

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 16 • januar–mart 2009

Beograd, jun 2009

IZDAVAČ

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

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET

Mihail Arandarenko (odgovorno lice Izdavača)
Jurij Bajec
Pavle Petrović
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
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 reprodukovati bez prethodne pismene dozvole nosioca autorskih prava, ali je prilikom njihovog korišćenja obavezno navođenje izvora.

Sadržaj

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

TRENDOVI

1. Pregled	7
Izabrani pokazatelji: tabelarni pregled	
2. Privredna aktivnost	10
Ušli smo u duboku recesiju – pad BDP-a u 2009. verovatno oko 5%	
3. Zaposlenost i zarade	17
Zaposlenost je još uvek stabilna, ali postoji opasnost da će početi da pada ako se recesija nastavi	
4. Platni bilans i spoljna trgovina	22
Tekući deficit je znatno poboljššan, ali zahvaljujući recesiji i značajnom padu proizvodnje	
5. Cene i devizni kurs	30
Inflacija i kurs pod uticajem recesije – nominalni kurs je stabilan, dok realni čak raste, a tržišna inflacija je pod kontrolom	
6. Fiskalni tokovi i politika	38
Održivost rebalansa budžeta i moguće mere ako se on ne ispuni	
7. Monetarni tokovi i politika	42
Snažan pad kreditne aktivnosti i rast nenaplativih kredita stvaraju ozbiljne probleme, ali i mogućnost za novu politiku NBS	
8. Finansijska tržišta	49
Pad aktivnosti i prinosa na Beogradskoj i regionalnim berzama; rast zaduživanja države na tržištu hartija od vrednosti	
9. Međunarodno okruženje	53
Zbog loše privredne situacije svuda u svetu preduzima se sve više anti-recesionih mera	

OSVRTI

Osvrt 1. Revidiran i dopunjen <i>stand-by</i> aranžman MMF-a sa Srbijom	64
Osvrt 2. Dometi i ograničenja rebalansa budžeta Republike Srbije i pratećih mera ekonomske politike	66
Osvrt 3. Poreske reforme u svetlu pregovora sa MMF-om	69
Osvrt 4. Javni dug Republike Srbije	71
Osvrt 5. Dubina recesije primorava Narodnu banku Srbije na popuštanje monetarne i prudencione politike	74
Osvrt 6. Statistika rada u tranziciji	76

POD LUPOM

Pod lupom 1:

Javne nabavke u Srbiji – dometi reformi	80
--	----

Dr Predrag Jovanović

U ovom tekstu autor ocenjuje institucionalni okvir i funkcionisanje javnih nabavki u Srbiji, stavke vredne četiri milijarde evra godišnje, te ukazuje gde se mogu uvesti poboljšanja i ostvariti značajne uštede.

Pod lupom 2:

Novi Zakon o hartijama od vrednosti – neophodan faktor konkurentnosti Srbije	88
---	----

USAID Program podrške ekonomskom razvoju Srbije

U ovom zajedničkom radu više autora predstavljen je Nacrt novog Zakona o hartijama od vrednosti, koji treba da otkloni značajne slabosti prethodnog Zakona iz 2006. i da bude u skladu sa evropskim standardima i „najboljom praksom“.

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

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

Definicije agregata i indeksa

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

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

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

Notacija

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

H – primarni novac

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

IMC – indeks maloprodajnih cena

IIP – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

ITŽ – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

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

NDA – neto domaća aktiva

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

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

ECB – Evropska centralna banka

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

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

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

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

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

NZS – Nacionalna služba za zapošljavanje

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

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

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Privreda Srbije je pogođena velikim smanjenjem proizvodnje, a najnoviji podaci za april ne pokazuju da je dno dostignuto. Ovo stoga predstavlja osnovni problem s kojim ekonomska politika mora neposredno da se suoči. Inflacija sada nije problem, kao ni depresijacija dinara, jer je duboka recesija stavila i jedno i drugo privremeno pod kontrolu. Međutim, na srednji rok, nakon krize, privredni rast neće moći više da se oslanja na ogroman priliv stranog kapitala i potrošnju znatno veću od proizvodnje, a inflacija neće moći da se koči prećenjenim dinarom. Ekonomske reforme i politika koje će smanjiti potrošnju, prvenstveno državnu i, povezano s tim, sprečiti prećenjenost dinara, biće neophodne da bi se ostvario prihvatljiv i održiv privredni rast.

Pad proizvodnje (BDP-a) u prvom kvartalu (Q1) od oko 6% pokazuje da je Srbija ušla u duboku recesiju; podaci za april potvrđuju taj trend, te će BDP značajno pasti u 2009, verovatno oko 5%. Potpuno zaustavljanje novih kredita, kao i veliki pad izvozne tražnje doveli su do smanjenja proizvodnje. Taj talas se još nije prevalio na značajni pad zaposlenosti, ali i to nužno sledi ako recesija potraje i počne da dolazi do zatvaranja firmi. Naravno, takvo stanje niti je poželjno niti socijalno održivo.

Druga strana medalje jeste da je recesija dovela do *prisilnog usklađivanja spoljnog deficita naniže*. Smanjenje domaće potrošnje dovelo je do velikog pada uvoza, te je i pored nižeg izvoza došlo do značajnog smanjenja deficita tekućeg računa. Tako se ova „rupa“ prema inostranstvu gotovo prepolovila sa oko uobičajenih šest milijardi evra na verovatnih tri milijarde u 2009. Ovako značajno smanjeni iznos neophodnih stranih sredstava moguće je sada pokriti uglavnom novcem dobijenim od MMF-a i zaduživanjem države za pokrivanje budžetskog deficita, kao i dodatnim manjim prilivima. S druge strane, ponovo uz pomoć MMF-a, Vlada i NBS su uspeli da odlože plaćanje dospelih stranih kredita privredi u 2009. od oko pet milijardi evra. Tako je spoljni deficit zatvoren u ovoj godini, čime je izbegnut krah dinara i, štaviše, on je postao „stabilan“. Ali ova stabilnost dinara plaćena je dubokom recesijom i može se održati samo dotle dok recesija traje. Naime, neophodno oživljavanje privredne aktivnosti i prateći rast potrošnje povećaće ponovo spoljni deficit i „pritisnuti“ dinar.

Recesija je, kao što smo još u decembru predvideli (v. QM 14) zakočila inflaciju. To pokazuje mali rast cena koje se

slobodno formiraju na tržištu (bazna inflacija), a upravo one odražavaju stvarno kretanje inflacije. Taj trend bio je zamagljen značajnim rastom cena koje je država podigla u prvih pet meseci ove godine. Prethodna ocena se odnosi i na visoku mesečnu inflaciju u maju (1,5%) koja je gotovo isključivo posledica rasta cene nafte i sezonskog porasta cena poljoprivrednih proizvoda, a ne dejstva tržišnih činilaca.

Neopravdani strah da nam pretila visoka inflacija dovela je do *zakasnelog i nedovoljnog monetarnog popuštanja* od strane NBS. Referentna kamatna stopa je u prvih pet meseci ove godine bila, i još uvek jeste, veoma visoka (14%), imajući u vidu očekivanu inflaciju (8-10%) i duboku recesiju. Takva recesija zahteva značajno smanjivanje referentne kamatne stope kako bi se banke snažno pogurale da, umesto NBS-u (repo plasmani), dinare plasiraju posustaloj privredi. To bi bio pravi i jedini preostali način da se privreda izvlači iz recesije, jer fiskalna politika koju predviđa rebalans budžeta, teško da to može učiniti.

Subvencionisani krediti od strane države ograničenog su dometa i predstavljaju *zaobilazan put* za neophodno novo finansiranje privrede. Do sada je privredi dato ispod 300 miliona evra ovih zajmova, a u isto vreme država se kod domaćih banaka zadužila za skoro 500 miliona evra. Dodatno, domaće banke drže oko milijardu evra kod NBS u vidu repo plasmana. Stoga je umesto politike subvencionisanja bolja politika da se spuštanjem referentne kamatne stope NBS i odustajanjem države da se zadužuje kod domaćih banaka – dobar deo od ovih milijardu i po evra bankarskih sredstava usmeri u privredu. S druge strane, subvencionisanje uvek stimuliše aktere da nađu načine kako da državni novac „stave u svoj džep“ (*rent-seeking*). Verovatno je, naime, da bi banke deo ovih kredita plasirale i bez subvencija koje su za njih uzele. Najzad, država je do sada zakazala tamo gde je mogla da bude najefikasnija u podizanju privredne aktivnosti – investicija u infrastrukturu.

