, koncentriše se na odnose između društva i njegovih nosilaca interesa. Nosioци interesa su pojedinci ili institucije koje imaju interes u društvu: investitori, zaposleni, poverioci, dobavljači, potrošači, regulatorni i drugi državni organi, kao i lokalna zajednica u kojoj društvo posluje. Taj aspekt analizira i položaj firme na tržištu kapitala.

Pristup ovog rada analizi korporativnog upravljanja u Srbiji je unekoliko specifičan. Naime, korporativno upravljanje se analizira sa stanovišta *kvaliteta zaštite* koju sistem korporativnog upravljanja pruža eksternim investitorima². Osnovni ciljevi dobrog sistema korporativnog upravljanja jesu da obezbedi priliv svežeg, eksternog, kapitala, efikasno poslovanje firme i, posledično, maksimizaciju prihoda na uložena sredstva. Sva tri cilja biće ostvarena ukoliko se na pravi način definiše položaj investitora – vlasnika kapitala koji se želi privući i čiji se prihod na uloženi kapital želi maksimizirati efikasnim poslovanjem. Definisanje položaja investitora podrazumeva pak pravilno definisanje prava i obaveza investitora unutar firme i na tržištu kapitala. Unutar firme, dizajniranjem sistema korporativnog

* Associate Operations Officer, IFC Advisory Services (PSD), Southern Europe.

1 Različite definicije koje danas postoje u velikoj meri zavise od institucije, autora, zemlje, pravne tradicije. Recimo, Međunarodna finansijska korporacija (IFC) definiše korporativno upravljanje kao „strukture i procese za vođenje i kontrolu privrednih društava“. Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD), koja je 1999. objavila svoje Principi korporativnog upravljanja detaljnije definiše korporativno upravljanje kao „interna sredstva pomoću kojih se vode i kontrolisu akcionarska društva [...], a koja obuhvataju grupu odnosa između menadžmenta društva, njegovog upravnog odbora, njegovih akcionara i drugih nosilaca interesa. Korporativno upravljanje obezbeđuje i strukturu kroz koju se postavljaju ciljevi društva i utvrđuju sredstva za dostizanje tih ciljeva i praćenje učinka. Dobro korporativno upravljanje treba da pruži adekvatnu stimulaciju izvršnih rukovodilaca i članova upravnih odbora u društvu, da sude ciljeve koji su u interesu društva i akcionara, kao i da omogući efikasan nadzor podstičući time društva da efikasnije koriste resurse“ („Principi korporativnog upravljanja OECDa“, www.oecd.org).

2 Eksterni investitori stoje nasuprot investitorima insajderima u koje bi spadali radnici akcionari, menadžeri akcionari i kontrolni akcionar.

upravljanja definiše se, pre svega, uloga menadžera (agenta kome investitor daje svoj kapital na upravljanje), te odnosi između menadžera i investitora (*interni aspekt korporativnog upravljanja*). Na tržištu kapitala, najvažnije je definisanje odnosa emitenta i eksternog investitora (*eksterni aspekt korporativnog upravljanja*). **Ovaj rad se usredsređuje na determinante faktičkog funkcionisanja najznačajnijih mehanizama interne zaštite eksternih investitora u otvorenim akcionarskim društvima u Srbiji, kao i na izveštavanje investicione javnosti na tržištu kapitala.**

Zaštita investitora ima svoj pravni i faktički aspekt. Pravna zaštita investitora podrazumeva definisanje položaja investitora u zakonskim propisima i pratećoj regulativi. U tom smislu, najvažniji su zakoni koji regulišu kompanijsko pravo (položaj investitora u firmi – *interni aspekt zaštite*) i zakoni koji regulišu tržište hartija od vrednosti (položaj investitora na tržištu kapitala – *eksterni aspekt zaštite*). Ukoliko, međutim, povređeno pravo investitor ne može da zaštitи pred organima prinude (sudovi, komisija za hartije od vrednosti) onda on ne uživa efektivnu, faktičku zaštitu čak iako ga „pravo na papiru” štiti³. **Ovaj rad nastoji da oceni faktički kvalitet zaštite investitora i korporativnog upravljanja u Srbiji.** Kao proksi za kvalitetno korporativno upravljanje uzeti su OECD principi korporativnog upravljanja, a istraživanjem je ispitana faktička implementacija tih principa u praksi srpskih preduzeća.

Poslednja napomena tiče se **konzentracije vlasničke strukture**. Kao indikator faktičkog kvaliteta zaštite i „kontrolna varijabla” za proveru zaključaka u radu se koristi koncentracija vlasničke strukture akcionarskih društava. Polazi se od prepostavke da je koncentrisana vlasnička struktura suprotna prirodi otvorenog akcionarskog društva koje raste na eksternom kapitalu mnogih investitora. Teorija i empirijske studije su potvrđile da vlasnik koji ne može legalnim putem da se zaštitи od insajdera (pre svih menadžera, ali i velikih akcionara) – po pravilu pristaje isključivo na položaj većinskog, tj. kontrolnog akcionara jer je takav akcionar faktički zaštićen svojom veličinom i ne treba pravnu zaštitu⁴. Stoga je koncentrisana vlasnička struktura s pravom označena kao primarni supstitut za slabu pravnu zaštitu investitora. Koncentrisana vlasnička struktura na makro planu vodi nerazvijenom i nelikvidnom tržištu kapitala jer niko ne želi da se nađe u ulozi eksternog, manjinskog vlasnika, te u momentu kada se u firmi konsoliduje kontrolni paket ona se faktički zatvara, iako formalnopravno nastavlja da postoji kao otvoreno akcionarsko društvo.

Ovaj rad najpre analizira opštu sliku internog aspekta korporativnog upravljanja u srpskim firmama, a potom se usredsređuje na ono što je identifikovano kao najveći problem – netransparentno poslovanje i nizak kvalitet izveštavanja investicione javnosti koji su pak ključni elementi eksternog aspekta korporativnog upravljanja.

1. Metodologija za ocenu primene principa korporativnog upravljanja u akcionarskim društvima u Srbiji

Referentni okvir. Prvi korak u razvijanju metodologije za ocenu sistema korporativnog upravljanja neke zemlje jeste definisanje referentnog okvira, tj. identifikacija standarda za upoređivanje. Svetska banka je u svojim inicijativama koje se tiču ove oblasti koristila OECD principe kao standard od koga se polazi. Ovaj izbor je donekle bio logičan jer se oko ovih principa složilo 29 zemalja sa različitim pravnim, ekonomskim i kulturnim tradicijama, i to nakon opsežnih konsultacija sa Svetskom bankom, Međunarodnim monetarnim fondom, Bankom za međunarodna poravnjanja, predstavnicima kompanija iz Japana, Nemačke, Francuske, Velike Britanije i SAD, kao i sa međunarodnim investitorima, sindikatima i drugim zainteresovanim stranama. U konsultacije su bile uključene i vlade nekih zemalja koje su poznate kao tzv. tržišta u nastanku (*emerging markets*). Najvažnije je da su standardi podjednako prihvatljeni i zemljama sa civilnim, i zemljama sa precedentnim pravom, zemljama sa različitim stepenima vlasničke koncentracije na tržištima kapitala i sa različitim pristupom biranju uprave kompanije.

OECD principi korporativnog upravljanja počivaju na četiri osnovna koncepta:(a) odgovornosti (u upravljanju), (b) odgovornosti principalu, (c) pravičnosti i (d) transparentnosti. Sva četiri principa mogu biti ispoštovana veoma različitim skupom pozitivnih pravnih normi. Principi se, pre svega, odnose na firme koje su listirane na berzi. Podeljeni su u pet kategorija: (1) prava akcionara, (2) ravnopravan/jednak tretman akcionara, (3) uloga zainteresovanih strana u korporativnom upravljanju, (4) javnost i transparentnost poslovanja i (5) odgovornost uprave⁵. Iako principi

3 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., „Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics* 58, 2000., 3–27.

4 La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, „Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, April 1999, vol. LIV, No. 2, 471–517.

5 IOSCO principi su fokusirani na regulatore finansijskih tržišta, primenu pravila, saradnju u regulativi, investicione fondove, tržišne posrednike, sekundarno tržište hartija od vrednosti, izdavaoce itd. U tom smislu, OECD principi se mogu posmatrati kao komplementarni IOSCO principima pre svega u oblasti javnosti i transparentnosti poslovanja.

nisu obavezujući, predstavljaju odličan analitički i referentni okvir. Takođe: formulišu analizu na međunarodno prepoznatljiv način. Naime, Regionalni okrugli stolovi o korporativnom upravljanju koji su bili zajednička inicijativa Svetske banke i OECD-a, kao osnovu, tj. strukturu za dijalog, koristili su upravo ove principe.

Već je navedeno da se rad usredsređuje na interne mehanizme zaštite investitora, jer se OECD principi uglavnom odnose na te mehanizme. Ti interni mehanizmi su u Srbiji definisani pre svega kompanijskim pravom, odnosno Zakonom o privrednim društvima⁶ (ZPD). Empirijsko istraživanje čiji su nalazi prikazani u ovom radu nastojalo je da utvrdi samo kako firme u Srbiji primenjuju OECD principe korporativnog upravljanja. Pošto su ti principi kod nas kodifikovani Zakonom o privrednim društvima, prvo je urađena pravna analiza ZPD-a⁷. Klasična pretpostavka je da loša struktura upravljanja u srpskim korporacijama ima koren u slabosti zakonskih rešenja. Ta pretpostavka po pravilu vodi novim predlozima za amandmane na postojeću regulativu ili čak donošenju novih zakona (na primer „paket“ finansijskih zakona donet juna 2006. godine). Pravna analiza koja je izvedena u prvom koraku (a čiji prikaz prevazilazi ovaj rad) pokazala je, međutim, da je nivo zaštite koji pruža ZPD vrlo visok i relativno viši od nivoa zaštite u mnogim razvijenijim zemaljama, kao i da je sam ZPD gotovo u potpunosti u skladu sa OECD principima.

S druge strane, faktička ocena kvaliteta korporativnog upravljanja podrazumeva da se ne sme zastati na pravnoj analizi. Institucionalni aspekt je presudan za utvrđivanje faktičke zaštite koju investitor uživa i pokazao se kao bitniji u zemljama u tranziciji⁸. Naime, čak iako je skup prava datih investitoru zadovoljavajući (napredna zakonska rešenja usvojena reformom), on postaje besmislen: (1) ukoliko se zbog nerazumevanja i/ili nedostatka legitimitet ta pravila masovno krše i (2) ukoliko zbog loših institucija vlasnik akcije ne može da obezbedi njihovu prinudnu primenu (čest slučaj u zemljama u tranziciji). U tom smislu, legitimitet i sprovođenje, tj. primena prava, odnosno kvalitet institucija (i organizacija) koje (prinudno) primenjuju pravna pravila, određuje efektivnost zaštite investitora (faktički nivo zaštite) čak nezavisno od formalno definisanog skupa prava.

U radu su prikazani rezultati istraživanja, čija je svrha bila ispitivanje dobrovoljne primene principa korporativnog upravljanja u akcionarskim društvima u Srbiji. Istraživanje je sprovedeno od 4. do 31. maja 2006. godine i obuhvatilo je 130 akcionarskih društava različitih veličina u različitim sektorima i regionima Srbije. Ono je pokazalo da je kvalitet korporativnog upravljanja u srpskim firmama, uprkos modernoj regulativi, vrlo nizak. Izuzetak su banke. Pošto je istraživanje bilo veoma obimno, ovde će biti prikazani samo najbitniji nalazi svrstani u dve kategorije. Najpre će biti prikazane identifikovane opšte karakteristike srpskih akcionarskih društava koje određujuće utiču na kvalitet korporativnog upravljanja. Potom ćemo se usredsrediti na jedan od najvećih problema koje je istraživanje prepoznalo – netransparentno poslovanje i neadekvatno informisanje javnosti.

Posmatranu populaciju čine akcionarska društva u Srbiji (realni sektor i banke). Istraživanje je sprovedeno na uzorku formiranom na bazi godišnjih finansijskih izveštaja kompanija koje prikuplja Narodna banka Srbije. Uzorak je stratifikovan prema kriterijumima: *veličina firme* (broj zaposlenih), *industrija*, odnosno *osnovna delatnost* (sektor poslovanja firme), *region* u kome je sedište firme i *tip vlasništva*. Stratifikacijom se nastojalo obezbediti da uzorak u što većoj meri odgovara ukupnoj populaciji, tj. da ima sličnu distribuciju obeležja kao i populacija. Vodeći računa o tim kriterijumima napravljen je slučajni (u najvećoj mogućoj meri) i kvotni uzorak firmi. Za 2004. godinu, 68,871 kompanija je u celini podnela godišnje finansijske izveštaje. Od toga broja 2,617 su bila akcionarska društva. Uzorak je sužen na firme u određenim industrijama (proizvodnja, građevinarstvo, trgovina na veliko i malo, bankarstvo), tako da je skup (populacija) firmi iz kojeg je trebalo izvući uzorak dalje spao na 2,219. Reč je o firmama sa cele teritorije Srbije. Vodilo se računa i da su svi regioni u Srbiji zastupljeni u odgovarajućoj meri. Dve trećine firmi u uzroku su otvorena akcionarska društva a jednu trećinu čine zatvorena akcionarska društva. Struktura učesnika u istraživanju bila je zadovoljavajuća: 80% intervjuisanih bili su članovi nadzornog odbora, predsednik ili član upravnog odbora, generalni direktor ili njegov zamenik, finansijski direktor ili šef računovodstva, sekretar upravnog ili nadzornog odbora ili, u jednom slučaju, direktor Sektora za korporativno upravljanje. U potpunosti kompletirane upitnike je podnelo 118 preduzeća i 12 banaka. Postojala su dva upitnika – jedan za realni i jedan za bankarski sektor. Upitnici su gotovo identični, osim u formulaciji nekih pitanja kako bi se adekvatno zabeležile određene specifičnosti bankarskog poslovanja.