Fiskalna politika, dogovorena sa MMF-om i usvojena rebalansom budžeta krajem aprila, neće značajnije stimulisati potrošnju i proizvodnju, jer je predviđen deficit od 3% BDP-a tek nešto veći od deficita u 2008. (2,5%). No, postoje *značajni rizici* da fiskalni deficit u 2009. bude i veći. Prvo, zato što su rebalansom predviđene mere za smanjenje javne potrošnje i povećanje prihoda donete na brzinu i *ad hoc*, te postoji značajna verovatnoća da se neće

u potpunosti ostvariti (v. *Osvrt 2*). Drugo, moguće je da zbog većeg pada proizvodnje od očekivanog, prikupljeni porezi budu manji i stoga budžetski deficit veći.

Stoga u nešto lošijem scenariju od predviđenog rebalansom, fiskalni deficit u 2009. može da se značajno uveća, recimo na 4,5% BDP-a (v. *Osvrt 1*). U tom slučaju aranžman sa MMF-om predviđa povećanje PDV i smanjivanje plata u javnom sektoru, da bi se sprečilo ovo povećanje deficita. Međutim, te mere bi gurnule privredu u još veću recesiju, te je verovatno bolje rešenje povećanje deficita pod uslovom da se obezbedi spoljno finansiranje. Zaduživanje države u zemlji, dosadašnje i buduće, štetno je, jer istiskuje privatni sektor sa domaćeg bankarskog tržišta. Usled toga dodatna javna potrošnja po tom osnovu ne znači stimulisanje tražnje i proizvodnje, već samo preraspodelu iste potrošnje – od privatnog sektora ka državi.

Zbog snažne recesije nominalni *kurs dinara* je nepromenjen već nekoliko meseci, dok s druge strane ukupni nivo cena raste, što, zajedno posmatrano, dovodi do rasta vrednosti dinara u realnom izrazu. Zadržavanje visoke kamatne stope od strane NBS kombinovane s još dubljom recesijom, mogu dovesti i do nominalno veće vrednosti dinara što podrazumeva još veći njegov realni rast. Povećanje vrednosti dinara jeste krajnje nepovoljno za srpsku privredu; njegov eventualni budući rast treba sprečiti između ostalog smanjivanjem kamatne stope NBS. Štaviše, poželjno bi bilo da tokom ove i sledeće godine dinar blago smanjuje svoju vrednost u realnom izrazu, tj. da stopa depresijacije dinara bude veća od stope inflacije. Tada bismo izlazak iz recesije dočekali znatno bolje pripremljeni.

Na srednji rok, nakon ove krize, neće biti vraćanja na staro kada se u Srbiji rast proizvodnje i potrošnje bazirao na ogromnom prilivu stranog kapitala preko kredita i prodaje domaćih preduzeća. Budući prilivi stranog kapitala biće značajno smanjeni, a i Srbija će iz krize verovatno izaći sa značajnim spoljnim dugom. Naime, sadašnji dug od oko 70% BDP-a može do 2010. da se uveća na kritičnih 80% predviđenim zaduživanjem kod MMF-a, kao i zaduživanjem države za pokrivanje svog deficita. Stoga će biti neophodno *da domaća potrošnja sporije raste od proizvodnje* i da se tako spoljni deficit spusti na nivo koji se može finansirati.

Prethodno razmatrano zahteva da *država* u sledećim godinama smanji (relativno u odnosu na BDP) svoju potrošnju i iz deficita pređe u suficit, tj. da ostvaruje neto štednju. Ovo traži ozbiljno pripremljenu reformu javnog sektora, za razliku od *ad hoc* mera u tekućem rebalansu, kao i političku volju da se te reforme sprovedu.

Potrošnja u *privatnom sektoru* će i dalje biti veća od njegovog dohotka, što znači da će ovaj sektor i dalje ostvarivati deficit,

ali će se on nužno smanjivati. Kod domaćinstava kočenje potrošnje treba da se postigne preko sporijeg rasta kredita tom sektoru, kao i sporijeg rasta plata. Ovo poslednje biće pomognuto realnim padom plata u javnom sektoru u ovoj i sledećoj godini. Potrošnja, odnosno investiranje u privredi biće ograničeno mogućnošću privlačenja strane štednje: investicija i kredita.

Najzad dodatno *smanjenje vrednosti dinara* u realnom izrazu (realna depresijacija) biće verovatno neophodno, da bi se, uz prethodno usporavanje rasta potrošnje, dostigao održiv spoljni deficit, tj. onaj koji će biti moguće pokriti iz smanjenih priliva kapitala. Manja vrednost dinara će, prvo, sama po sebi uticati na smanjenje potrošnje jer će uvozna dobra činiti skupljim, a time i raspoloživi dohodak za ostala dobra manjim. Drugo, veća vrednost evra će okretati tražnju od skupljih stranih proizvoda ka jeftinijim domaćim, a takođe će povećati izvoz. Ovo drugo će uticati na rast domaće proizvodnje, dok će i jedno i drugo voditi relativnom smanjenju spoljnog deficita na srednji rok.

Osvrti u ovom broju ispituju odgovor ekonomske politike na krizu u Srbiji, analizirajući preduzete mere i ocenjujući njihove moguće efekte. U *Osvrtu 1* novi stalni predstavnik MMF-a u Beogradu, Bogdan Lissovlik, izlaže novi sporazum sa Fondom, analizira potencijalne rizike sa kojima se suočava privreda Srbije, kao i moguće odgovore ekonomske politike. Sledeća tri *Osvrta* (Arsić, M., Altiparmakov, N. i Randelović, S.) detaljnije se bave fiskalnom politikom predviđenom rebalansom budžeta, razmatrajući slabosti kao i alternativne mere, a potom i javnim dugom u Srbiji. *Osvrt 5* (Kokotović, S.) izlaže promene u monetarnoj politici kao reakciju na krizu. Poslednji, *Osvrt 6*, daje preporuke sa dva okrugla stola u organizaciji Fonda za razvoj ekonomske nauke (FREN) koja su razmatrala problematiku statistike tržišta rada.

Tekstovi u rubrici „*Pod lupom*“ bave se posebnim, ali značajnim pitanjima institucionalnih reformi u Srbiji. U „*Pod lupom 1*“ Direktor Uprave za javne nabavke Predrag Jovanović, analizira dosadašnja iskustva, slabosti i izazove u ovoj važnoj oblasti, gde se godišnje potroši oko četiri milijarde evra. „*Pod lupom 2*“ predstavlja rezultat šireg USAID-ovog projekta *Program podrške ekonomskom razvoju Srbije* koji nudi Nacrt novog zakona o hartijama od vrednosti u Srbiji i konfrontira ga sa slabostima prethodnog. Jedan okrugli sto povodom Nacrta novog zakona je već održan, a ovaj tekst treba da podstakne dalju javnu raspravu.



TRENDOVI

1. Pregled

Recesija je osnovni problem domaće ekonomije. Pad privredne aktivnosti u Q1 u odnosu na isti period prethodne godine veći je od 6%, i još uvek se ne uočavaju pouzdani znaci oporavka. U najvećem broju prethodnih izdanja *QM-a* ukazivali smo na deficit tekućeg računa platnog bilansa i visoku inflaciju kao osnovne indikatore problema s kojima se suočava ekonomija Srbije. Sada, kada se gasi privredna aktivnost, smanjenje tekućeg deficita i usporavanje inflacije nisu indicija dugo iščekivanih kvalitativnih poboljšanja domaće ekonomije, već su uzgredna posledica stupanja na scenu još ozbiljnijeg problema.

Pad privredne aktivnosti će u 2009. najverovatnije biti veći od planiranih 2%. Naše su procene da će pad privredne aktivnosti u 2009. iznositi oko 5% ukoliko ne dođe do, ipak malo verovatnog, snažnog preokreta u trendu proizvodnje u preostalom delu godine. Najnoviji podaci za april upravo ukazuju na stagnaciju, ako ne i dalje produblјivanje pada privredne aktivnosti u odnosu na Q1. Međugodišnji pad industrijske proizvodnje u aprilu iznosio je 21,1%, a prerađivačke industrije 23,2%. Napominjemo da je u Q1 industrijska proizvodnja imala manji međugodišnji pad koji je iznosio 16,9%, a prerađivačka industrija 22,5%. Aprilski izvoz je manji za 25,6% u odnosu na isti period prethodne godine, što je na sličnom nivou iz prva tri meseca 2009. kada je pad izvoza iznosio 23,8%.