⁶ Službeni glasnik RS, br. 125/2004.

⁷ Analizu je uradila autorka ovog teksta u svojoj doktorskoj disertaciji "Korporativno upravljanje i koncentracija vlasništva u Srbiji".

⁸ Berglof, Erik and S. Claessens, „Enforcement and Corporate Governance”, 2004, World Bank Policy Research Working Paper 3409.

2. Rezultati istraživanja: opšte karakteristike akcionarskih društava

Od ispitanih kompanija, 90% njih posluje u sektoru opšte proizvodnje i usluga, dok banke čine oko 9% ukupnog uzorka. Velika akcionarska društva koja zaposljavaju 250 i više radnika čine 24,4% uzorka; mala akcionarska društva koja zaposljavaju 25 ili manje radnika čine 22,1% uzorka, a većinu uzorka čine firme koje zaposljavaju od 26 do 100 zaposlenih (36%). Najveći broj velikih firmi ima sedište u Beogradu – oko pola intervjuisanih kompanija. Većina tih firmi ima i više od 250 zaposlenih. Ovome je delimično doprinela činjenica da svaka intervjuisana banka zaposjava više od 250 ljudi i da gotovo svaka ima sedište u Beogradu.

Istraživanje je pokazalo da je blizu polovine kompanija (koje nisu banke) u uzorku „optiralo“ za pravni oblik akcionarskog društva po sili zakona (48%), a ne iz ekonomskih razloga. Samo jedna trećina firmi u uzorku navela je ekonomске razloge za svoj pravni oblik (privlačenje svežeg/eksternog kapitala). Samo 8% firmi u uzorku su od osnivanja bile akcionarska društva, a 56% firmi je taj pravni status steklo u procesu privatizacije. Ovi rezultati pokazuju da se akcionarstvo u Srbiji najčešće nametalo privatizacijom te zakonom i prinudom države, a da nije evoluiralo prirodno iz ekonomskih motiva tržišnih učesnika. To je stvorilo raskorak između institucionalno-pravnog uređenja firme i njene ekonomske realnosti. Ta činjenica je određujuće uticala i na razvijenost tržišta kapitala u Srbiji, na kvalitet zaštite akcionara i na nivo korporativnog upravljanja u srpskim preduzećima.

Vlasnička struktura. Na srpskom tržištu akcija postoji tendencija vlasničke koncentracije te je (posledično) vlasnička struktura srpskih firmi koncentrisana. Kada je reč o vlasničkoj strukturi uzorka, 38% firmi u uzorku ima do 10 akcionara (što je za akcionarska društva na tržištu sa razvijenim akcionarstvom vrlo malo), a 19% firmi ima preko 500 akcionara. Vlasnička struktura (pre svega u stranim) bankama je visoko koncentrisana: 42% banaka u uzorku ima tri ili manje akcionara, a još 8% ima do 10 akcionara. Bez obzira na broj akcionara, vlasnička struktura preduzeća je visoko polarizovana. U približno polovini akcionarskih društava realnog sektora i u dve trećine banaka, više od 2/3 akcija u vlasništvu drži jedan akcionar. Kod domaćih ili banaka sa državnim vlasništvom, vlasnička struktura je razuđenija. Međutim, sa visokim stepenom sigurnosti se može očekivati da će se vlasnička struktura i u ovim bankama skoncentrisati ako se banka privatizuje, odnosno proda stranom strateškom partneru. Vlasničkom strukturom firmi (u apsolutnom broju, ali i relativno kao manjinski akcionari) dominiraju zaposleni ili penzionisani zaposleni – ovo se naročito odnosi na firme osnovane pre 1999. godine (koje su prošle insajdersku privatizaciju) i na firme u Vojvodini. Sledi menadžment koji u vlasništvu ima oko 19% akcija, zatim država sa 16% i lokalne firme i fizička lica sa po 12%. Vlasništvo menadžera dominira u firmama u građevinarstvu, firmama u centralnoj Srbiji kao i onim firmama koje su postale akcionarska društva u periodu 2000–2005. godine. Vlasnička struktura banaka je značajno drugačija. U bankama ni radnici, ni penzioneri, ni menadžment nemaju značajnije pakete akcija već su akcionari najčešće strana pravna lica, strani institucionalni investitori i strane banke. Porodične veze dominiraju u sektoru građevinarstva, dok ih u bankarskom sektoru uopšte nema.

Kako je pomenuto, koncentracija vlasništva je usko povezana sa kvalitetom zaštite akcionara. Konceptualno, postoje bar dva presudna razloga zašto će loša zaštita voditi koncentrisanom vlasništvu⁹. Prvo, da bi vlasnik mogao da nadgleda menadžera i da spreči eksproprijaciju sopstvenih vlasničkih prava, on mora da ima u vlasništvu dovoljno kapitala da bi sebi obezbedio kritičnu masu kontrolnih prava. U tom smislu, koncentracija vlasništva je značajan mehanizam korporativnog upravljanja. Drugo, kada su loše zaštićeni, mali investitori će biti spremni da investiraju u firme samo uz veliki diskont. Tako će slaba tražnja i niske cene učiniti direktno finansiranje vlasničkim hartijama neutraktivnim za firme (preduzimače) i indirektno doprineti koncentraciji vlasništva.

Premda je nekad korisno imati velikog akcionara koji može da reši mnoge *principal-agent* probleme, u slučaju loše zaštite investitora, koncentrisano vlasništvo služi prevashodno kao supstitut pravnoj zaštiti jer samo veliki akcionar može da obezbedi sebi povrat na investiciju. U zemljama u kojima su formalne institucije koje garantuju (prinudnu) primenu prava slabe, neophodan je faktički kontrolni paket. Naime, vlasništvo od preko 51% lako je dokazati, a brojanje glasova postaje izlišno kada takav akcionar iskaže svoj stav. U toj činjenici leži ključ za objašnjenje veze koncentracije vlasništva i zaštite akcionara. Koncentrisano vlasništvo ima svoju cenu. Najočigledniji trošak velikog investitora je nemogućnost diversifikacije i nošenje preteranog rizika¹⁰. Sa stanovišta firme, veliki investitor odbija druge potencijalne investitore, te poskupljuje i ograničava eksterno finansiranje firme.

⁹ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Law and Finance", 1998, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, 1113–1155.

¹⁰ Demesetz, Harold, and Kenneth Lehn, 1985, „The structure of corporate ownership: Causes and consequences“, *Journal of Political Economy* 93, 1155–1177.

Tako pravni sistem, putem kvaliteta zaštite koju pruža investitorima, određuje vrednost privatnim beneficijama kontrole i samim tim definiše vlasničku strukturu koja će postojati u ekilibrijumu. Dosadašnje empirijske studije potvrđuju vezu između zaštite investitora i vlasničke strukture korporacija. Rezultati su dobijeni za mnoge pojedinačne zemlje – Nemačku¹¹, Italiju¹², sedam OECD zemalja¹³ ali i za grupe zemalja. Tako na primer La Porta (La Porta) i saradnici u dve studije¹⁴ pokazuju da zemlje sa niskim kvalitetom zaštite investitora imaju veću koncentraciju kontrole u firmama od zemalja sa višim kvalitetom zaštite investitora. Klesens (Claessens) i dr.¹⁵ potvrđuju tu tezu na skupu istočnoazijskih zemalja.

U Srbiji devedesete godine prošlog veka svedoče o relativno disperzovanoj strukturi vlasništva, prvenstveno i skoro isključivo u preduzećima koja su privatizovala društveni kapital besplatnom podelom akcija (u prvom krugu) te prodajom akcija pod posebnim uslovima (u drugom krugu), u skladu sa Zakonom o svojinskoj transformaciji iz 1997. godine. Privatizacijom je stvoren manjinski insajderski vlasnik, radnik-akcionar, koga definišu dve specifičnosti: (1) on nije platio realnu cenu za vlasnički paket koji drži i (2) agent (menadžer) može da otpusti takvog principala. Sekundarni promet ovim akcijama, nakon izvršene podele (odnosno prodaje pod posebnim uslovima), uglavnom se kretao ka koncentraciji vlasništva u rukama manjeg broja akcionara. Paralelno sa ovim trendom, od 2001. godine, većinsko učešće u kapitalu društva jednog ili malog broja (povezanih) akcionara, karakteristično je za sva preduzeća koja se privatizuju, s obzirom na model privatizacije usvojen Zakonom o privatizaciji iz 2001. godine. Drugi model privatizacije u Srbiji stvorio je specifičnu vrstu srpskog akcionara – eksternog vlasnika – strateškog partnera koji drži kontrolni paket. Izbor ovog modela privatizacije reflektuje implicitnu prepostavku da se u Srbiji veoma visoka vrednost pripisuje privatnim beneficijama kontrole. Tako mnoga preduzeća danas u Srbiji kontroliše jedan akcionar ili manja grupa povezanih lica (insajderi). Koncentrisana vlasnička struktura često dovodi do zloupotrebe manjinskih i eksternih akcionara.

Izdavanje i trgovina hartijama od vrednosti. Više od dve trećine firmi u uzorku izdalo je obične akcije, a gotovo nijedna firma nije izdala ni preferencijalne (prioritetne) akcije ni obveznice. Dve trećine firmi, isključujući banke, nije emitovalo dodatne akcije (odnosno nije se dokapitalizovalo dodatnim emisijama nakon izlaska na organizovano tržište akcija). Naročito „konzervativan“ stav prema dokapitalizaciji imaju vojvodanske (82% vojvodanskih firmi nije emitovalo dodatne akcije) i starije firme (87% firmi osnovanih pre 1999. godine). Starije firme su po pravilu postale akcionarska društva privatizacijom odnosno silom zakona, što donekle i objašnjava njihovu nezainteresovanost za prikupljanje svežeg kapitala na tržištu. Ovi podaci potvrđuju da većina srpskih akcionarskih društava, iako *de lege* organizovana kao akcionarska društva i kotirana na tržištu kapitala, *de facto* tu ne prikuplja kapital. U toku 2005. godine akcijama svega jedne četvrtine firmi se sekundarno trgovalo što ukazuje i na slabu likvidnost.

Uvećanje osnivačkog kapitala. U proteklih pet godina 89% firmi u uzorku nije primilo strane investicije. Samo 6% je izjavilo da je primilo eksterne investicije i uglavnom je reč o bankama ili firmama koje se bave proizvodnjom. Ovo potvrđuje da su domaće firme neutraktivne eksternim investitorima. U 6% firmi (kojima je pošlo za rukom da privuku investitore) stranci su investirali u akcionarski kapital u 38% slučajeva, domaći investitori u 12,5%, a u 12,5% slučajeva investiralo se dokapitalizacijom na berzi (u anketi je bilo dozvoljeno da firma navede *sve* načine na koje je privukla eksterne investitore.). Zanimljivo je da firme u građevinskoj industriji do kapitala dolaze samo preko kredita domaćih banaka, dok firme u trgovini na veliko i malo do kapitala dolaze samo preko stranih direktnih investicija u akcijski kapital. Kod banaka dve trećine svežeg kapitala priteklo je kroz strane direktnе investicije a jedna trećina od kredita koje su dala matična preduzeća u inostranstvu. Gotovo polovina firmi u čitavom uzorku (45% uzorka) ne očekuje da će privući eksterne investicije ni u naredne tri godine. Dva glavna razloga za takav stav jesu, po mišljenju intervjuisanih firmi, nepostojanje atraktivnih projekata i dovoljnost internih kapaciteta. Od onih koji očekuju nove investicije, najoptimističnije su banke – gotovo sve očekuju strane investicije (bilo direktnе ili kredite), dok 90% intervjuisanih kompanija ne planira da izdaje nove akcije niti da putem tržišta kapitala prikupi

11 Edwards, J., Fischer, K., 1994, *Banks, Finance and Investment in West Germany Since 1970*, Cambridge University Press, Cambridge UK. Takođe, Gorton, G., Schmid, F., 2000, „Universal banking and the performance of German firms”, *Journal of Financial Economics* 58, 29–80; Franks, Julian and Colin Mayer, 1994, „The ownership and control of German corporations”, manuscript, London Business School.

12 Barca F., 1995., „On corporate governance in Italy: issues, facts and agency”, Unpublished working paper, Bank of Italy, Rome.

13 European Corporate Governance Network (ECGN), 1997, „The Separation of Ownership and Control: A Survey of Seven European Countries Preliminary Report to the European Commission”, Volumes 1–4, Brussels, ECGN.

14 U prvoj studiji (La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, „Law and Finance”, 1998, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, 1113–1155) to dokazuju na uzorku od 49 zemalja, a u drugoj (La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1999, „Investor protection and corporate valuation”, NBER Working Paper 7403, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.) ispituju matrice kontrole u najvećim firmama u 27 bogatih ekonomija.

15 Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., 2000, „The separation of Ownership and Control in East Asian corporations”, *Journal of Financial Economics* 58, 81–112.

svež kapital ni u naredne tri godine. Kao glavni razlog za takvo opredeljenje navedena je želja da se sačuva postojeća vlasnička struktura. Ovaj nalaz stoji u čvrstoj vezi sa osnovnom pretpostavkom da se vlasnici štite koncentrisanjem vlasništva i kontrolnih prava. Samo 6% firmi u ovom delu uzorka (90% uzorka) izjavilo je da je razlog za izbegavanje tržišta kapitala činjenica što je emitovanje akcija preskupo u poređenju sa finansiranjem kreditima.

Principi korporativnog upravljanja. Podela odgovornosti među pojedinim učesnicima procesa korporativnog upravljanja, propisivanje pravila igre, kao i praksa primene pojedinih principa na nivou pojedinačnih akcionarskih društava u Srbiji, nisu ni konzistentni ni uniformni. Istraživanje je pokazalo da su banke daleko naprednije u pogledu nivoa razvijenosti korporativnog upravljanja zbog tradicionalno progresivnije prakse u bankarskom sektoru u poređenju sa drugim sektorima, kao i zbog jakog uticaja stranih akcionara u srpskim bankama.

Prvo, potrebno je napomenuti da čelni ljudi u dve trećine intervjuisanih akcionarskih društava u Srbiji, nisu upoznati sa OECD principima korporativnog upravljanja. Ovo je naročito primetno u akcionarskim društvima u sektoru građevinarstva (u oko 80% firmi iz ovog sektora) i u manjim preduzećima koja zapošljavaju do 250 ljudi. U bankarskom sektoru, međutim, situacija je sasvim drugačija – 92% intervjuisanih banaka je upoznato sa OECD principima korporativnog upravljanja. Iz ovog nalaza slede dva zaključka: (1) da je u Srbiji edukacija i izgradnja kapaciteta osnovnih nosilaca interesa (uprave-agenata) neophodna i (2) da strani investitori zaista unapređuju praksu korporativnog upravljanja i kroz nju performanse firmi. Ipak, svega 3,8% intervjuisanih izjavilo je da, uopšte uzev, korporativno upravljanje ne donosi novu vrednost, mada olakšava poštovanje regulatornih zahteva, dok su svi ostali smatrali da bi korporativno upravljanje moglo ostvariti bar jedan od strateški važnih ciljeva firme.

Istraživanje je pokušalo da utvrdi i šta su *osnovne prepreke* unapređenju prakse korporativnog upravljanja u Srbiji. Zanimljivo je da je 44% firmi (50% banaka) kao glavnog krivca navelo neefikasnu regulativu privrednih društava odnosno banaka. Lošiju ocenu od ZPD dobio je izgleda Zakon o bankama, pošto su banke u većem procentu okrivile regulativu. Taj nalaz, na prvi pogled, stoji u oštem kontrastu sa pravnom analizom koja je ocenila ZPD kao relativno napredan zakon. Kao dodatni razlog za loše stanje korporativnog upravljanja – 40% firmi navelo je nedostatak kvalifikovanih stručnjaka, a 37% nedostatak znanja i informacija. Dakle, ponovo je potvrđena neophodnost obuke o korporativnom upravljanju. Uprkos tome 23,7% firmi u totalnom uzorku i 42% firmi u bankarskom podskupu uzorka izjavilo je da nije zainteresovano za obuku. No, vratimo se regulativi. Dublja analiza pokazuje da ZPD, ipak, nije glavni krivac. Naime, dve trećine intervjuisanih firmi navelo je kao najveći problem u sferi regulative rešavanje privrednih sporova. Materija koju reguliše ZPD je u mnogo manjem broju slučajeva označena kao loša – sazivanje skupštine akcionara u 11% slučajeva, održavanje skupštine akcionara u 9% slučajeva, osnivanje i organizovanje aktivnosti nadzornog odbora u 12% slučajeva, osnivanje i organizovanje aktivnosti upravnog odbora u 4% slučajeva, raspodela dužnosti između organa firme u 12% slučajeva, kontrola nad finansijskom i ekonomskom aktivnošću firme u 14,5% slučajeva. Niske ocene doble su: *regulativa stečaja* (36% intervjuisanih misli da je loša), a potom sledi *regulativa hartija od vrednosti* (emisija akcija je ocenjena kao loše regulisana u 24,4% slučajeva, a obelodanjivanje informacija u 21,4% slučajeva). *Zaštita akcionara* ocenjena je kao loša od 26,7% totalnog uzorka, i u okviru tog uzorka od strane 17% banaka. Zaključak ovog segmenta istraživanja bi se mogao ukratko sažeti na sledeći način: sam ZPD je i u istraživanju na terenu označen kao solidan, dok je regulativa hartija od vrednosti ocenjena kao nešto lošija. Glavna prepreka leži u sferi primene zakona i ostvarenju prava pred sudovima, i to je potvrda teorijskih razmatranja o značaju institucija i primene prava za pravnu reformu.

3. Rezultati istraživanja: transparentno poslovanje i objavljivanje informacija

Jezgro korporativnog upravljanja je redovna, blagovremena, pouzdana i uporediva informacija¹⁶. Ako nema takve informacije, vlasnici kapitala ne mogu da donesu ispravnu investicionu odluku, što na makro planu ima za posledicu višu cenu kapitala i lošiju i neefikasniju alokaciju resursa. Kvalitetna informacija omogućava akcionarima i javnosti da vrednuju rad uprave, a samoj upravi daje kvantitativne instrumente koji joj omogućavaju da upravlja kompanijom efektivnije. Nedostatak informacija na makro planu ima za posledicu neefikasniju alokaciju resursa i viši nivo sistemskog rizika, odnosno višu cenu kapitala. Na kratak rok se ponekad čini da se odsustvo transparentnosti isplati, ali na dugi rok – troškovi daleko prevazilaze koristi.

¹⁶ Obaveza davanja takvih informacija bi trebalo da pogađa kotirane kompanije, tj. kompanije čijim hartijama se trguje na slobodnom berzanskom (vanberzanskom) tržištu, a po nekim ekspertima čak i one firme čijim hartijama se još ne trguje ali koje imaju veliki broj akcionara zbog insajderskog tipa privatizacije.

Iako su u većini zemalja jugoistočne Evrope zahtevi regulative koji se tiču objavljivanja informacija po pravilu visoki, oni se često u praksi ne poštuju, tako da pouzdanost objavljenih informacija ostaje centralni problem. Uz to, iako su mnoge zemlje u regionu, uključujući i Srbiju, pokrenule proces usklađivanja sa međunarodnim standardima računovodstva i revizije, još uvek, iz različitih razloga, dominiraju nacionalni računovodstveni standardi koji su problematični u nekim sferama od kritične važnosti za investitore. Investitori i javnost danas uglavnom nemaju poverenja u informacije koje objavljaju kompanije u regionu. Rezultati istraživanja jasno pokazuju da su transparentnost i objavljivanje informacija najveći problem akcionarskih društava u Srbiji.

Poboljšanje kvaliteta i dostupnosti informacija o korporaciji zahtevaju dubinsku transformaciju u stavu svih igrača prema samoj ideji transparentnosti. Negativan stav je velikim delom posledica socijalističkog sistema upravljanja u kome je računovodstvo prevashodno služilo statistici i poreskim vlastima, a informacija je bila primarno oružje centara moći u komandnoj ekonomiji¹⁷. Kompanije moraju biti uverene da je transparentnost u njihovom interesu, da je to njihov resurs i prednost, a ne teret. S tim u vezi, nedostatak jasne i artikulisane tražnje za informacijom od strane postojećih i potencijalnih akcionara ostaje primarni razlog zašto same kompanije nisu zainteresovane i obavezne da objavljaju ni osnovne, a kamoli ekstenzivne informacije. Ko traži informaciju u Srbiji?

Prvo, dobro uređen i poslovan bankarski sistem može da proizvodi konkurenčiju među preduzećima koja može imati blagotvorno dejstvo na korporativno upravljanje. Naime, uslovi za odobravanje kredita obično podrazumevaju visoke informacione zahteve koje preduzeća moraju da ispune ne bi li dobila kredite. Prikupljajući na taj način dodatne informacije, banke mogu da bitno doprinesu informacionom otvaranju firmi i da učine veliku uslugu boljoj informisanosti svih aktera – od vlasnika do analitičara i potencijalnih investitora – kroz (implicitno) kreditno rejtingovanje preduzeća. Pored toga, racionalno vođene banke trebalo bi da prisiljavaju sva ona preduzeća kojima su potrebna kreditna sredstva na dobro poslovanje i upravljanje, jer bi to trebalo da bude jedini put do bankarskih kredita. U realnosti, međutim, banke se uglavnom fokusiraju na sredstvo obezbeđenja a ne udubljuju se u samu firmu i njen poslovanje.

Drugi izvor tražnje informacija je svakako poreska uprava. Ona je bila i jeste zainteresovana za informacije o srpskim firmama.

Treći izvor tražnje informacija bi trebalo da bude srpska investiciona javnost. Međutim, na srpskoj berzi, po mišljenju intervjuisanih predstavnika četiri najveće revizorske kuće (tzv. velika četvorka), investira se iracionalno, na bazi insajderske informacije, tračeva, špekulisanja o preuzimanju itd., a ne racionalno na bazi finansijskog i nefinansijskog izveštavanja. U Srbiji se, naime, javno trguje i hartijama firmi koje nemaju prospekt ili koje kontinuirano ne informišu investitore (na berzi takve firme nose oznaku BP-bez prospekta). Ovo stoga što na berzi među investitorima još uvek dominiraju ili špekulativni fondovi koji se nadaju preuzimanju i zaključavanju kontrolne, odnosno transakcione premije ili banke i osiguravajuća društva koje zakon primorava da drže utržive hartije ili „kapilarni“ investitori koji se nadaju da će se obogatiti preko noći. Tržište još uvek nije efikasno. Dobro sklopljen ugovor sa stranim partnerom ređe utiče na pomeranje cene akcije nego par transakcija ugovorenih isključivo sa ciljem da se manipuliše cenom. Veliki lokalni investitori po pravilu ne biraju „veliku četvorku“. Oni jednostavno ne prepoznaju vrednost koju reputacija, znanje i metodologija „velike četvorke“ može dodati njihovoj firmi. Oni još uvek nemaju potrebu za visokom sofisticiranosti u izveštavanju te su usluge „velike četvorke“ jednostavno preskupe.

Jedini (pored poreske uprave) koji su stvarno zainteresovani za informaciju o srpskim firmama su strani investitori. Akcionar čije je sedište u inostranstvu i koji traži određene podatke od računovođa i revizora u Srbiji da bi izradio konsolidovan izveštaj grupe za investicnu javnost i ocenio uspešnost srpske grane svog poslovanja – vrlo je zainteresovan. I sama srpska preduzeća po pravilu jedino ovaj izveštaj doživljavaju kao ozbiljan zahtev. Tako su većina klijenata Velike četvorke zapravo stranci. Stranci su glavni „motor“ kreiranja tražnje za višim kvalitetom i sofisticiranjem finansijskim izveštavanjem.

Ko treba da snosi odgovornost za pružanje informacije? Uprava kompanije ima primarnu odgovornost za ustanovljavanje efikasnog internog sistema za skupljanje, obradu, proveru i objavljinje relevantnih informacija akcionarima, zainteresovanim licima, regulatornim i nadzornim organima i tržištu u celini. Taj sistem treba da obezbedi i jednak pristup informacijama svim licima, kao i sankcije za nepoštovanje pravila i procedura. Iskustvo zapadnih zemalja nas uči da je u tom pogledu mudro formiranje revizorskog komiteta (tj. Komisije za reviziju) koji bi nadzirao finansijsku situaciju firme i njen računovodstveni sistem, pomažući upravi da efektivno ispunii sve svoje obaveze koje se tiču objavljinja informacija. Sama Komisija za reviziju mora biti sastavljena od tzv. nezavisnih članova uprave, te tako

¹⁷ White Paper on Corporate Governance on South Eastern Europe (str. 27–28).

biti i nezavisna u odnosu na upravu, ali, u isto vreme, ipak biti deo uprave da bi imala pristup informacijama. Ona mora biti zadužena i za odnos sa eksternim revizorom i mora osigurati i njegovu nezavisnost. Zadatak potonjeg je da obezbedi da svi finansijski izveštaji i ostale finansijske informacije korektno prezentuju poslovanje kompanije i njenu finansijsku situaciju prema računovodstvenim i revizorskim standardima i usvojenim relevantnim zakonskim propisima.

Kakva je situacija u Srbiji i koliko je bliska ovim standardima? Oko tri četvrtine firmi u uzorku objavljuje godišnji izveštaj, bilans stanja i bilans uspeha. Oko 40% firmi objavljuje izveštaj o tokovima gotovine, statut i/ili osnovna akta kompanije i izveštaj o materijalno značajnim događajima. Oko trećina kompanija objavljuje mišljenje spoljnog revizora i napomene uz finansijske izveštaje. Manje od trećine firmi objavljuje sve ostale izveštaje (izveštaj o promenama na kapitalu, kvartalne izveštaje, spisak povezanih lica (samo 6% ispitanih firmi), identitet kontrolnih akcionara odnosno lica koja kontrolišu 50% akcija (15% firmi u uzorku), identitet blokirajućih akcionara odnosno lica koja kontrolišu trećinu akcija plus jedan glas, naknade članovima upravnog odbora na pojedinačnoj (5%), odnosno kolektivnoj (5%) osnovi, biografije ključnih ljudi kompanije (blizu 10% slučajeva), dok čak 11,5% firmi ne daje ni jednu od navedenih informacija. Podsećamo da je uzorak formiran od akcionarskih društava uglavnom otvorenih, tj. kotiranih na berzi. Najtransparentnije su opet banke: 75% banaka objavljuje godišnji izveštaj, bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o materijalno značajnim događajima, statut i osnovna akta banke i napomene uz finansijske izveštaje; 58% banaka objavljuje revidirane finansijske izveštaje pripremljene u skladu sa MSFI i mišljenje eksternog revizora, kao i informacije o adekvatnosti kapitala; konačno, 50% banaka objavljuje napomene uz finansijske izveštaje, svoju organizacionu strukturu, identitet svojih akcionara. Oko trećine banaka objavljuje najveći plasman prema industrijskom sektoru/klijentu, najveći plasman povezanom licu i ukupan plasman povezanom licu.

Na pitanje zašto ne objavljaju informacije, čak dve trećine firmi u uzorku nisu ni dale odgovor. Ovo se može tumačiti kao posledica nedostatka jasne poslovne politike i stabilnog menadžmenta u velikoj većini srpskih firmi. Toj situaciji takođe doprinose slabe institucije privatnog i javnog izvršenja (Komisija za hartije od vrednosti i sudovi) koje dozvoljavaju firmama da nekažnjeno krše zakonske obaveze objavljivanja informacija i transparentnog poslovanja. Oni učesnici koji su odgovorili na pitanje zašto ne objavljaju informacije, kao dva glavna razloga naveli su: (1) da nema jasne zakonske obaveze da se takva informacija daje, i (2) čak 20,6% učesnika je odgovorilo da na tržištu nema tražnje za takvim informacijama.