Neposredni uzrok pada proizvodnje u Q1 koji procenjujemo na oko 6% (nepolјoprivredna BDV) jeste smanjenje kako domaće, tako i izvozne tražnje (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Domaća tražnja je u Q1 za 7% realno niža u odnosu na isti period prethodne godine, dok je izvozna smanjena za čak 21%. Zbog svog većeg učešća (80%), domaća tražnja je ipak više uticala na pad ukupne tražnje i privredne aktivnosti od izvozne. Pad domaće tražnje kao i njegovi uzroci (pad kreditne aktivnosti) vide se i kroz trend i strukturu najšireg monetarnog agregata - M2, koji po prvi put od 2001. godine beleži međugodišnji realni pad koji iznosi 3,2% (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“).

Zaposlenost u Q1 jeste smanjena, ali ovo smanjenje nije toliko snažno u poređenju sa padom privredne aktivnosti. Po podacima iz Ankete o radnoj snazi, stopa zaposlenosti u aprilu je bila za 2,5 procentnih poena niža od one iz oktobra, a stopa nezaposlenosti je porasla sa 14,7 na 16,4% (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Zaposlenost sporije reaguje na promene makroekonomskog okruženja od drugih posmatranih agregata. Jedinični troškovi rada (JTR) koji mere učešće troškova radne snage u ostvarenoj dodatnoj vrednosti su stoga u Q1 naglo porasli – viši su za oko 10% u odnosu na isti period prethodne godine. Pojednostavljeno posmatrano, promena u nivou JTR nam ukazuje da na nagli pad u proizvodnji preduzeća još uvek nisu reagovala značajnijim otpuštanjem zaposlenih. Izvesno je, međutim, da sadašnji nivo izdvajanja za plate na duži rok neće biti održiv ukoliko ne dođe do oporavka proizvodnje, te će i zaposlenost, s određenim kašnjenjem, verovatno morati da se dodatno smanji.

Smanjenje deficita tekućeg računa platnog bilansa je najvećim delom posledica recesije. Deficit tekućeg računa u Q1 je bio ispod 12% BDP-a, odnosno iznosio je 810 miliona evra, što predstavlja smanjenje od čak 480 miliona evra u odnosu na isti period prethodne godine (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). U osnovi smanjenja deficita tekućeg računa je smanjenje uvoza. Iako je smanjenje domaće tražnje i proizvodnje imalo najveći uticaj na smanjenje uvoza, određeni doprinos njegovom padu dalo je i međugodišnje smanjenje cena energenata. Ovoliko smanjen tekući deficit, koji će iznositi nešto preko tri milijarde evra na godišnjem nivou, moguće je finansirati, te se smanjuju depresijacijski pritisci i stabilizuje kurs dinara (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). U poslednja tri meseca (mart – maj), dinar čak realno apresira u odnosu na evro za 1,5%.

Spoljni dug se u nominalnom iznosu nije povećao, ali je poraslo njegovo učešće u BDP-u usled pada proizvodnje i depresijacije. U Q1 je došlo čak do određenog razduživanja prema inostranstvu. Stanje spoljnog duga krajem marta je iznosilo 21,5 milijardi evra, u odnosu na 21,8 milijardi evra s kraja decembra 2008. godine. Učešće spoljnog duga u BDP se i pored nominalnog smanjenja u Q1 povećalo sa 65% na oko 70%, budući da je došlo do pada privredne aktivnosti, što je uz realnu depresijaciju dinara uticalo da BDP u evrima bude znatno niži nego u 2008. godini.

Inflaciju je zakočila recesija, iako je Indeks maloprodajnih cena u prvih pet meseci 2009. porastao za čak 8,7%. Inflacija je, međutim, u najvećoj meri posledica administrativnih mera (povećanja akciza i cena koje su pod direktnom administrativnom kontrolom) i egzogenih činilaca (povećanja cene nafte). Tržišna (bazna) inflacija, koja meri kretanje cena proizvoda i usluga čije cene se slobodno formiraju na tržištu, od marta ne prelazi 0,4% mesečno, što anualizovano predstavlja godišnju inflaciju manju od pet procenata. Na slične tendencije ukazuju i ostali indikatori koji mere inflaciju. Indeks potrošačkih cena je od početka godine do kraja aprila porastao za 4,8%. Međutim, kada bismo iz Indeksa potrošačkih cena izdvojili rast cena naftnih derivata i proizvode koji su poskupeli zbog administrativnih mera, njegov porast od početka godine do aprila bi iznosio svega 2,8%, odnosno anualizovano 8,8%.

Uticaj depresijacije na inflaciju nije bio veliki. Nakon stabilizacije kursa dinara u prethodna tri meseca u prilici smo da aproksimativno izračunamo koliki je bio prolaz od depresijacije ka inflaciji. On je iznosio oko 0,2, odnosno nominalna depresijacija od 1% je uticala na rast bazne inflacije za oko 0,2%. Ovaj podatak nam ukazuje da čak i veća depresijacija od one do koje je došlo nakon eskalacije ekonomske krize u Srbiji nije potencijalna pretnja za makroekonomsku stabilnost.

Pad privredne aktivnosti donosi rizike i probleme i u monetarnom sektoru koje se moraju pažljivo analizirati (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Indikativan je trend rasta nenaplativih kredita u ukupnim kreditnim plasmanima. Ovaj nivo dostiže krajem marta oko 11,4%, što je 2,5 puta više nego na kraju decembra 2008. kada je iznosio 4,5%. Broj preduzeća u blokadi je premašio 60.000, što je takođe višestruko povećanje uobičajenog broja - pre samo godinu dana u blokadi je bilo 25.000 preduzeća. Banke se stoga, umesto privredi, sve više okreću sigurnim plasmanima kapitala, te se trenutno oko 150 milijardi dinara nalazi u repo stoku NBS i državnim HoV. Samo repo stok je od početka februara povećan za preko 40 milijardi dinara. Usled toga dolazi do neželjene sterilizacije novčane mase i pored napora Vlade i delimično NBS da se poveća nivo kredita u privredi. Povećana sterilizacija novčane mase je u Q1 dovela do niskog nivoa novčanog multiplikatora od 1,4. Novčani multiplikator (dinarski M2/H) je u vremenu ekspanzije privrede bio veći od dva.

Recesija je smanjila i državne prihode. Realni pad poreskih prihoda u Q1 iznosio je čak 12,6% u odnosu na isti period prethodne godine (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Istovremeno, zbog nezadovoljavajućih rezultata ostvarenih na prihodnoj strani, u Q1 2009. godine došlo je i do realnog smanjenja javnih rashoda, u iznosu od 3,4% u odnosu na isti period prethodne godine. I pored ostvarenog deficita konsolidovanog budžeta u Q1 od 1,8% BDP, fiskalnu politiku iz Q1 smatramo restriktivnom. Naime, deficit konsolidovanog budžeta u Q4 2008. iznosio je čak 7% BDP-a, te u Q1 dolazi do značajnog povećanja restriktivnosti fiskalne politike u odnosu na prethodni kvartal.