Ni kvalitet informacija u godišnjim izveštajima nije na zadovoljavajućem nivou. Više od polovine tih izveštaja ne sadrže informacije o poslovnim ciljevima i strategiji firme, analize menadžmenta u vezi sa finansijskim rezultatima i neizvesnošću sa kojom se kompanija suočava, izveštaj komisije za reviziju (nadzornog odbora), izveštaj spoljnog revizora, naknade članovima odbora direktora itd. Izuzetak su ponovo banke sa daleko boljim kvalitetom informacija u godišnjim izveštajima.

Kada je reč o investitorima, najbolji način da dođu do informacija jeste, prema istraživanju, da upute zahtev direktno kompaniji (83% uzorka), a samo u jednoj trećini slučajeva se informacije mogu pronaći na veb sajtu odnosno u godišnjem izveštaju. Banke, međutim, daju sve potrebne informacije na svom veb sajtu čak u 83% slučajeva. Tri četvrtine srpskih akcionarskih društava ne objavljuje transakcije između povezanih lica koje obuhvataju više od 10% knjigovodstvene vrednosti.

Prema rezultatima ankete, samo oko 15% firmi u Srbiji u realnom sektoru imaju bilo komisiju za reviziju, bilo internu reviziju. U kompanijama koje imaju takvo telo, program njegovog rada po pravilu usvaja upravni odbor. Praksa vršenja nadzora nad funkcijom interne revizije u Srbiji nije ujednačena. Najviše ispitanih koji su odgovorili na ovo pitanje naveli su upravni odbor kao organ kontrole interne revizije (što je sasvim neadekvatno), a bili su još navedeni skupština akcionara, nadzorni odbor, komisija za reviziju i sam menadžment. Ovi podaci govore da u firmama još uvek ne postoji jasno razlikovanje interne kontrole od interne revizije i da ovo važno telo u srpskim firmama nema jasno definisanu ulogu, status, prava i obaveze.

Da firme ne razumeju čemu služi svaki od postupaka nadzora i revzije govore i sledeći podaci. Nadzor nad realizacijom finansijskih i biznis planova firmi u 33,6% slučajeva vrši upravni odbor, u 23,7% eksterni revizor, a u 12% slučajeva, nadzorni odbor. Računovodstvenu politiku u 39% slučajeva definiše upravni odbor, a u 25% eksterni revizor. U bankama to čini upravni odbor. Kontrolu tačnosti knjiženja i proveru tačnosti i pravovremenosti tokova dokumenata po pravilu vrši eksterni revizor (34,4% slučajeva), a potom u približno istom broju slučajeva to čine upravni odbor (14,5%), nadzorni odbor (13%) i menadžment (11,5%). Zanimljivo je da u firmama koje se bave proizvodnjom – eksterni revizor proverava tačnost knjiženja u čak 43% slučajeva. (Neopravданo) velika očekivanja firmi od eksternog

revizora vide se i u činjenici da su firme u čak 33% slučajeva izjavile da je eksterni revizor dužan da obezbedi da u finansijskim izveštajima firme nema materijalno značajnih netačnosti. Samo 11,5% firmi izjavilo je da je za to odgovoran menadžment. Transakcije sa povezanim licima i konflikt interesa: u jednoj četvrtini firmi u uzorku ispituje upravni odbor, u 14% firmi eksterni revizor, a u 8,4% firmi nadzorni odbor. Menadžment to radi u samo 3% slučajeva. Više od trećine firmi u uzorku izjavilo je da ne ispituje transakcije sa povezanim licima. Zanimljivo je i da su za konsultacije i preporuke u vezi sa unapređenjem poslovanja firmi najčešće zaduženi upravni odbor (30% slučajeva) i eksterni revizor (34,4% slučajeva). Firme, u većini, tvrde da je eksterni revizor zadužen za promovisanje integriteta i etičkih pravila, delegiranje ovlašćenja i utvrđivanje osnova za odgovornost i kontrolu, za realizovanje procedure i politika za sistem interne kontrole i upravljanje rizikom, kao i korektivnih mera koje preporuče nadzorni organi. U 31,3% firmi u uzorku – eksterni revizor je zadužen za monitoring internih kontrolnih mehanizama, uključujući primenu zakona, propisa i poslovne politike, u 18,3% firmi to radi upravni odbor, a samo u 3% firmi menadžment. Takođe, za sporovođenje politike i procedura – eksterni revizor je nadležan u 57,3% slučajeva, a menadžment samo u 0,8% slučajeva. U isto vreme, u trećini firmi u uzorku niko nije zadužen za definisanje efikasnog programa revizije. Periodične ocene sistema interne kontrole niko ne radi u 36% srpskih akcionarskih društava, a u 22% to radi upravni odbor.

Uprkos tako velikim očekivanjima od eksterne revizije, komisije za reviziju u srpskim akcionarskim društvima obično ne postoje. Ako postoje, članovi tih komisija su veoma kvalifikovani, ali same komisije se vrlo retko sastaju – najčešće jednom godišnje. Interesantan je podatak da je eksterni revizor najčešće domaća revizorska firma (u 46% slučajeva) ili individualni revizor (11,5% slučajeva), a znatno ređe međunarodna revizorska kuća (10,7% slučajeva). To potvrđuju i izjave koje su tokom intervjua dali revizori i partneri Velike četvorke. Naravno, u bankama je situacija opet drugačija. Tamo je eksterna revizija poverena međunarodnoj revizorskoj kući u čak 67% slučajeva. To je donekle posledica regulative, potom činjenice da su banke često u stranom vlasništvu i da je to zahtev stranog akcionara, ali svakako i dokazane činjenice da su banke daleko ispred ostalih firmi u Srbiji u pogledu dobre prakse korporativnog upravljanja. Takođe 81% akcionarskih društava u Srbiji nije promenilo spoljnog revizora u toku poslednje tri godine. Konačno, spoljni revizori u Srbiji pored revizorskih nude biznis konsalting usluge u 14,5% slučajeva, poreske usluge u 13,7% slučajeva i pravne usluge u 8,4% slučajeva.

Uzroci za ovakvo stanje se svode na dva osnovna: (1) neadekvatni i konfliktni propisi i (2) nedostatak stručnog kadra. Neki od intervjuisanih revizora su iskreno izrazili sumnju da je MRS uopšte trebalo uvesti u Srbiju, bar u ovom trenutku.

Međunarodni Računovodstveni Standardi (MRS) i Međunarodni Standardi Finansijskog Izveštavanja (MSFI) na razvijenim tržištima primenjuje se na velike (velike po standardima razvijenih tržišta) i na listirane firme. U Srbiji standardi se faktički primenjuju na gotovo čitavu ekonomiju. Tri četvrtine firmi u uzorku (i 83% banaka) je izjavilo da priprema finansijske izveštaje u skladu sa MSFI (MRS). Izvesna odstupanja u odnosu na standarde dozvoljena su malim preduzećima. U isti mah, uprkos tako sveobuhvatnoj primeni, po priznanju zaposlenih u Velikoj četvorci, svega desetak ljudi u Srbiji stvarno zna kako da primenjuje MRS odnosno MSFI. MRS su veoma komplikovani i sofisticirani i stalno evoluiraju. Jedan problem koji se tiče uvedenih standarda odnosi se na faktičku nemogućnost da se neki standardi primene¹⁸. Dalje, računovodstveni tretman akcije kod nas je opterećen serijom neuspešnih reformi računovodstvenog sistema¹⁹. Ionako tešku situaciju otežava nepoverenje koje vlada u profesiji zbog konkurenциje i

¹⁸ Recimo, da bi banke uradile procenu gubitaka po MRS, one moraju da predvide šta će biti sa nekim kreditom u budućnosti. MRS definiše pravila po kojima se ta predviđanja vrše. U tom smislu, bankama su za procenu neophodne određene makroekonomске statistike kojih u Srbiji ili jednostavno nema ili nema pouzdanih. Drugi primer problema sa primenom bi bio standard koji reguliše tretman tzv. koristi zaposlenih (eng. employer benefits). U zapadnim zemljama pod ovim pojmom se pre svega podrazumevaju izdvajanja poslodavca za obavezno penziono osiguranje zaposlenih (tzv. drugi stub). U Srbiji se ovaj standard primenjuje na jubilarne nagrade koje se isplaćuju u skladu s kolektivnim ugovorom ili na otpremnine za penzije. Problem se ogleda u određivanju adekvantne diskontne stope koja treba da se primeni da bi se izračunala sadašnja vrednost budućih izdvajanja poslodavca. MRS nalaže primenu diskontne stope koja bi se primenjivala na dužničke hartije firme poslodavca ili, ako takve hartije nema, primenu diskontne stope koja bi se primenjivala na državne hartije u istoj valuti i sa istim rokom dospeća kao koristi zaposlenih u pitanju. U Srbiji trenutno dužničkih hartija firmi na berzi nema, a državne hartije koje se izdaju u domaćoj valuti nisu dovoljno dugoročne. Tako u primeni standarda, revizor može ili da ignoriše stavku „koristi zaposlenih“ jer bi diskontna stopa koja se primenjuje na dinarske hartije sa višegodišnjim rokom dospeća bila toliko velika da tu vrednost čini približnom nuli ili da primeni (suprotno MRS) diskontnu stopu koja bi se primenila na državne hartije nominovane u evrima a koje su po dospeću bliske vremenskom okviru za isplatu koristi zaposlenih. U firmama koje imaju veliki broj zaposlenih, posledice primene različitih metoda u izradi finansijskih izveštaja su drastične tako da problem nije akademski već realan.

¹⁹ Reforme računovodstvenog sistema nisu imale za cilj korektno otkrivanje vrednosti kapitala preduzeća. Česte promene zakonodavstva i podzakonskih akata o računovodstvu izazvale su nekonistentnost vremenskih serija računovodstvenih podataka. Zahtevi tačnosti i pouzdanosti informacija koje sadrži prospekt nisu mogli biti ostvareni. Nadalje, mehanizam revalorizacije vrednosti akcije potpuno je odvojio njenu nominalnu vrednost od bilansa stanja i bilasna uspeha emitenta. Ako se ima u vidu činjenica da je u procesu privatizacije emitovano nekoliko različitih serija akcija, u praksi postoji svojevrsna zbrka oko njihove nominalne, knjigovodstvene i stvarne vrednosti. Novim zakonskim rešenjima problem se prepusta MRS, ali ne rešava do kraja zbog cenovno neefikasnog srpskog tržišta kapitala. Begović, B. i dr., *Unapređenje korporativnog upravljanja*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2003. godine, str. 91.

koje sprečava revizorske kuće da zauzmu zajednički stav i uvek u istoj situaciji primene isto „tumačenje“ standarda. Problemi koji prate „uvoz pravila“ iz razvijenih zemalja ne odnose se samo na MRS već i na ostale aspekte regulisanja ove profesije. Nakon Enrona rotacija revizora je postala svetli primer najbolje prakse. Cilj rotacije je da spreči da se menadžer i revizor suviše „sprijatelje“. Većina revizorskih firmi sa kojima smo razgovarali smatra da je tri godine rotacije u srpskom bankarstvu nerealno kratak period. U praksi se ovaj srpski propis izigrava tako što posle tri godine saradnje sa jednim revizorom, banka na godinu dana promeni revizora da bi formalno ispunila zakonski zahtev, pa se opet prve sledeće godine vrati svom „starom“ revizoru. To predstavlja veliki trošak za sve zainteresovane strane – za banku jer je prve godine revizija najskuplja, za novog revizora jer mora da uloži silne resurse da bi se usudio da založi svoju reputaciju za finansijske izveštaje te banke za tu jednu godinu i za „starog“ revizora jer je rizik da će se pogubiti konci u toku te jedne godine veliki. Veliki problem na koji su ukazale sve revizorske kuće jeste i nedopustivo kratak rok za podnošenje finansijskih izveštaja koji je tako definisan prvenstveno zbog potreba poreske uprave

4. Korporativno upravljanje u srpskim firmama: zaključak

Kvalitet (internog aspekta) korporativnog upravljanja u srpskim akcionarskim društvima je na niskom nivou. Ovaj nalaz stoji u oštem kontrastu sa nalazom da ZPD u velikoj meri usvaja OECD principe. To je, pre svega, posledica činjenice da je akcionarstvo u Srbiji najčešće nastalo privatizacijom, te se u tom smislu nametalo silom zakona i intervencijom države, a nije evoluiralo prirodno iz ekonomskih motiva tržišnih učesnika. To je stvorilo raskorak između institucionalno-pravnog uređenja firme i njene ekonomске realnosti. Same firme smatraju da je glavni uzrok niskog kvaliteta korporativnog upravljanja neefikasna primena postojeće regulative privrednih društava i hartija od vrednosti od strane sudova i drugih državnih organa. Stanje korporativnog upravljanja je, dalje, u velikoj meri i odraz vlasničke strukture akcionarskih društava koja je u Srbiji visoko koncentrisana. U bankarskom sektoru koncentracija je naročito dramatična, a i u realnom sektoru u velikoj većini firmi (pa i onima sa velikim brojem akcionara) postoji kontrolni akcionar. Te činjenice određujuće su uticale i na razvijenost tržišta kapitala u Srbiji. Ipak, najviše razloga za brigu daje nalaz da većina srpskih akcionarskih društava kotirana na tržištu kapitala *de facto* tu ne prikuplja kapital: 89% firmi u uzorku nije primilo eksterne investicije u proteklih pet godina, a 90% intervjuisanih kompanija ne planira da izdaje nove akcije niti da putem tržišta kapitala prikupi svež kapital ni u naredne tri godine. Kao glavni razlog za takvo opredeljenje navedena je želja da se sačuva postojeća vlasnička struktura koja štiti kontrolnog akcionara.