Rebalansom budžeta za 2009. godinu predviđen je deficit konsolidovanog budžeta od tri procenta BDP-a. Budući da je deficit budžeta u 2008. iznosio 2,5% BDP-a, planirani deficit u 2009. godini ne predstavlja preterano povećanje ekspanzivnosti. Planirani deficit konsolidovanog budžeta u 2009. predstavlja jednu vrstu kompromisnog rešenja između potrebe za povećanjem deficita i mogućnosti njegovog finansiranja. Ukoliko privredna aktivnost zabeleži veći pad od dva procenta koliko je planirano novim budžetom, moguće je da nam sledi još jedan rebalans i eventualno povećanje deficita.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2009¹⁾

	Godišnji podaci					Kvartalni podaci				
	2004	2005	2006	2007	2008	2008				2009
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Cene i kurs						međugodišnji rast²⁾				
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	12,7	6,8	10,9	11,3	12,0	10,7	8,9	9,8
Maloprodajne cene - bazna inflacija ³⁾	7,9	14,8	10,3	3,9	9,0	6,4	9,1	10,2	10,5	11,3
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁴⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	79,7	82,5	79,7	75,0	81,7	86,0
Nominalni kurs dinar/evro ⁴⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	82,65	81,07	77,12	85,02	93,71
Privredna aktivnost						međugodišnji realni rast²⁾				
BDP (u mlrd. dinara)	1.388	1.692	1.988	2.329	2.745	...	...	...	...	...
BDP	8,2	6,0	5,6	7,1	5,4	8,5	6,0	4,9	2,8	-6,5
Nepoljoprivredna BDV	6,6	7,3	7,9	8,8	5,4	8,3	6,3	5,0	2,5	-6,1
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	4,7	3,7	1,1	6,0	2,3	1,0	-5,0	-16,9
Prerađivačka industrija	9,7	-0,7	5,3	4,2	0,7	4,4	3,7	0,4	-6,0	-22,5
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ⁵⁾	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	26.814	28.846	29.435	31.599	30.120
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2,047	2,056	2,028	1,998	1,997	1,995	2,002	1,998	1,993	1,981
Fiskalni podaci			u % BDP			međugodišnji realni rast				
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	7,6	5,2	2,8	-0,7	-12,6
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	3,8	21,7	-0,4	-3,5	-3,4
						u mlrd. dinara				
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁶⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	8,0	-19,6	-5,9	-51,3	-11,7
Platni bilans						u milionima evra, tokovi²⁾				
Uvoz robe	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-15.052	-3.470	-3.956	-4.008	-3.617	-2.591
Izvoz robe	2.991	4.006	5.111	6.444	7.419	1.665	1.969	2.061	1.723	1.292
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-5.882	-1.305	-1.764	-1.524	-1.290	-811
u % BDP ⁷⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-17,4	-17,3	-20,4	-16,6	-15,1	-11,8
Bilans finansijskog računa ⁷⁾	2.377	3.863	7.635	6.126	5.977	1.399	1.672	1.430	1.476	834
Strane direktne investicije	773	1.248	4.348	1.942	1.800	807	650	133	210	641
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje)	349	1.675	4.240	941	-1.760	29	-310	257	-1.736	-249
Monetarni podaci						u milionima dinara, stanja na kraju perioda²⁾				
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	420.508	417.579	440.936	475.110	502.606
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾ , u mil.evra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	5.109	5.287	5.757	5.362	5.303
Kreditni nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	908.598	953.977	1.018.307	1.126.111	1.215.843
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	410.836	419.824	431.261	413.766	450.852
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	26,2	19,2	13,3	2,9	-3,2
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	22,0	16,2	17,8	25,2	21,7
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	36,9	37,4	38,3	42,0	45,9
Finansijska tržišta										
BELEXline, vrednost indeksa ⁹⁾	1.161	1.954	2.658	3.831	1.198	3.068	3.092	1.942	1.198	844
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) ¹⁰⁾	423,7	498,8	1.166,4	2.004,4	884,0	210,8	365,7	176,9	130,6	61,2

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. RZS je od januara 2009. godine prestao da objavljuje baznu inflaciju, pa su podaci za baznu inflaciju od januara 2009. procena QM-a na osnovu raspoloživih podataka.

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

5) Podaci za 2008. godinu predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu upoređive sa nominalnim vrednostima za 2009. godinu, ali nisu upoređive sa prethodnim godinama.

6) Pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za „budžetske kredite“ (lending minus repayment prema starom GFS).

7) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izradjuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina.

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

9) Vrednost indeksa na poslednji dan posmatranog perioda.

10) 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. Privredna aktivnost

Svetska finansijska kriza se u Q1 u potpunosti prenela na realni sektor Srbije. Međugodišnji pad BDP-a procenjujemo na 6,5%, a pad nepoljoprivredne BDV na 6,1%. Iako će privredna aktivnost do kraja godine verovatno imati nešto manji pad nego u Q1, nesumnjivo je da će 2009. biti godina duboke recesije. Tražnja, kako izvozna tako i domaća, je u većem padu od proizvodnje i osnovni je uzrok naglog pada privredne aktivnosti. Loši rezultati privredne aktivnosti u Q1 ukazuju i na slabosti privrednog rasta koji se najvećim delom oslanjao na rast domaće tražnje podsticane visokim kapitalnim prilivima iz inostranstva. Jedinični troškovi rada su u Q1 snažno porasli usled smanjenja proizvodnje koje nije ispraćeno srazmernim smanjenjem zarada ili zaposlenosti. Visok rast JTR nam ukazuje i na to da će postojeći nivo zaposlenosti u narednom periodu biti teško održiv. Industrijska proizvodnja je u Q1 imala međugodišnji pad od 16,9%, a građevinarstvo je na nivou polovine aktivnosti iz Q1 prethodne godine. Posmatrano iz ugla opisane privredne aktivnosti poželjne su ekspanzivne i fiskalna i monetarna politika.

Bruto domaći proizvod

**Pad BDP-a u Q1
procenjujemo na oko
6,5%...**

Prema preliminarnoj proceni *QM-a*, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti¹, međugodišnji realni pad BDP-a u Q1 iznosi oko 6,5 % (Tabela T2-1). Nepoljoprivredna BDV, koju smatramo pouzdanijom merom privredne aktivnosti, u Q1 ostvaruje međugodišnji pad od oko 6,1% koji je sličan padu ukupnog BDP-a.

**... a pad
nepoljoprivredne BDV
oko 6,1%**

Ovako veliki međugodišnji pad privredne aktivnosti je najvećim delom posledica uticaja svetske finansijske krize na privredu – pada agregatne tražnje i povećane nelikvidnosti domaćih preduzeća. U Q1 je, međutim, pad privredne aktivnosti bio i nešto veći nego da su na privredu delovali samo pomenuti uticaji. Naime, u januaru je došlo do zastoja u isporuci gasa, a i zima je bila nešto hladnija nego prethodne godine, što je dodatno nepovoljno uticalo na neke sektore poput građevinarstva. Takođe, treba imati u vidu da je Q1 2008, sa kojom poredimo privrednu aktivnost u prva tri meseca 2009, bio kvartal neuobičajeno visoke privredne aktivnosti. Zbog svega ovoga međugodišnji pad BDP-a u Q1 je verovatno bio veći nego što će biti u ostatku godine.

Posmatrano po proizvodnom principu, najveći pad je zabeležila građevinska aktivnost koja je u Q1 za oko 50% niža u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T2-1). Ovako oštar pad građevinarstva u Q1 bio je posledica zajedničkog uticaja ekonomske krize i egzogenih činilaca – manjeg broja radnih dana usled hladnije zime. Ipak, budući da građevinska aktivnost u Q1 nema veliki udeo u BDV, od mnogo većeg značaja za pad ukupne privredne aktivnosti u Q1 bio je pad prerađivačke industrije i trgovine na veliko i malo. Prerađivačka industrija je u Q1 zabeležila pad od 21%, dok je trgovina na veliko i malo imala nešto blaži, ali ipak značajan, pad od oko 8%.

Rast privredne aktivnosti u Q1 u odnosu na isti period prethodne godine zabeležen je u svega dva sektora – finansijskom posredovanju i saobraćaju, skladištenju i telekomunikacijama (Tabela T2-1). Rast u finansijskom posredovanju je delom posledica i depresijacije dinara, budući da se rast meri u dinarima iako je poslovanje ovog sektora većim delom indeksirano u evrima. Podaci o rastu sektora saobraćaja, skladištenja i telekomunikacija još uvek nisu dostupni, ali budući da je ovaj sektor i ranije ostvarivao visok rast zbog ekspanzije u oblasti telekomunikacija koje nisu pod neposrednim uticajem ekonomske krize, očekujemo i u Q1 međugodišnji rast tog sektora koji procenjujemo na oko 5%.

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 pouzdanije prikazuju stvarni rast sektora (npr. proizvodnja cementa u građevinarstvu). Takođe, budući da raspoložemo manjim brojem dostupnih indikatora od RZS, u procenu uključujemo i posredne indikatore koji nisu sastavni deo zvanične statističke metodologije, a sprovodimo i dublje analize trendova pojedinačnih sektora i analizu tražnje.

Procenjujući poljoprivrednu aktivnost u Q1 zadržali smo za sada rezervisan stav o nultom rastu u odnosu na isti period prethodne godine. Prvi dostupni indikatori poljoprivredne aktivnosti ukazuju na nešto manju proizvodnju u 2009. u odnosu na prethodnu godinu, budući da je gotovo izvesno da će prinos žita ove godine biti niži nego prethodne.