Istraživanje je zatim pokazalo da su banke daleko naprednije u pogledu nivoa razvijenosti korporativnog upravljanja zbog tradicionalno progresivnije prakse u bankarskom sektoru u poređenju sa drugim sektorima, kao i zbog jakog uticaja stranih akcionara u srpskim bankama.

Kada je reč o pojedinim aspektima korporativnog upravljanja, najveći problem tiče se transparentnog poslovanja i izveštavanja javnosti. Drugi (povezani) veliki problem jeste činjenica da u firmama postoji veliko nerazumevanje funkcije pojedinih postupaka nazdora i revizije i stoga se oni često neadekvatno definišu, strukturiraju i razgraničavaju. Naročito se ne razume uloga eksternog revizora. Nadzorni odbor često postoji kao nasleđe prošlosti i posledica jakog uticaja germanskog prava na ovim područjima, ali je funkcija tog organa u Srbiji sasvim drugačija i često čisto protokolarna. Interni revizor ili ne postoji ili je ta funkcija neadekvatno strukturirana (samo da bi se formalno ispunila zakonska obaveza), dok se uprava ne smatra odgovornom za funkcionisanje sistema internih kontrola i upravljanja rizicima te ih često ni ne ustanovljava. Netransparentnom poslovanju svakako doprinose slabe institucije javnog i privatnog izvršenja (Komisija za hartije od vrednosti i sudovi) koje dozvoljavaju firmama da nekažnjeno krše zakonske obaveze objavljivanja informacija i transparentnog poslovanja, ali glavni uzrok je ipak slaba tražnja za informacijama. Stvarnu tražnju generišu samo država (iz poreskih razloga) i strani investitori.

Poslednjih decenija istraživanja iz oblasti finansija, prava, institucionalne ekonomije i javne politike, u sve većoj meri, fokus usmeravaju na problematiku korporativnog upravljanja. Taj trend je registrovan i u Evropi i u Aziji i u Americi. Najnoviji pristup ovom problemu u centar pažnje stavlja zaštitu investitora (i akcionara i poverilaca) od eksproprijacije od strane menadžera koji kontrolisu firmu. Eksproprijacija i netransparentno poslovanje dovele su do niza korporativnih skandala koji su iz temelja protresli tržišta u čitavom svetu i izazvale snažnu, dramatičnu, reakciju regulatora. Eksproprijacija smanjuje investicije, podiže sistemski rizik i cenu kapitala za firme, vodi nerazvijenim i nelikvidnim tržištima kapitala i značajno usporava ekonomski razvoj. Drugi simptomi loše zaštite akcionara i niskog kvaliteta korporativnog upravljanja su koncentrisana vlasnička struktura, nepovezanost kontrole nad tokovima gotovine i vlasničkih prava, niske dividende i neefikasno upravljanje.

Pravna reforma je najlogičniji pristup društva problemima sa korporativnim upravljanjem. Pravila korporativnog

upravljanja su rasuta u kompanijskom, stečajnom pravu i pravu hartija od vrednosti. Pravna pravila, međutim, moraju biti efektivno primenjivana da bi uticala na ekonomsku realnost. To se obezbeđuje adekvatnim kombinacijama institucionalnih rešenja koja su se komparativno pokazala kao dobra praksa unutar specifičnog lokalnog konteksta. Time se obezbeđuje integracija novih pravila u ekonomске sisteme. Jake formalne institucije primene prava su poslednja i neophodna karika koja garantuje efektivnost zaštiti investitora a samim tim i pristup jeftinijem kapitalu firmama i njihovo efikasnije poslovanje.

Dobra pravila korporativnog upravljanja, nastala kao rezultat dugotrajnog razvoja u zapadnim tržišnim ekonomijama, u Srbiji su oblast bez duže tradicije, a time i bez oslonca u uobičajenoj poslovnoj praksi. Ona, dakle, u Srbiji nisu evoluirala, već su krajem prošlog veka, političkim i društvenim opredeljenjem za tržišnu ekonomiju, „revolucionarno“ nametnuta srpskim ekonomskim učesnicima. Posledica toga jeste da je Srbija u ovoj oblasti u velikoj meri sledila dostignute standarde regulative, ali joj nedostaje relevantna poslovna i sudska praksa. Za takvu praksu treba mnogo više vremena i prepostavki koje se tek sada stvaraju. Stoga je i investitor u Srbiji još uvek efektivno nezaštićen a menadžeri nedovoljno profesionalni, što sve vodi otežanom i skupom pristupu kapitalu i neefikasnom upravljanju u srpskim firmama.

Anatomija ruske finansijske krize¹

Željko Bogetić* Nakon decenije visokih stopa rasta, ruska privreda je ušla u fazu značajnog usporavanja u uslovima globalne finansijske krize. Snažne makroekonomiske osnove čine Rusiju spremnjom od mnogih zemalja da se suoči sa ovim novim privrednim izazovom, a strukturalna ograničenja i visoka izvozna zavisnost od cene nafte čine je pak ranjivom na neizbežne udare krize. Kvalitetna fiskalna politika i značajne finansijske rezerve akumulirane tokom protekle decenije obezbedile su jaku startnu poziciju, što je do sada zaštitilo privredu od dubljih posledica krize. Takođe, ukupni odgovor ekonomске politike na novonastalu situaciju bio je do sada prilično brz, po obimu masivan i relativno koordinisan, što je pomoglo da se ograniči početni udar krize. Kratkoročni ciljevi makroekonomске politike moraju biti održanje stabilnosti i olakšanje socijalnog udara na najsiročnije slojeve stanovništva, ali je neophodno i da se tekuća ekonomска politika fleksibilno i brzo prilagođava novonastalom razvoju dogadaja u uslovima visoke neizvesnosti. Kriza, međutim, predstavlja i priliku da se zemlja suoči sa srednjoročnim i dugoročnim izazovima konkurenčnosti, diverzifikacije i reforme bankarskog sektora koji su neophodni za dinamičniji dugoročni rast privrede i životnog standarda. Rusija bi na ovaj način mogla da izade iz sadašnje krize sa snažnjom osnovom za dugoročni rast vođen rastom produktivnosti. Takođe, bila bi u boljoj poziciji da koristi preimucestva daljeg integriranja u globalnu privredu. Nakon pregleda nekih dimenzija ruskog iskustva sa tekućom krizom, ovaj članak iznosi odgovarajuće implikacije za manje zemlje kao što su Srbija i Crna Gora, koje su, takođe, izložene sličnim udarima globalne finansijske krize.

1. Pregled početka i dosadašnjeg razvoja ruske krize

Nakon decenije vrlo visokih stopa rasta, ruska privreda je krajem prošle godine ušla u fazu značajnog usporavanja u uslovima globalne finansijske krize, što postavlja nove izazove pred ekonomsku politiku. Zahvaljujući visokim cenama nafte, povoljnom međunarodnom ekonomskom okruženju i, opravdano, konzervativnoj fiskalnoj politici – ruska privreda je tokom perioda 1999–2007. rasla po impresivnoj prosečnoj godišnjoj stopi od 7%, da bi u prvoj polovini 2008. godine dostigla stopu rasta od 8,1%, u uslovima „pregrejane“ privrede. Počev od jula 2008. godine, sa drastičnim padom cena nafte i tokova kapitala, privredni rast u Rusiji je usporio na samo 1,4% u poslednjem kvartalu 2008. godine. U 2008. godini, kao celini, rast je još uvek bio solidan (5,6%). Međutim, 2009. godina će sigurno biti teška, zbog pojačavanja svetske finansijske i ekonomске krize.

Pre početka finansijske krize u Rusiji, tokom prvih šest meseci 2008. godine, rast realnog društvenog proizvoda iznosio je punih 8% u uslovima brzog rasta domaće tražnje i kredita, kao i snažne makroekonomiske pozicije (Tabela 1). Ovaj brzi, kratkoročni rast prevazilazio je dugoročni potencijalni rast (koji se procenjuje na 6–7%) s jasnim znacima „pregrejanosti“ domaće privrede. Ubrzavanje inflacije, pad nezaposlenosti na veoma nizak nivo, skoro potpuna iskorištenost kapaciteta privrede i dvocifreni rast realnih plata koji je značajno prevazilazio rast produktivnosti – bili su jasni pokazatelji „pregrejane“ privrede, čija je zahuktala aktivnost sve više udarala u ograničenja na strani ponude, uključujući ozbiljna uska grla u oblasti infrastrukture.

Snažni makroekonomski fundamenti, konzervativna fiskalna politika i činjenica da ruska privreda nije bila izložena uticaju hipotekarne krize u Sjedinjenim američkim državama – delimično su poštedeli rusku privredu i ograničili uticaj globalne krize. Zahvaljujući niskom nivou spoljnog duga, velikim, dvostrukim viškovima (fiskalnom i onom na računu spoljnih tekućih transakcija), ogromnim međunarodnim finansijskim rezervama i povoljnom komercijalnom reitingu – strani investitori su do sredine 2008. godine smatrali Rusiju „ostrvom sigurnosti“ koje je prilično „odvojeno“ od uzburkanog globalnog finansijskog okruženja. Neto priliv kapitala je 2007. godine dostigao rekordnih 83 milijarde US dolara.

* Lead Economist and Country Sector Coordinator (CSC) for Russia, Poverty Reduction and Economic Management Europe and Central Asia, World Bank.

1 Ovaj članak je zasnovan na World Bank's Russian Economic Report No. 17 (www.worldbank.org/russia) koji je pripremio tim Svetske banke pod rukovodstvom Željka Bogetića, glavnog ekonomiste Svetske banke za Rusku Federaciju i koordinatora za ekonomsku politiku u predstavništvu Svetske banke u Moskvi. Članovi tima su: Karlis Smits, Sergey Ulatov, Stepan Titov, Olga Emelyanova, Annette de Kleine, Victor Sulla i Marco Hernandez.

Anatomija ruske finansijske krize

Tabela 1. Glavni makroekonomski pokazatelji, 2003–2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Q4 2008
Rast GDP-a, %	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	5,6	1,1
Industrijska proizvodnje, međugodišnji rast u %	8,9	8	5,1	6,3	6,3	2,1	-6,1
Investicije u osnovna sredstava, međugodišnji rast u %	12,5	13,7	10,9	16,7	21,1	9,1	1,8
Suficit/deficit federalnog budžeta, u % BDP-a	1,7	4,3	7,5	7,4	5,5	4	4
Inflacija (CPI), promena u %, kraj perioda	12	11,7	10,9	9	11,9	13,3	2,5
Tekući račun, u milijardama USD	35,4	58,6	84,2	95,6	76,6	98,9	8,1
Nezaposlenost, %	8,6	8,2	7,6	7,2	6,1	6,3	7,1
Reserve (uključujući zlatne) u milijardama dolara, kraj perioda	76,9	124,5	182,2	303,7	478,8	427,1	427,1

Izvor: Rosstat, Centralna banka Rusije (CBR), Ministarstvo finansija.

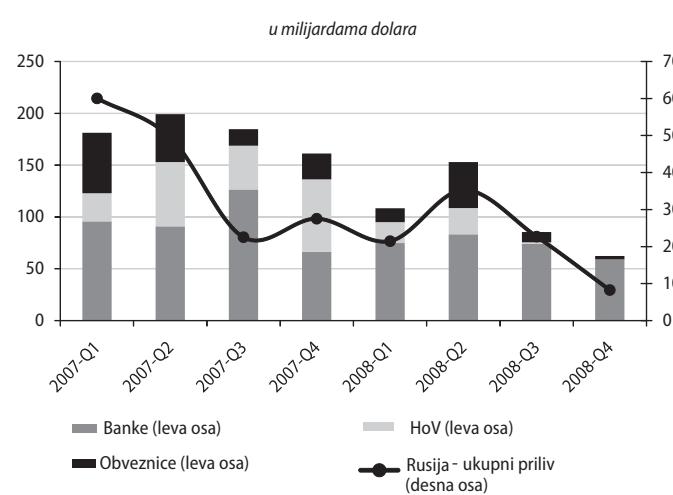
Četiri velika, međusobno zavisna, spoljna „šoka” igrali su ključnu ulogu u prenosu globalne finansijske krize na Rusiju:

- Prvo, intenziviranje globalne krize prouzrokovalo je „iznenadni prekid“ priliva kapitala a zatim značajan odliv kapitala, jer su međunarodni investitori počeli da „beže“ sa berzi u kvalitetne i manje rizične finansijske instrumente širom sveta, uključujući i Rusiju.
- Drugo, globalna kreditna kriza i pogoršanje međunarodnih uslova finansiranja pogodili su ruski bankarski sistem koji se našao u krizi likvidnosti upravo u vreme dospeća kratkoročnih obaveza otplate prema spoljnim kreditorima.
- Treće, duboki pad cene nafte počeo je da obara viškove budžeta i spoljnotrgovinskog računa tekućih transakcija, kao i velike međunarodne finansijske rezerve Rusije.
- Četvrtto, ruska berza je doživela masivni pad – uglavnom zbog opštег gubitka poverenja investitora u svetske berze i druge rizične finansijske instrumente, kao i zbog velikog pada cena nafte – pri čemu je vrednost kapitalizacije pala za dve trećine, za samo pet meseci, do novembra 2008. godine.

Ukupni bruto tokovi kapitala ka zemljama u razvoju drastično su pali u četvrtom kvartalu 2008. godine – za punih 61% u odnosu na isti period 2007. Emisija obligacija i akcija je praktično prestala, mada su međunarodni sindicirani krediti ostali još uvek relativno robustni. Posmatrajući zemlje u razvoju, od svih vrsta tokova kapitala, najviše su pale akcije na berzama, nekih 76% tokom 2008. u odnosu na 2007. godinu. Sledеći najveći pad beleže obligacije, koje su pale 51% u istom periodu, dok bankarski krediti beleže pad od 23%. U Rusiji, ukupni bruto tokovi kapitala pali su za 45% 2008. godine u odnosu na 2007. u proseku sedam milijardi US dolara mesečno (primera radi, ukupni ruski bruto društveni proizvod 2007. godine je iznosio 1,3 triliona US dolara). Prema prognozi Instituta za međunarodne finansije, sa daljim produbljenjem globalne finansijske krize i njenim prenosom na realni sektor privrede, neto priliv kapitala u zemlje u razvoju dramatično će pasti: od 929 milijardi USD 2007, na 466 milijardi USD 2008. godine – do samo 165 milijardi USD 2009. (Grafikon 2).

Poslednjih meseci 2008. godine, svetski nivo privredne aktivnosti, posebno industrijske proizvodnje, zabeležio je pad koji je iznenadio mnoge analitičare. Mereći industrijskom proizvodnjom, autput je pao punih 5,4% (u poslednjem kvartalu 2008. u odnosu na isti kvartal prethodne godine) u zemljama sa visokim dohotkom (Grafikon 3). Industrijska proizvodnja je oštro pala u zemljama u razvoju, sa desetoprocentnog rasta u decembru 2007. godine na samo 2,8% u novembru 2008. U Rusiji je u istom periodu industrijska proizvodnja pala 0,5%, dok je u decembru 2008. taj pad bio dublji – 5,9%. Poređenja radi, u maju 2008. godine industrijska proizvodnja je rasla po stopi 7,4%. Nekoliko negativnih činilaca, kao što su kreditna kriza i kriza likvidnosti – doveli su do pada privredne aktivnosti, pogađajući i potrošače i investitore, te njihovo poverenje u privredu, uz negativni efekat gubitka vrednosti razne aktive (akcije, nepokretna imovina). Moguće je očekivati dalji negativni efekat sadašnjeg pada privredne aktivnosti na finansijski sistem.

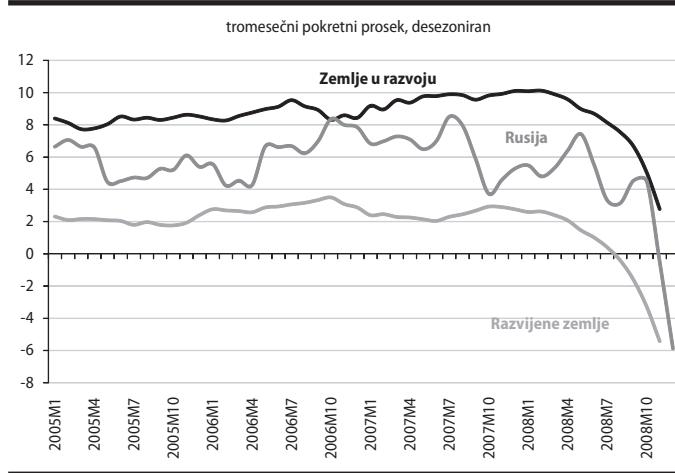
Grafikon 2. Bruto tokovi kapitala u zemlje u razvoju i Rusiju



Izvor: Dealogic i Svetska banka.

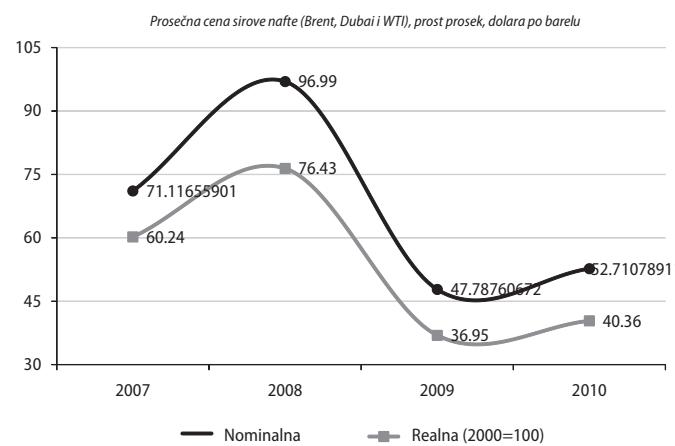
Kvartalni monitor br. 15 • oktobar–decembar 2008

Grafikon 3. Industrijska proizvodnja, godišnja promena u %



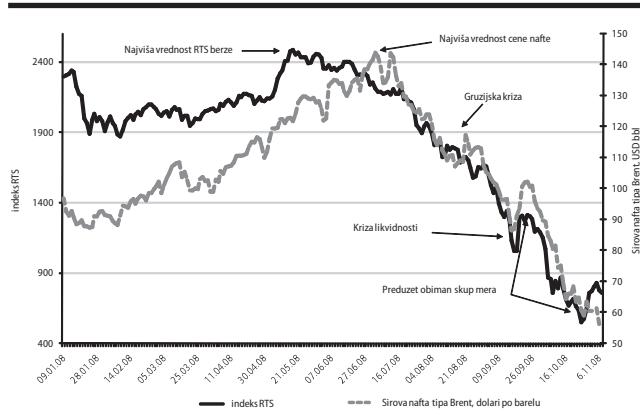
Izvor: MMF, Datastream Thomson i Svetska banka.

Grafikon 4. Projekcija Svetske banke za cenu nafte



Izvor: Svetska banka.

Grafikon 5. Cena nafte i pad ruske berze



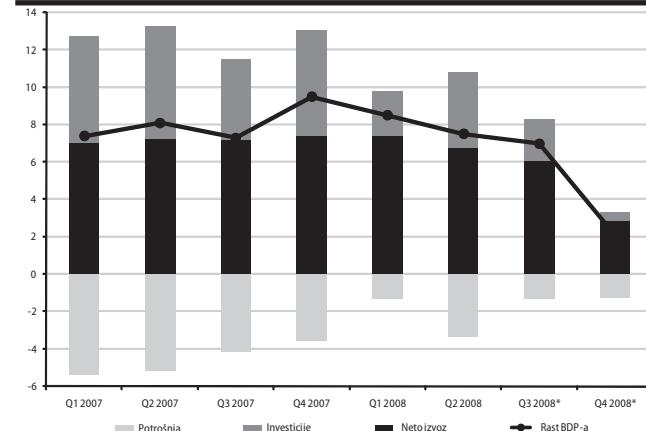
Počev od pune privredne zaposlenosti 2008. godine,

nezaposlenost u Rusiji je oštro porasla u poslednjem kvartalu 2008. godine, ali su realne plate i dalje nastavile da pretiču produktivnost. Nezaposlenost je porasla sa 5,3% u septembru 2008. na procenjenih 7,7% u decembru 2008. Veliki, radnointenzivni sektori, kao što su građevinarstvo i trgovina posebno su snažno pogodjeni, što je uzrokovalo kašnjenje

Cena sirove nafte pala je sa preko 140 USD po barelu jula 2008. godine na svega prosečnih 43,81 USD u januaru 2009., što je u velikoj meri uslovilo pad ruske berze koja je disproportionalno (preko 60%) koncentrisana u naftno-gasnog sektoru. Tražnja za naftom u najvećoj privredi sveta, SAD – pala je skoro 6% tokom 2008. godine, dok je potrošnja benzina pala za 3,3%. Tražnja je pala i u drugim zemljama OECD-a, a nedavno je počela da pada i u nekim zemljama u razvoju, posebno u Aziji. Počev od 1. januara 2009. godine, OPEC je odlučio da smanji proizvodnju nafte za 2,2 miliona barela na dan, što ukupno čini smanjenje od 4,2 miliona barela na dan, te predstavlja najveće koordinisano smanjenje ove organizacije. Ubuduće, niska tražnja i postepeni rast ponude doprineće padu cene sirove nafte od godišnjeg proseka od 97 USD po barelu 2008. godine na oko 40 USD po barelu 2009. godine, a zatim 52,7 USD po barelu 2010. godine (Grafikoni 4 i 5, preliminarni podaci).

Usporavanje investicione aktivnosti u prvoj polovini 2008. godine označilo je postepeno usporavanje ukupne tražnje. Nakon privrednog buma u prvoj polovini 2008. godine, investicije – sa potrošnjom glavna mašina kratkoročnog rasta – značajno su usporile, u najvećoj meri zbog slabljenja aktivnosti u državnim korporacijama i sektorima rudarstva i minerala. Uska grla, naročito na strani infrastrukture, postepeni rast globalne neizvesnosti i poverenja investitora uticali su na ovaj razvoj događaja. Strane direktne investicije su značajno usporile. Na rast potrošnje negativno su uticali: kreditna kriza, neizvesnost i očekivano slabljenje uslova na tržištu radne snage (Grafikon 6).

Grafikon 6. Izvori rasta ruske privrede na strani tražnje, 2007–2008 (kvartalna promena u %)

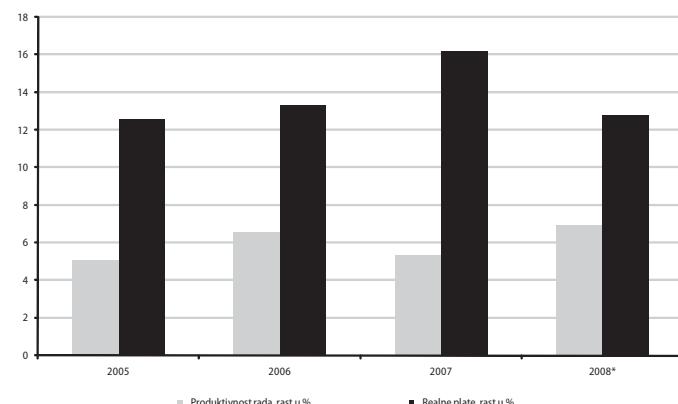


Izvor: Dezagregaciju i procene uradila je Svetska banka na osnovu podataka Rosstat-a.

* Ocenje Svetske banke.

Anatomija ruske finansijske krize

Grafikon 7. Produktivnost rada i rast realnih plata, 2005–2008 (%)



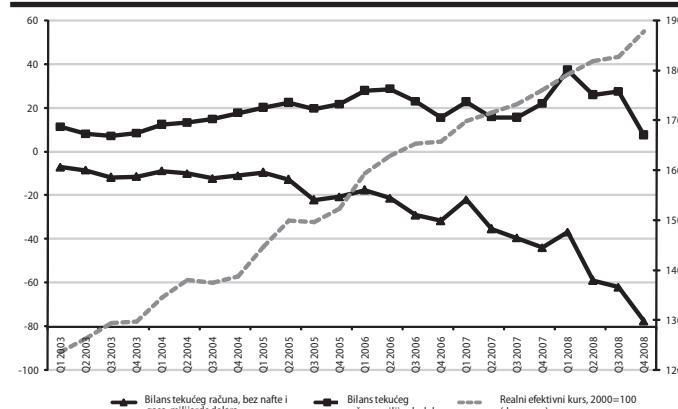
Izvor: Procena Rosstat-a i Svetske banke.

Rast produktivnosti rada januar-jun 2008, rast realnih plata januar-septembar 2008.

Napomena:

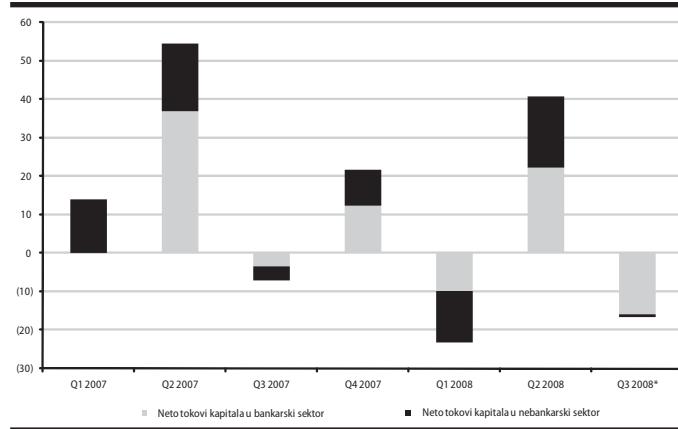
Produktivnost rada izračunata je kao učinak (BDP) po zaposlenom.

Grafikon 8. Bilansi na računu tekućih transakcija i realni efektivni devizni kurs



Izvor: Proračun Svetske banke na osnovu podataka Rosstat-a i CBR.

Grafikon 9. Kvartalni neto kapitalni tokovi, u milijardama dolara, 2007–2008



Izvor: CBR.

kao što je *Gazprom* – odgovoran je za najveći deo ukupnog obima ovog duga (Grafikon 10). I banke i nefinansijska preduzeća su povećali svoj dug, ali je dug nefinansijskih preduzeća rastao brže. U međuvremenu, javni spoljni dug ostaje ograničen. Dok je ukupni udeo kratkoročnog spoljnog duga Rusije nizak, zahvatajući samo 20% ukupnog

postojećih i novih projekata i prilagođavanje oštijim kreditnim uslovima, težoj dostupnosti kreditima, neizvesnoj tražnji i, stoga, nižim profitnim marginama. Takođe, restrukturiranje bankarskog sektora dovelo je do pada zaposlenosti visokokvalifikovane radne snage iz ovog sektora. Uprkos pogoršanju uslova na tržištu rada, realne plate su nastavile da pretiču produktivnost tokom cele 2008. godine, mada poslednji mesečni podaci iz 2009. godine govore da se ovaj trend preokrenuo (Grafikon 7).

Spoljnotrgovinska pozicija na računu tekućih transakcija, isključujući prihode od nafte i gase, nastavlja da se pogoršava. Ovaj pokazatelj predstavlja bolju meru tekućih transakcija, jer isključuje veoma nestabilne prihode od nafte i gase koji zavise od velikih kolebanja cena ovih izvoznih sirovina. Mereno na ovaj način, račun spoljnih transakcija nije u plusu nego u minusu i pogoršava se već duže vreme, delimično kao rezultat donedavne apresijacije rublje (Grafikon 8).