Tabela T2-1. Srbija: bruto domaći proizvod, 2005–2009¹⁾

	Međugodišnji indeksi								Bazni indeks (jan-mar) ₀₉ / (jan-mar) ₀₂	Učešće 2008	
	2005	2006	2007	2008	2008						2009
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 ²⁾		
Ukupno	105,6	105,2	106,9	105,4	108,5	106,0	104,9	102,8	93,5	132,1	100,0
Porezi minus subvencije	110,2	99,8	109,5	104,2	109,9	104,4	102,1	101,7	90,0	147,7	16,4
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	105,0	106,4	106,5	105,8	108,3	106,5	105,6	103,2	94,5	129,8	83,6
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	106,8	107,5	108,7	105,4	108,3	106,3	105,0	102,5	93,9	132,8	88,2 ³⁾
Poljoprivreda	95,1	99,8	92,2	109,1	109,0	108,3	109,8	109,0	100,0	109,0	11,8 ³⁾
Prerađivačka industrija	99,9	105,6	104,8	101,3	104,7	104,6	101,0	95,6	79,0	92,3	15,8 ³⁾
Građevinarstvo	102,0	107,7	110,8	101,7	104,8	105,7	99,8	96,6	50,0	76,6	3,6 ³⁾
Saobraćaj, skladištenje i telekomunik.	123,4	129,3	120,1	112,9	118,0	115,7	110,8	108,4	105,0	783,9	16,4 ³⁾
Trgovina na veliko i malo	122,0	110,3	119,9	107,1	111,6	105,8	107,6	104,3	92,0	223,0	13,6 ³⁾
Finansijsko posredovanje	111,9	112,2	115,6	110,2	114,3	110,1	108,9	108,3	107,0	160,6	4,6 ³⁾
Ostalo	102,1	100,6	101,5	103,1	104,6	102,8	103,2	102,1	98,8	109,0	34,1 ³⁾

Izvor: RZS.

1) U stalnim cenama iz 2002. god.

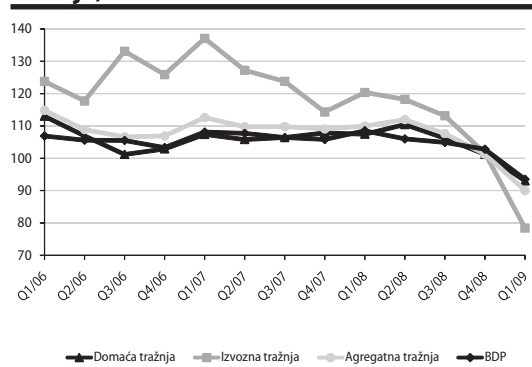
2) Procena QM-a.

3) Učešće u BDV.

Agregatna tražnja u padu od 10%

Na Grafikonu T2-2 prikazali smo realni međugodišnji rast domaće, izvozne i agregatne tražnje, kao i realni rast BDP-a. Agregatna tražnja je u Q1 realno niža za oko 10% u odnosu na isti period prethodne godine. Grafikon takođe ukazuje i da je pad agregatne tražnje od sredine 2008. bio snažniji i brži od pada privredne aktivnosti, što možemo protumačiti i u kontekstu uzročno-posledičnih veza. Naime, nagli pad agregatne tražnje je po svemu sudeći bio „okidač” koji je doveo do pada privredne aktivnosti.

Grafikon T2-2. Srbija: realni međugodišnji rast BDP, agregatne¹⁾, domaće i izvozne tražnje, 2006–2009



Izvor: QM na osnovu podataka RZS.

1) agregatna tražnja = domaća tražnja + izvoz.

U okviru agregatne tražnje možemo analizirati pojedinačno izvoznu i domaću tražnju. Iako je pad izvozne tražnje u Q1 bio znatno veći, na pad ukupne tražnje više utiče domaća tražnja zbog svog znatno većeg učešća. Realnom padu agregatne tražnje u Q1 od oko 10% domaća tražnja je doprinela sa 56,7%, a izvozna sa 43,3%.

Izvozna tražnja je u Q1 imala veći pad od domaće (Grafikon T2-2), te je deo privrede okrenut ka izvozu u nepovoljnijem položaju od ostatka privrede. Međugodišnji pad izvozne tražnje je u Q1 iznosio 21,6%. Usporevanje izvozne tražnje se prenosi pre svega na pad u proizvodnji prerađivačke industrije, gde se proizvodi najveći deo izvoznih dobara (Tabela T2-1).

Domaća tražnja je zbog svog učešća u ukupnoj tražnji od oko 80% od daleko većeg značaja za privrednu aktivnost. Domaća tražnja takođe nastavlja trend usporavanja i u Q1 i njen realni međugodišnji pad procenjujemo na oko 7%. Na pad domaće tražnje u Q4 uticali su: nizak realni rast zarada i gotovo zaustavljanje kreditne aktivnosti². I pored deficita konsolidovanog budžeta u Q1 od 1,8% BDP, fiskalna politika je u Q1 bila restriktivna. Naime, deficit konsolidovanog budžeta u Q4 2008. iznosio je čak 7% BDP-a, te u Q1 dolazi do značajnog povećanja restriktivnosti fiskalne politike u odnosu na prethodni kvartal.³ Posebno treba istaći da su i pored rasta deficita u odnosu na Q1 2008. (kada

² Za više detalja videti odeljak 3. „Zaposlenost i zarade” i odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika” ovog izdanja QM-a.

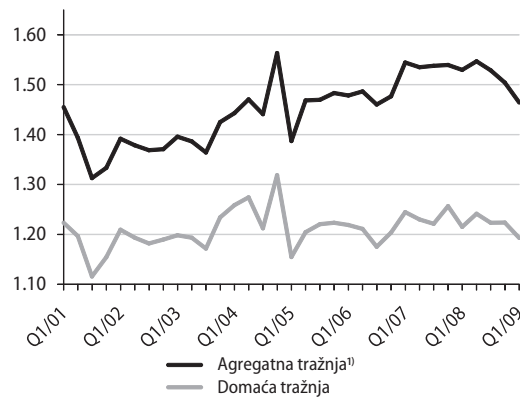
³ Konsolidovani bilans države je takođe pod uticajem sezonskih činilaca. U Q4 se po pravilu ostvaruje najveći, a u Q1 najmanji deficit. U Q1 2009. došlo je do povećanja restriktivnosti fiskalne politike i kada isključimo dejstvo sezonskih činilaca.

2. Privredna aktivnost

je zabeležen suficit konsolidovanog budžeta), javni rashodi u Q1 bili realno manji nego u istom periodu prethodne godine, a da je deficit nastao usled još većeg smanjenja poreskih prihoda⁴.

Potrošnja (domaća tražnja) je još uvek nesrazmerno visoka u odnosu na proizvodnju, ali se njeno učešće u BDP-u postepeno smanjuje (Grafikon T2-3). U Q1 potrošnja je 19% veća od proizvodnje, dok je u Q4 2008. bila za 22% veća. U Q1 se značajno smanjuju svi relevantni agregati – BDP, domaća i izvozna tražnja – te možemo govoriti o prelaznom periodu, pre uspostavljanja novih relacija među njima, koje će se verovatno stabilizovati nakon nekoliko kvartala.

Grafikon T2-3. Srbija: kretanje agregatne i domaće tražnje u odnosu na BDP, 2001–2009



Izvor: QM na osnovu podataka RZS.

1) agregatna tražnja = domaća tražnja + izvoz.

Realni sektor će verovatno morati da se na duži rok suočava sa brojnim eksternim ograničenjima zbog kojih će dosadašnji odnos potrošnje i proizvodnje biti teško održiv. Osnovni problem je u tome: kako će se ubuduće finansirati jaz između potrošnje i proizvodnje koji je u poslednjih nekoliko godina premašivao 20% BDP-a (Grafikon T2-3). Strane direktne investicije i krediti iz inostranstva će zbog svetske finansijske krize verovatno duže vreme biti ispod uobičajenog nivoa iz prethodnih godina.

Neophodno je, dakle, da se započeti trend uravnoteženja potrošnje i proizvodnje nastavi. Optimalan način uravnotežavanja potrošnje i proizvodnje se postiže većim rastom izvoza

od drugih posmatranih agregata. Težište prilagođavanja se na taj način prebacuje na povećanje ukupne proizvodnje, a ne na, uvek bolno, smanjenje domaće potrošnje. Drugi način prilagođavanja je pomenuto smanjenje domaće potrošnje. Tada se ravnoteža uspostavlja smanjenjem i potrošnje i proizvodnje koje se na kraju stabilizuju na nižem nivou od početnog.

Iako su očigledne prednosti orijentacije ka izvozu i povećanju njegovog udela u BDP-u, postoje brojne teškoće zbog kojih će ovako nešto biti teško sprovodivo u narednom periodu. Pre svega, izvozna tražnja je pod uticajem finansijske krize smanjena još više nego domaća i njen oporavak će po svemu sudeći biti postepen. Pa ipak, ekonomske politike koje bi imale za cilj podsticanje izvoza doprinele bi da se kroz krizu prođe što bezbolnije i da se postave zdravi temelji za privredni rast u budućnosti. Politika deviznog kursa svakako spada u jednu od pomenutih ekonomskih politika.

U opisanom kontekstu važno je navesti da su postignuta dva bitna sporazuma koji obezbeđuju potrebno vreme za postepeno uravnoteženje potrošnje i proizvodnje. Prvi je sporazum sa MMF-om o kreditu Srbiji od tri milijarde evra, a drugi je dogovor sa inostranim bankama u okviru Bečke inicijative po kom se one obavezuju da ne povlače svoj kapital iz Srbije. Zato ćemo u narednim brojevima QM-a pomno pratiti odnos domaće tražnje i proizvodnje koja će biti ključ dugoročno održivog privrednog rasta i makroekonomske stabilnosti u narednom periodu.

Jedinični troškovi rada u industriji beleže značajan rast

Sadašnji nivo zaposlenosti teško održiv

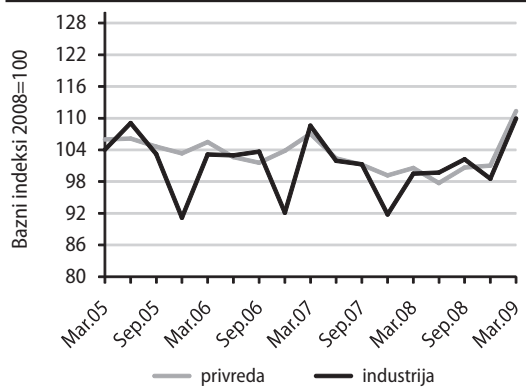
Jedinični troškovi rada (JTR) mereni u dinarima u Q1 beleže nagli i visok rast (Grafikon T2-4). Ukoliko posmatramo međugodišnje indekse, međugodišnji rast JTR i u industriji i u privredi (iz koje smo isključili državu i poljoprivredu) iznosi oko 10%. Na visok međugodišnji rast JTR uticao je snažan pad proizvodnje, koji nije ispraćen jednakim usporavanjem zarada ili smanjenjem broja zaposlenih. Pojednostavljeno posmatrano, na nagli pad u proizvodnji preduzeća još uvek nisu reagovala značajnijim otpuštanjem zaposlenih⁵. 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. Zaposlenost po pravilu sa zakašnejem reaguje na

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

⁵ Do određenog smanjenja zaposlenosti u Q1 je došlo, ali ono ni izbliza nije bilo srazmerno smanjenju proizvodnje, što se vidi kroz rast JTR.

Grafikon T2-4. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi i industriji, 2005–2009

Evro JTR smanjeni i pored realne depresijacije...



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

ocenu da li domaća privreda jeste ili nije konkurentna na međunarodnom tržištu.

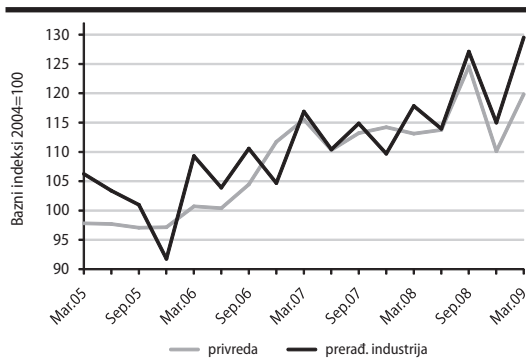
U Q1 dolazi do naglog rasta evro-JTR u odnosu na Q4 (Grafikon T2-5). I pored realne depresijacije dinara i usporenog rasta zarada, proizvodnja je u Q1 mnogo više smanjena, pa su i JTR mereni u evrima porasli. Ipak, i u ovom slučaju treba voditi računa o tome da je domaća ekonomija u periodu kada eskalira ekonomska kriza, te da su i evro i dinarski JTR trenutno podložni znatnim promenama.

...ali je konkurentnost verovatno povećana

Evro-JTR, dakle, nisu idealan indikator promene konkurentnosti kada dolazi do naglih promena u nivou proizvodnje, jer su promene nivoa zaposlenosti mnogo sporije od promena u proizvodnji. U Q1 je verovatno bolja mera za kratkoročnu promenu konkurentnosti *realna depresijacija dinara*⁷.

Navedenu pretpostavku ilustrovaćemo konkretnim primerom. Pretpostavimo dva ekstremna

Grafikon T2-5. Srbija: realni evro jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2009



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

promene u proizvodnji, ali rast JTR je jasna indicija da je trenutni nivo zaposlenosti teško održiv ukoliko ne dođe do preokreta trenda i oporavka proizvodnje.

Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR) ukazuju nam na međunarodnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatu vrednost. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, koja proizvodi daleko najveći deo razmenjivih proizvoda, i za ukupnu privredu⁶. Naglašavamo da ovakva analiza prati samo relativnu promenu konkurentnosti (JTR) u odnosu na proseku 2004. godine, i da ne dajemo

slučaja u makrookruženju prvog kvartala: (1) preduzeće koje je usled krize privremeno obustavilo proizvodnju, a zaposlene poslalo na prinudni odmor i (2) preduzeće koje je nastavilo da radi nesmanjenom dinamikom. U prvom slučaju će JTR, a samim tim i evro-JTR da značajno porastu, bez obzira na depresijaciju, dok će se u drugom slučaju evro-JTR smanjiti pod uticajem depresijacije. Konkurentnost, dakle, ima smisla meriti samo za drugo preduzeće koje svojim proizvodima još uvek konkuriše na tržištu, budući da je prvo praktično neaktivno. Samim tim, promena vrednosti dinara u odnosu na evro predstavlja bolji indikator za kratkoročnu promenu konkurentnosti za vreme trajanja krize u odnosu na evro-JTR.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u snažnom padu

Industrijska proizvodnja je u Q1 zabeležila pad od 16,9% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T2-6). Budući da je međugodišnji pad industrijske proizvodnje u Q4 2008. iznosio relativno skromnih 5%, u Q1 je došlo i do najvećeg usporavanja trenda industrijske proizvodnje od kada ga pratimo.

⁶ Bez sektora države i poljoprivrede.

⁷ Za više detalja videti odeljak 5. „Cene i devizni kurs” ovog izdanja QM-a.

Tabela T2-6. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2005–2009

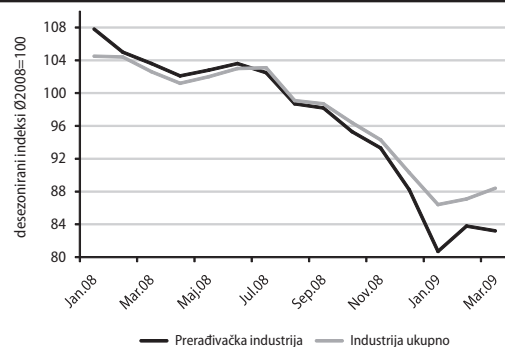
	Međugodišnji indeksi									Učešće
	2005	2006	2007	2008	2008				2009	2008
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	100,8	104,7	103,7	101,1	106,0	102,3	101,0	95,0	83,1	100,0
Vađenje ruda i kamena	102,1	104,1	99,4	103,6	106,0	101,8	103,0	102,7	92,7	6,2
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	104,2	100,7	104,4	103,7	100,4	94,0	77,5	75,5
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	106,6	102,2	102,8	101,8	112,0	96,1	103,2	96,9	99,2	18,3

Izvor: RZS.