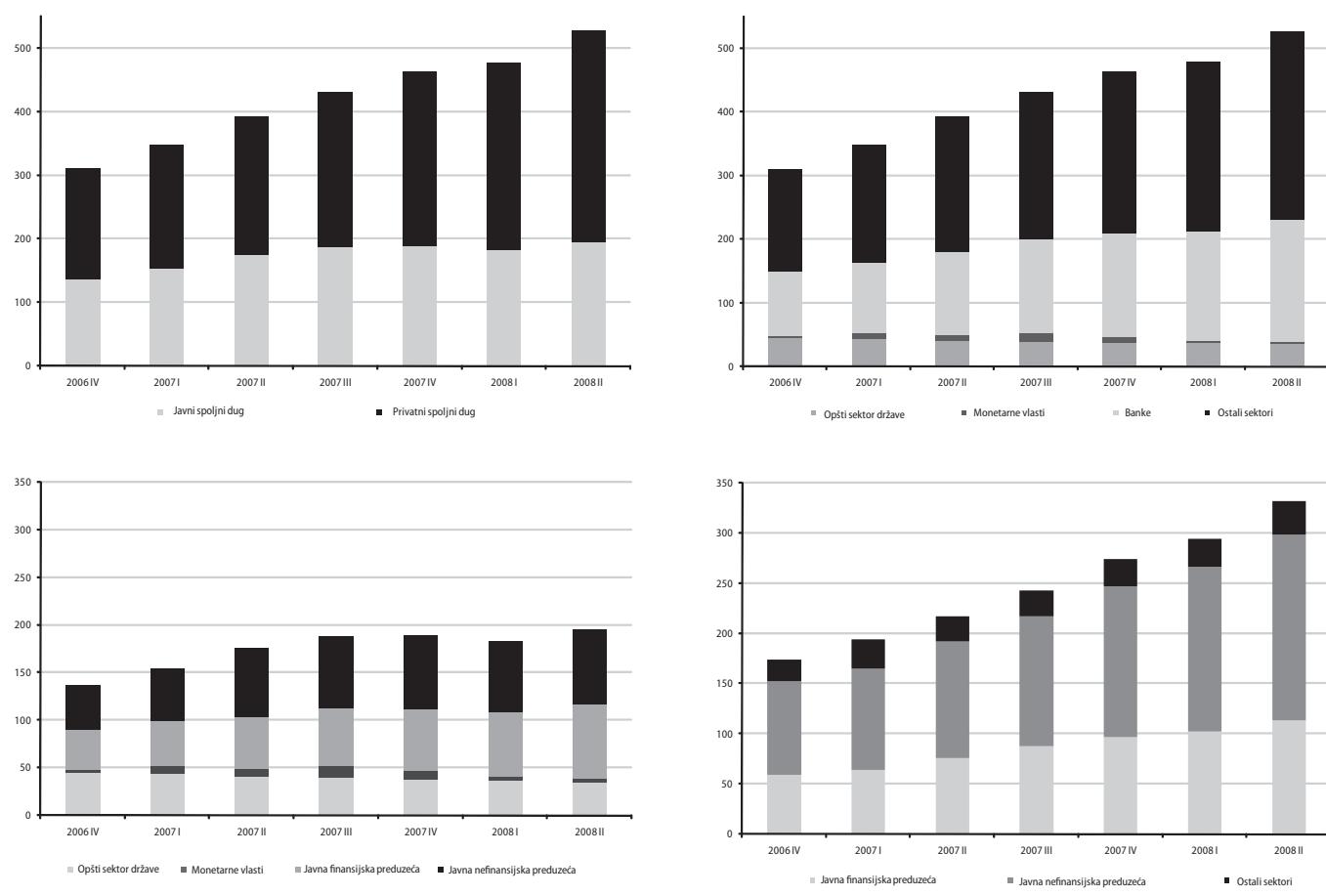
Nakon rekordnog priliva 2007. godine, ruska privreda je bila izložena klasičnom, „iznenadnom stopu“ pritoka kapitala, a zatim odlivu od sredine 2008. godine. Takođe, kolebanja tokova kapitala su porasla, a bankarski sektor je posebno iskusio snažan odliv (Grafikon 9). Nakon rekordnog neto priliva kapitala 2007. godine od 84,3 milijarde USD, došlo je do velikog neto odliva od oko 130 milijardi USD 2008. godine, koji je bio koncentrisan u poslednja dva kvartala prošle godine. U uslovima upravljanog deviznog kursa, došlo je do pada međunarodnih finansijskih rezervi sa oko 600 milijardi USD prošlog leta na oko 380 milijardi USD u februaru 2009. Dva osnovna činioca uzrokovala su ovo pogoršanje na spoljnom računu kapitalnih transakcija. Prvo, pogoršanje poverenja investitora izazvalo je pad kapitalnih tokova, uključujući i špekulativne tokove i strane direktnе investicije. Drugo, došlo je do promene očekivanja na deviznom tržištu, što je prouzrokovalo likvidaciju finansijskih aktiva u rubljama koje su ranije strani investitori držali računajući na gotovo sigurnu apresijaciju ruske valute.

Spoljni dug ruskog privatnog sektora banaka i preduzeća je brzo porastao u prvoj polovini 2008. godine, a ukupni spoljni dug je porastao za 50,1 milijardu USD u drugom kvartalu 2008. godine, uz porast rizika refinansiranja. Iako je državni spoljni dug prilično skroman, privatni dug banaka i korporacija je porastao za 37,8 milijardi USD u drugom kvartalu 2008. godine. Korporativni sektor preduzeća – koji se zvanično klasificuje kao „javni“, ali uključuje preduzeća pod kontrolom države

Kvartalni monitor br. 15 • oktobar–decembar 2008

spoljnog duga, udeo kratkoročnog duga privatnih finansijskih organizacija jeste daleko viši, oko 40%. Visok nivo ovog kratkoročnog duga privatnih finansijskih organizacija, većinom manjih i srednjih banaka koje su pozajmljivale na međunarodnom tržištu, učinio ih je ranjivim na rizik refinansiranja u uslovima iznenadne promene poverenja investitora.

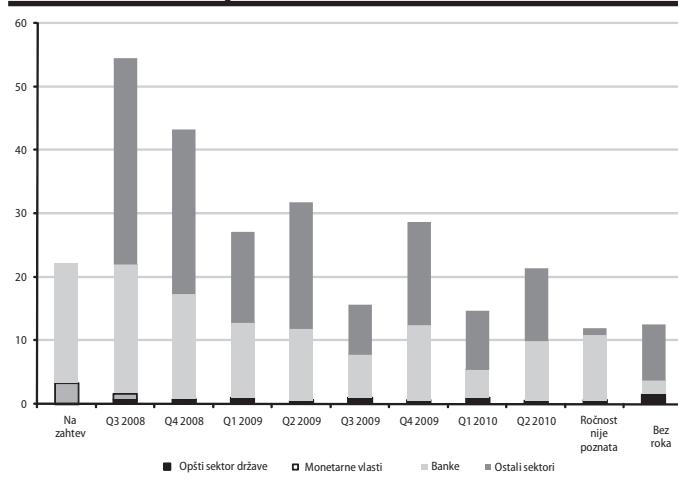
Grafikon 10. Ukupni ruski spoljni dug (u milijardama dolara)



Izvor: Proračuni Svetske banke i CBR.

Uprkos nemalim obavezama za vraćanje kredita upravo u vreme loših uslova na svetskom tržištu i povišenom riziku refinansiranja, sistemski rizik bankarskog sektora je i dalje ograničen. Rusija je uspešno odolela teškom periodu tokom dva poslednja kvartala 2008. godine, kada je privredi i bankama dospelo za plaćanje nekih 100 milijardi USD.

Grafikon 11. Otplata kredita ruskog spoljnog duga 2008–2010 (u milijardama dolara)



Izvor: CBR.

U 2009. godini, ta plaćanja iznose oko 120–140 milijardi USD i trebalo bi da se servisiraju bez većih problema pod uslovima baznog makroekonomskog scenarija (Grafikon 11). Neki sektori, posebno privatne finansijske institucije, svakako će iskusiti probleme sa ovim plaćanjima. Takođe, više cene refinansiranja biće neizbežne, ali i u tim uslovima, sistemski bankarski rizik se čini ograničenim zbog ispoljene odlučnosti (i resursa) države da podrži sistemske važne banke, kao i zbog paketa mera koje su već donesene u tom pravcu. Nedavna misija Međunarodnog monetarnog fonda, zaključila je da je i sistemski bankarski rizik ograničen (videti: IMF's Press Release www.imf.org No. 08/225, September 26, 2008).

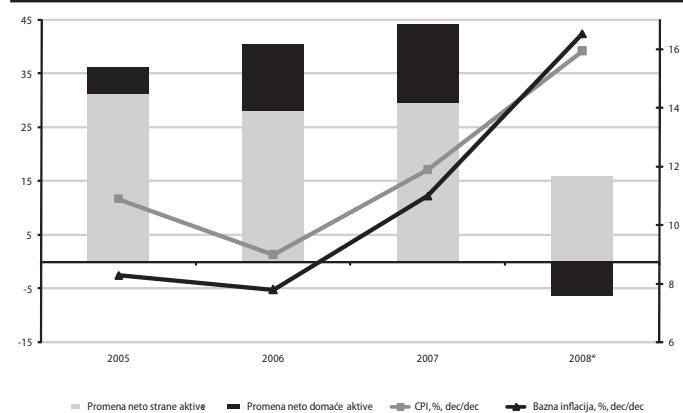
Tokom prvih osam meseci 2008. godine, monetarna politika je imala za cilj postepeno sniženje likvidnosti kako

Anatomija ruske finansijske krize

bi se borila protiv dvocifrene inflacije u uslovima velikog priliva kapitala i upravljanog deviznog kursa. Ova postepena politika, međutim, nije dovela do pada inflacije, koja je ostala visoka zbog visokih cena uvoznih proizvoda hrane, visokih inflacionih očekivanja i „napumpane” tražnje (Grafikon 12).

Rizik nelikvidnosti je, međutim, oštro porastao počev od septembra 2008. godine, i tada je centralna banka odlučno promenila politiku podržavajući likvidnost sistema kako bi povratila poverenje u bankarski sistem. Dramatično pogoršanje uslova likvidnosti u celom svetu u septembru 2008. godine, navelo je centralnu banku Rusije da promeni dotadašnji kurs monetarne politike, obori kamatne stope i obaveznu rezervu i obezbedi značajnu dodatnu likvidnost sistemski važnim bankama kako bi smanjila krizu likvidnosti i deblokirala tržiste kredita.

Grafikon 12. Inflacija i monetarni rast (u procentima, leva osa – monetarni rast; desna osa – inflacija)



Izvor: CBR, Rosstat, proračuni Svetske banke.

Napomena: Podaci za 2008. godinu su do septembra.

Ovaj odgovor ekonomске politike je bio brz, u celini posmatrano, adekvatan i proporcionalan veličini problema. On je takođe pomogao kratkoročnoj stabilizaciji finansijskog tržišta nakon turbulentne nedelje od 15. do 19. septembra 2008. Procenjeno je da je nekih 400 milijardi rubalja dodatne likvidnosti (15 milijardi USD ili 1,2% BDP) „upumpano” u privredu samo tokom septembra i oktobra kada je obavezna rezerva drastično smanjena na 0,5%. Ovo je donekle olakšalo krizu likvidnosti i poverenja sredinom septembra, ali je pritisak nelikvidnosti nastavljen u oktobru i naveo državu da preduzme dopunske mere radi obezbeđenja refinansiranja spoljnih obligacija banaka i preduzeća. Posmatrajući ovu epizodu unazad to su bile, generalno govoreći, opravdane mere, koje doduše nisu mogle zaustaviti krizu, ali su sprečile dublje pogoršanje finansijske situacije u tom periodu.

2. Odgovor ekonomске politike

Konsolidovani budžet Rusije je 2008. godine izvršen sa viškom od oko 4% BDP, a budžet za 2009. godinu se sada revidira i verovatno će rezultirati visokim deficitom. S obzirom na to da je balans rizika pomeren prema privrednom rastu, finansijskom sektoru i realnoj privredi, činjenica da Rusija i dalje poseduje fiskalne rezerve koje su akumulirane u dvama naftnim fondovima (oko 210 milijardi USD), Rusija ima fiskalni prostor da dozvoli porast deficitu u 2009. godini, da bi olakšala uticaj krize. Dugoročna javna trošenja će svakako morati da se prilagođavaju kako bi se deficit održavao na dugoročno održivom nivou u uslovima veoma niskih cena naftne i slabe globalne tražnje. Međutim, s obzirom na postojeće rezerve, ciljanje značajnijeg deficitu se čini opravdanim, kako zbog objektivnog pada poreske osnove vezane za naftni sektor, tako i zbog dodatnih trošenja vezanih za krizu.

Tabela 13. Ukupni, fiskalni, kvazifiskalni i monetarni troškovi antikriznih mera (u miliardama rubalja, osim ako nije drugačije naznačeno)

	Fiskalni	Kvazi-fiskalni	Monetarni	Ukupno
Federalni budžet	190	do 2.839	...	do 3.029
od čega: od narodnog blagostanja	...	do 700	...	do 700
Centralna banka Rusije	...	do 1.800	830	do 2.630
Ukupno	190	do 4.639	830	do 5,659
Ukupno (u miliardama dolara)	7,6	do 185,0	33	do 225,6

Izvor: Procena Svetske banke.

Iako su direktni fiskalni troškovi u najavljenim anti-kriznim merama podnošljivi, kvazi-fiskalni troškovi su puno viši. Očekivani, procenjeni direktni fiskalni troškovi koji su planirani do novembra 2008. godine – iznosili su samo 190 milijardi rublja (7,6 milijardi USD ili oko 0,58% ruskog BDP 2007. godine), ali kvazi-fiskalna i uslovna trošenja mogu dostignuti čak 4,639 USD milijardi rubalja (185 USD milijardi ili oko 14,7% ruskog BDP 2007. godine (Tabela 13)).