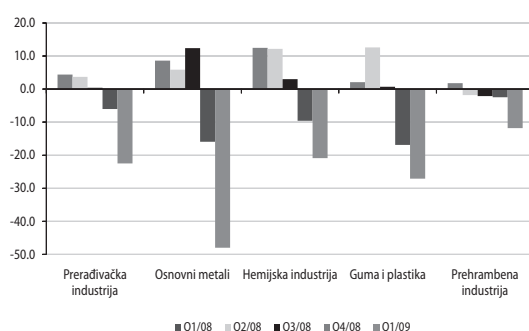
Pad prerađivačke industrije od 22,5%

Pad industrijske proizvodnje je koncentrisan u prerađivačkoj industriji koja ima i najveće učešće u industrijskoj proizvodnji. Na prerađivačku industriju su zajednički delovali svi negativni aspekti krize – pad kako domaće, tako i izvozne tražnje i smanjena likvidnost preduzeća. Međugodišnji pad industrijske proizvodnje u prerađivačkoj industriji u Q1 iznosi 22,5%. Proizvodnja i distribucija električne energije, gasa i vode je gotovo na istom nivou kao prethodne godine, odnosno beleži neznatan međugodišnji pad od 0,8%, dok je vađenje ruda i kamena u Q1 imalo međugodišnji pad od 7,3%.

Na Grafikonu T2-7 prikazani su desezonirani indeksi industrijske proizvodnje: ukupne industrije i prerađivačke industrije. Uočavamo nagli pad industrijske proizvodnje od sredine 2008. godine koji je kulminirao u januaru 2009. Usporavanje industrijske proizvodnje koincidira s trendom u kretanju agregatne tražnje (Grafikon T2-2).

Grafikon T2-7. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2009

Izvor: RZS.

Grafikon T2-8. Srbija: međugodišnji rast pojedinih oblasti prerađivačke industrije, 2008

Izvor: RZS.

Nakon januara dolazi do zaustavljanja pada industrijske proizvodnje, čak i blagog oporavka indeksa (Grafikon T2-7). Treba, međutim, imati u vidu da je januar bio specifičan mesec, budući da je došlo do zastoja u isporuci gasa, te je još uvek prerano govoriti o preokretu trenda. U narednim mesecima ćemo definitivno utvrditi da li je zaista došlo do zaustavljanja pada industrijske proizvodnje.

Na Grafikonu T2-8 prikazan je međugodišnji rast pojedinih oblasti sa značajnim učešćem u prerađivačkoj industriji. Na Grafikonu uočavamo da je pad industrijske proizvodnje u Q1 zajednički za sve posmatrane oblasti, ali da je najveći u izvozno orijentisanim oblastima.

Prehrambena industrija, koja ima najveće učešće u industrijskoj proizvodnji, u Q1 je ostvarila međugodišnji pad od 11,8%. Iako je taj pad daleko manji od pada u ostalim posmatranim oblastima (Grafikon T2-8), on je veoma indikativan, budući da je 2008. bila uspešna poljoprivredna sezona i da tražnja za proizvodima prehrambene industrije nije toliko smanjena kao u drugim oblastima. Pretpostavljamo da je na pad u proizvodnji prehrambene industrije presudno uticala nelikvidnost preduzeća iz te oblasti.

Na pad drugih posmatranih oblasti prerađivačke industrije najveći uticaj imalo je smanjenje izvozne tražnje, i taj pad je daleko veći od onog

koji je izazvan problemima u likvidnosti. Proizvodnja osnovnih metala je, recimo, na nivou od oko 50% proizvodnje ostvarene u Q1 2008.

Posmatrano po nameni...

Posmatrano po nameni (Tabela T2-9) – uočavamo pad u proizvodnji svih namenskih grupa proizvoda. Najmanji međugodišnji pad, od 1,7% u Q1 ostvarila je proizvodnja energije. S jedne strane je na veću potrošnju energije uticala nešto hladnija zima nego prethodne godine, dok je s druge strane na smanjenje potrošnje energije uticao pad privredne aktivnosti. Ukupan rezultat ove namenske grupacije proizvoda u Q1 jeste sličan nivo proizvodnje u odnosu na prethodnu godinu, ali u narednim mesecima i u ovoj namenskoj grupaciji proizvoda očekujemo pad proizvodnje.

... najveći pad u proizvodnji intermedijarnih dobara

Najveći međugodišnji pad u Q1 je zabeležen u proizvodnji intermedijarnih proizvoda i on je iznosio 34,9%. Kada iz grupacije intermedijarnih dobara isključimo proizvodnju osnovnih metala, taj pad je nešto blaži, ali je i dalje visok – 30,4% (Tabela T2-9). Proizvodnja investicionih dobara koja je prednjačila u 2008. – u Q1 beleži međugodišnji pad od 27,9%, dok je proizvodnja potrošnih dobara za 14,9% niža u odnosu na isti period prethodne godine.

Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2009

	Međugodišnji indeksi								Učešće ⁵⁾	
	2005	2006	2007	2008	2008				2009	2008
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	100,6	104,7	103,7	101,1	106,0	102,3	101,0	95,0	83,1	100,0
Energija ¹⁾	103,9	102,5	101,2	101,5	110,2	98,2	102,4	96,4	98,3	26,6
Investiciona dobra ²⁾	74,2	90,0	105,4	105,5	106,5	118,3	105,0	92,1	72,1	6,0
Intermedijalna dobra ³⁾	104,9	106,7	104,9	100,0	106,0	106,8	99,7	87,2	65,1	30,4
Intermedijalna dobra bez osnovnih metala	101,5	101,3	107,3	98,8	105,1	107,1	95,3	89,1	69,6	22,6
Potrošna dobra ⁴⁾	101,6	112,0	107,1	97,9	99,4	97,5	100,0	101,8	85,1	37,0
Potrošna dobra bez prehr. industrije	96,3	128,3	109,2	96,3	95,8	96,5	103,4	108,5	80,1	14,2

Izvor RZS.

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

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

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

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

5) Učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji.

Građevinarstvo

Građevinska aktivnost beleži snažan pad

Građevinska aktivnost je u Q1 za oko 50% niža u odnosu na isti period prethodne godine. Među više neusklađenih indikatora koji opisuju kretanja u građevinarstvu, kao najpouzdaniji posmatramo indeks proizvodnje cementa⁸ (Tabela T2-10). Proizvodnja cementa u Q1 je za čak 65,9% niža od proizvodnje iz istog perioda prethodne godine.

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

2. Privredna aktivnost

Tabela T2-10. 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
2009	34,1	-	-	-	-

Izvor: RZS.

Očekujemo pad građevinarstva u 2009.

rezultate iz Q2. Nesumnjivo je da će građevinska aktivnost u 2009. pod uticajem ekonomske krize biti u padu, ali je za sada suviše rano da procenimo koliko će taj pad iznositi.

Od ostalih indikatora građevinarstva koje objavljuje RZS: vrednost izvedenih građevinskih radova u Q1 je nominalno niža za 11%, a u stalnim cenama za 17%, u odnosu na isti period prethodne godine.

Na pad građevinske aktivnosti uticali su pre svega pad tražnje i usporavanje investicionih aktivnosti preduzeća. Međutim, ne treba zanemariti ni činjenicu da je u Q1 2009. usled nešto hladnije zime bilo manje radnih dana nego u istom periodu prethodne godine. Upravo zbog toga, za ocenu nosećeg trenda građevinske aktivnosti sačekaćemo

3. Zaposlenost i zarade

Stopa zaposlenosti je u odnosu na oktobar 2008. godine smanjena za 2,5 procentna poena, dok je stopa nezaposlenosti porasla sa 14,7% u oktobru 2008. godine na 16,4%, prema najnovijim nezvaničnim podacima Ankete o radnoj snazi iz aprila 2009. godine. Ovakav trend ukazuje na pogoršanje stanja na tržištu rada. Formalna zaposlenost je takođe nastavila da opada i prema najnovijim podacima iz istraživanja RAD taj pad se prvenstveno pripisuje padu broja zaposlenih kod pravnih lica. Podaci NSZ o zasnivanju i prestancima radnog odnosa takođe ukazuju na neto smanjenje broja zaposlenih. Međugodišnja stopa rasta realnih zarada je pozitivna, ali pokazuje trend usporavanja - pala je sa 4,1% u Q4 2008. na 2,6% u Q1 2009. Zabeleženo je i usporavanje rasta nominalnih zarada. Rast plata u javnom sektoru je i dalje ispod proseka Srbije, što je i očekivano s obzirom na mere koje je Vlada sprovela kako bi prevazišla posledice tekuće ekonomske krize, odnosno zamrzavanja i smanjenja plata u javnom sektoru.