Ove dodatne obaveze su smanjile fiskalni prostor i zaustavile mnoge inicijative, posebno velike kapitalne rashode koji ciljaju proširenje infrastrukturnih uskih grla. Međutim, Rusija ima nekih 210 milijardi USD u dva naftna fonda koji se mogu koristiti za finansiranje značajnog deficit-a koji je neizbežan 2009. godine. Može se očekivati da će u revidiranom budžetu za 2009. godinu, biti mesta za dodatne anti-krizne rashode i one koji su namenjeni siromašnim slojevima stanovništva.

3. Izazovi za buduću ekonomsku politiku

S obzirom na dosadašnji razvoj krize i dosadašnji odgovor ekonomске politike, postavlja se pitanje: šta dalje? Koji su sledeći izazovi na koje ekonomска politika mora obratiti posebnu pažnju?

Prvi kratkoročni izazov jeste da se ograniči uticaj krize likvidnosti na realnu privrednu bez gubljenja makroekonomskе stabilnosti. Ovo neće biti jednostavno. Rusija je, međutim, danas bolje pripremljena nego bilo kada od početka tranzicije da se suoči sa ovim problemima. Uprkos nekim sličnostima sa krizom iz 1998. godine, Rusija danas ima daleko razvijeniju privrednu sa snažnim makroekonomskim osnovama. Dosadašnji odgovor ekonomске politike – obezbeđenje likvidnosti, podrška bankarskom sektoru i vraćanju kratkoročnih obaveza banaka i preduzeća i primena niza kvazi-fiskalnih mera – do sada je bio brz, masivan i, generalno, adekvatan.

Dруги изазов је dugoročне природе: неопходност појачаних напора ка диверзификацији привреде, снажењу институција и финансијског сектора ради обезбеђења основе за dugорочни привредни раст. Izvoz nafte i gasa i dalje doprinose više od dve trećine ruskih izvoznih prihoda i više od 15% BDP-a. Kriza je, međutim, razotkrila koliko je ruska privreda zavisna od cena nafte i koliko još mora da se uradi na planu diverzifikacije. Ove i druge strukturne slabosti u bankarskom sektoru čine Rusiju ranjivom na simultane udare visoko koreliranih, višestrukih šokova pada cene nafte, pada tokova kapitala i velikog odliva, kao i na pad poverenja investitora i berze. Stoga će brzina privrednog oporavka zavisiti u velikoj meri od toga koliko će doći do vraćanja poverenja domaćih i stranih investitora. Kriza takođe može katalitički delovati na nastavak strukturnih reformi poboljšavajući produktivnost rada i investicionu klimu, kao i nastavak fiskalnih reformi usmerenih ka širenju nenaftne poreske osnovice. Dalji put u ovom pogledu vodi preko diverzifikacije, preko veće otvorenosti, makroekonomskе stabilnosti, veće upotrebe visoke tehnologije i *know-how* i snažnijeg i zdravijeg bankarskog sistema.

Treći изазов на који економска политика мора да обрati паžnju јесте да се настави интегрисање у глобалну привреду, укључујући пријем у Светску трговинску организацију (СТО). Rusija je do sada imala priličnih koristi od međunarodne trgovine i integrisanih globalnih tržišta. Integracija trgovine, kapitala i finansiјa – pomogle su Rusiji da iskoristi ključne dimenzije globalizације за svoj ubrzani rast protekle decenije. U stvari, jedan od važnih izvora investicija i rasta proteklih deset godina upravo su bile dugoročne akcijske i obligacijske investicije stranih investitora. Prijem u СТО може služiti као institucionalni mehanizam kojim se ove koristi mogu konsolidovati na dugi rok, a i да се заштите домаће reforme i obezbedi stabilniji režim спољне трговине заснован на међunarodним правилима. Rusija je највећа земља света која nije чланica СТО. Takođe, активно уčešće Rusije u обликовању нове међunarodне финансијске архитектуре помоћи ће и нjenim ambicijama да konsoliduje i unapredi svoju ulogu у међunarodном финансијском систему и тржишту.

Četvrti изазов је ограничiti udar krize на регионалном нивоу и pratiti evoluciju problema usled nevraćanja kredita i kašnjenja u plaćanjima preduzeća i banaka. Nedostatak likvidnosti će imati negativan uticaj na regije Rusije koji se oslanjaju na relativno uske poreske osnovice i podršku i pozajmice od Federacije. Iako je ukupni nivo regionalnog javnog duga, укључујући i garancije, veoma mali u odnosu na privrednu kao celinu (trenutno 527 milijardi rubalja ili oko 1,5% BDP-a) usporavanje privrednog rasta, erozija poreske osnovice i porast nezaposlenosti će izazvati dodatne pritiske na regionalne privrede. A regiji koji su se oslanjali na pozajmice doživeće porast troškova novog pozajmljivanja. Zatim, u uslovima ограниченih kredita u depresiranoj privredi,javlja se ponovo rizik finansijske nediscipline, odnosno raznih oblika neplaćanja. Ovaj problem, nosioci ekonomске politike u Rusiji moraće pažljivo da prate, i da prilagođavaju odgovor razvoju situacije. Mada olakšanje budžetskog ograničenja državnim preduzećima ili administrativne kontrole cena mogu izgledati kao atraktivna kratkoročna rešenja, u uslovima opšte ekonomске i socijalne krize, treba imati u vidu da ovakve mere daju pogrešne podsticaje preduzećima u smislu efikasnog poslovanja.

Konačno, prolongirana recesija tokom 2009. godine mogla bi zahtevati uvođenje dobro ciljanog paketa fiskalnog stimulansa usmerenog ka osnovnim pokretačima rasta i najsiromašnijim slojevima. Upravo je ovo predmet tekućih diskusija u pripremi revizije budžeta za 2009. godinu. Iz makroekonomске perspektive, Rusija je verovatno dobar kandidat za takav paket

s obzirom na to da je privredna aktivnost pala duboko ispod potencijalne, da je rizik inflacije ograničen, a fiskalne rezerve i dalje značajne. Cilj takvog paketa bi mogao da bude primarno usmeren na siromašne i nezaposlene, a time bi stimulisao i njihovu agregatnu potrošnju i doprineo uslovima za brži oporavak privatnih investicija u fazi privrednog oporavka. Da bi imao željeni efekat, takav paket mera mora biti vremenski ograničen sa jasnim rokom trajanja, transparentan, fiskalno dopustiv, zasnovan na jasnim pravilima i primenjen kao izuzetni paket mera u izuzetnoj situaciji. Ovo je važno iz ugla kvaliteta upravljanja javnim finansijama, kao i da bi se izbegao gubitak kontrole nad fiskalnom pozicijom. Ali, to je takođe važno da bi se minimizirao problem moralnog hazarda i problema vezanih za motivaciju koji nastaju pri državnoj podršci preduzećima i bankama koje su prethodno napravile loše komercijalne odluke. U pogledu strukture podrške, osnovno usmerenje ovog paketa bi trebalo verovatno da bude na siromašne i nezaposlene, mala i srednja preduzeća i najznačajnija uska grla infrastrukture.

Konačno, važno je napomenuti da u uslovima globalne krize, u bilo kojoj zemlji, državna intervencija je neophodna, ali ne svemoćna i, stoga, ekonomski politika mora biti strateški orijentisana da bi bila uspešna u tako teškim uslovima. Razmere ove globalne krize su takve da nema zemlje koja nije njome dotaknuta i postoje realni limiti u tome šta država može da uradi. Ti limiti su diktirani, između ostalog, fiskalnom situacijom, pozicijom javnog duga i implikacijama ekonomski politike za stabilnost valute i inflaciju. To znači da država mora da raspodeli retke resurse na najbolji način i da ih usmeri, takoreći, na tačke najvećeg pritiska krize. U slučaju Rusije, 2009. godine, zemlja se nalazi u boljoj poziciji nego tokom ranijih kriza i ima značajna sredstva kojima može da se suoči sa posledicama ove krize. Ali i Rusija će morati da bude selektivna u izboru gde koncentrisati odgovor ekonomski politike – na oblasti najvećeg socijalnog efekta: na siromašne, nezaposlene i socijalno ugrožene slojeve stanovništva, na mala i srednja preduzeća i infrastrukturu.

4. Preliminarni pogled na 2009. godinu

Preliminarne prognoze globalnih privrednih kretanja i onih u Rusiji su veoma neizvesne. Margina moguće greške u ovim prognozama je posebno velika u pogledu globalne tražnje i cena nafte. Preliminarno, Svetska banka predviđa cenu nafte 2009. godine od oko 47 USD po barelu. Na toj osnovi, realni rast ruske privrede, uz ostale prateće pretpostavke, za 2009. godinu kao celinu će verovatno biti negativan (oko -1,4%) po prvi put nakon krize 1998. godine, i u poređenju sa visokim rastom od 5,6% zabeleženim prethodne godine.

Rezimirajući, globalna kriza se snažno odrazila na Rusiju, ali je ekonomski politika do sada odgovorila na ovaj izazov proaktivno i sa značajnim paketom mera. Dodatni napori će biti potrebni da bi se one primenile. Transparentnost i efektivnost mera će biti važna da bi one imale željeni efekat. Dugoročno posmatrano, biće važno posvetiti pažnju pitanjima konkurenčnosti, diverzifikacije i rasta malih i srednjih preduzeća i infrastrukture. Takve reforme i modernizacija bankarskog sektora bi mogle doprineti bržem rastu produktivnosti i omogućiti da Rusija izade iz ove krize sa zdravijom i dinamičnijom privredom.

5. Neke paralele sa Srbijom i Crnom Gorom

Da li rusko iskustvo sa finansijskom krizom omogućava da se povuku neke paralele ili izvuku pouke za manje evropske privrede kao što su Srbija i Crna Gora, koje su takođe izložene sličnim privrednim udarima? Ne pretendujući na komparativnu analizu, moguće je povući nekoliko interesantnih paralela koje mogu biti korisne za razmišljanje o krizi u Srbiji i Crnoj Gori i njenom širem međunarodnom kontekstu. Prvo, početni uslovi, pre početka krize, u Rusiji, Srbiji i Crnoj Gori bili su prilično slični. Svaka od ovih zemalja je imala visok privredni rast, potpomognut velikim prilivom kapitala koji se reflektovao na domaću likvidnost i bum kredita, građevinske aktivnosti i ukupne tražnje. Drugo, kriza je počela da se oseća u sve tri zemlje skoro istovremeno i sa određenim kašnjenjem u odnosu na razvijene zapadne zemlje. Kriza je posebno pogodila ove tri zemlje od septembra 2008. godine u vreme globalne finansijske panike kada su globalni investitori masovno napustili svetske berze nakon bankrotstva Lehman Brothers-a. Treće, sve tri zemlje su osetile značajno pogoršanje svog izvoznog okruženja, iako je ovaj uticaj na Srbiju komparativno manje značajan. U slučaju Rusije i Crne Gore, cene ključnih izvoznih proizvoda, nafte i aluminijuma, značajno su pale, doprinoseći pritiscima na budžet i spoljnotrgovinsku poziciju. I četvrtu, domaći bankarski sektori ovih zemalja nisu bili izloženi originalnoj hipotekarnoj krizi i krizi finansijskih derivata.

Transmisija krize na realnu privredu je takođe bila slična. U svakoj od ovih zemalja, bankarski sektor je, međutim, do različitog nivoa, bio izložen inostranim kreditima. Naime, banke su pozajmljivale po niskim stopama u inostranstvu,

a onda reciklirale ta sredstva u funkciju kreditiranja domaćeg privatnog sektora. Ovaj izvor finansiranja je omogućio bankama da vrše ekspanziju kredita privatnom sektoru mimo nivoa tradicionalnih, depozitnih izvora. Takođe, neke banke su bile izložene rizičnim lokalnim tržištima građevinarstva i nekretnina tokom perioda privrednog buma. Kada je spoljna likvidnost presahnula, a sa njom i lagan pristup spoljnim kreditima, time je završen domaći kreditni bum, a banke su ostale opterećene visokim kratkoročnim obavezama vraćanja preuzetih kredita i postepenim pogoršanjem portofolia svoje aktive. Štaviše, socijalne posledice krize putem rasta nezaposlenosti i pritisaka na realne plate se takođe odvijaju sličnom dinamikom.

Odgovor ekonomске politike u svakoj od ovih zemalja je u početku bio skoncentrisan na podršku likvidnosti sistema i ograničenje sistemskog bankarskog rizika. U narednom periodu, dodatna pažnja će verovatno morati da se obrati na socijalne posledice krize kao i na osnovna infrastrukturna uska grla čije eliminisanje će biti posebno važno u fazi oporavka privrede. U svakoj zemlji postoje značajna infrastrukturna uska grla kao rezultat godina nedovoljnih investicija i održavanja. Dok Rusija ima finansijske resurse da poveća fiskalni deficit tokom 2009. godine, manevarski fiskalni prostor Srbije i Crne Gore je znatno ograničen. Kao posledica toga, ove dve zemlje će biti više zavisne od obezbeđenja spoljnih finansijskih resursa, od strane međunarodnih finansijskih organizacija i banaka, da bi uspešno odgovorile izazovima krize.

Konačno, kriza je zaista globalna i nijedna zemlja nije potpuno pošteđena, uključujući Srbiju i Crnu Goru. Transmisija krize u zemljama zavisnim od spoljnotrgovinskog okruženja i tokova kapitala, kao što su Rusija, Srbija i Crna Gora, bila je prilično slična. Sledeća faza krize ispoljiće se na socijalnom planu. Ekonomski i socijalni rezultati u ovim uslovima će donekle zavisiti od narednog odgovora ekonomске politike, kao i od toga u kojoj meri će se taj odgovor koncentrirati na kritične tačke, poput socijalne sfere, odolevajući političkim pritiscima da se podrže pojedine banke, korporacije i sektori.

CIP - Katalogizacija u publikaciji
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

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

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

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