Zaposlenost

U aprilu 2009. godine pada stopa zaposlenosti za 2,5 procentnih poena i raste stopa nezaposlenosti

U aprilu 2009. godine stopa zaposlenosti stanovništva u radnom dobu (15–64) iznosila je 50,8%, što predstavlja pad od 2,5 procentnih poena u odnosu na oktobar 2008. godine. U istom periodu, stopa nezaposlenosti stanovništva u radnom dobu (15–64) porasla je sa 14,7% na 16,4% (Tabela T3-1). Ovo su kretanja na tržištu rada na osnovu najnovijih podataka iz Ankete o radnoj snazi koju je RZS sproveo u aprilu 2009. godine koja nisu neočekivana, s obzirom da su se još u Q4 2008. u Srbiji počele osećati posledice svetske ekonomske krize.

Tabela T3-1. Srbija: zaposlenost i nezaposlenost po Anketi o radnoj snazi¹⁾, 2004–2009

		Ukupan broj zaposlenih 15-64 god. ²⁾	Broj zaposlenih poljoprivrednika i pomažućih članova u poljoprivredi 15-64 ³⁾ 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	53,3	457.204	14,7
2009	April	..	..	50,8	..	16,4

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 od 2008. imamo polugodišnje podatke: za april i oktobar.

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

3) Do oktobra 2008. godini u ARS nije postojala klasifikacija 15-64 za broj zaposlenih u poljoprivredi i pomažućih članova domaćinstva, tako da do oktobra 2008. godine za ovu kategoriju zaposlenih imamo podatke za klasifikaciju 15+.

Broj zaposlenih kod pravnih lica nastavlja trend opadanja zabeležen u prethodnim kvartalima

Najveći pad zabeležen u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu, dok je u sektoru obrazovanja i trgovine na veliko i malo došlo do porasta zaposlenosti

Prema nekorigovanim podacima ankete RAD Republičkog zavoda za statistiku, formalna zaposlenost je nastavila da opada između septembra 2008. i marta 2009. godine, što prvenstveno pripisujemo padu broja zaposlenih kod pravnih lica.

U periodu između septembra 2008. godine i marta¹ 2009. godine zabeležen je značajan pad zaposlenosti kod pravnih lica (Tabela T3-2), posebno u prerađivačkoj industriji gde je broj zaposlenih smanjen za oko 14.000 mesta (4% u okviru sektora), kao i građevinarstvu za oko 2.000 mesta (2,5% u okviru sektora). U istom periodu, došlo je do pada zaposlenosti u sektoru hotela i restorana za oko 1.000 radnih mesta (4,3% u okviru sektora), (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu).

¹ Podaci za mart 2009. godine su nekorigovani podaci za februar 2009. godine.

3. Zaposlenost i zarade

U istom periodu zabeležen je porast broja zaposlenih u obrazovanju za oko 3.000 radnih mesta (2,2% u okviru sektora) i u trgovini na veliko i malo za oko 2.000 radnih mesta (1% u okviru sektora), (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu).

Broj zaposlenih kod fizičkih lica ostaje isti uz promenjenu strukturu što je posledica ažuriranja evidencija RZZO

Broj zaposlenih kod preduzetnika je porastao sa 323 hiljade lica u septembru 2008. godine na 359 hiljada lica u martu 2009. godine. S druge strane, u martu 2009. godine je došlo do pada broja preduzetnika u odnosu na septembar 2008. godine, sa 245 hiljada na 209 hiljada lica, čime je ukupan broj preduzetnika i zaposlenih kod njih ostao nepromenjen između septembra 2008. i marta 2009. godine i iznosi 568 hiljada lica (Tabela T3-2). Prema informacijama Republičkog zavoda za statistiku, uzrok ovog pada je ažuriranje evidencija Republičkog zavoda za zdravstveno osiguranje (RZZO) krajem 2008. godine od kog RZS preuzima podatke o broju preduzetnika. Ipak, treba imati u vidu da su podaci za mart nekorigovani podaci za februar 2009. godine i da nisu u potpunosti pouzdani.

Ukupan broj zaposlenih za platu beleži rast zbog značajnog povećanja broja zaposlenih kod privatnih preduzetnika

Konačno, ukupan broj zaposlenih za platu (kolona 6, Tabela T3-2) beleži rast od 24.000 u odnosu na septembar 2008, odnosno 11.000 posmatrano u odnosu na mart 2008. godine, što je isključivo posledica rasta broja zaposlenih kod privatnih preduzetnika. Taj rast je najverovatnije uslovljen opisanom metodološkom promenom, a ne reflektuje stvarna kretanja u formalnoj samozaposlenosti i zaposlenosti.

Tabela T3-2. Srbija: broj registrovanih zaposlenih¹⁾ i nezaposlenih²⁾, 2004–2009

		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
2009	Mart	1.981	1.413	568	209	359	1.772	758

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

Napomena: Podaci za mart 2009. su nekorigovani podaci za februar 2009. godine. To su poslednji podaci kojima raspolažemo.

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).

Značajan pad zaposlenosti od septembra 2008. godine do marta 2009. godine od oko 11.000 radnih mesta zabeležen je u javnim državnim preduzećima (11,7% u okviru sektora), (Tabela T3-3). Međutim, ukupan pad zaposlenosti u javnom sektoru je nešto manji i iznosi oko 4.000 radnih mesta jer je došlo do rasta broja zaposlenih koji se finansiraju iz budžeta od oko 7.000 zaposlenih

Tabela T3-3. Srbija: zaposleni u javnom sektoru, 2004–2009

		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	6	7
		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
2009	Mart	64	125	142	89	57	478	935

Izvor: RZS.

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

Fusnote:

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

Prema podacima Nacionalne službe za zapošljavanje trend smanjenja broja nezaposlenih usporen u odnosu na kraj 2008. godine

Podaci NSZ o prestancima i zasnivanjima radnog odnosa daju nam u ovom trenutku možda pouzdaniju sliku o neto promeni broja zaposlenih u odnosu na podatke iz istraživanja RAD. Naime, prateći mesečnu dinamiku prestanaka i zasnivanja radnog odnosa NSZ, dolazimo do podatka da je od početka oktobra 2008. godine do kraja februara 2009. pad broja zaposlenih iznosio 9.000, a do kraja aprila 13.500 osoba. Pored toga, podaci NSZ pokazuju da se u prvim mesecima 2009. trend smanjenja broja zaposlenih usporio u odnosu na kraj 2008. godine.

Na osnovu administrativnih podataka Nacionalne službe za zapošljavanje, uočavamo porast broja nezaposlenih lica od 32.000, prvi put od marta 2006. godine (Tabela T3-2). Međutim, i dalje je manje evidentiranih nezaposlenih lica u NSZ nego u martu 2008. godine.

Zarade

Od ovog broja *Kvartalnog monitora* objavljujemo zarade po novom obuhvatu uzorka iz istraživanja RAD Republičkog zavoda za statistiku.

Međugodišnja stopa rasta realnih zarada je pala sa 4,1% u Q4 2008. na 2,6% u Q1 2009. godine

Rast realnih zarada nastavlja da usporava u Q1 2009. godine, ali je i dalje pozitivan. Međugodišnja stopa rasta realnih zarada pala je sa 4,1% u Q4 2008. na 2,6% u Q1 2009, mada je u odnosu na decembar 2008. (12%) ovo usporavanje znatno manje i iznosi 0,5 procentnih poena. Uzimajući u obzir promenu obuhvata uzorka na osnovu kojeg se računaju prosečne zarade (uključivanje zaposlenih kod fizičkih lica, što je dovelo do oštrog pada u publikovanom podatku o prosečnoj zaradi), odnosno posmatrajući zarade iz 2008. godine obračunate po novom obuhvatu, možemo reći da su realne zarade u Q1 2009. na približno istom nivou kao u poslednjem kvartalu prethodne godine. To potvrđuju i podaci za april 2009. godine kada je realna prosečna zarada bila na približno istom nivou kao prethodne godine.

Nominalne zarade nastavljaju sa usporenim rastom što se delom duguje i promeni obuhvata uzorka u istraživanju RAD

Nominalne zarade i dalje beleže rast u Q1 2009. (12,5% u odnosu na Q1 2008), ali je i dalje vidljiv trend usporavanja započet u 2008. godini (nominalna međugodišnja stopa rasta niža je za 2,6 procentna poena od stope rasta u Q4 2008, a čak za 6,8 procentnih poena u odnosu na Q1 2008). Trend usporavanja zabeležen je i u aprilu 2009. godine (12,3% u odnosu na april 2008. godine). Interesantno je da je stopa rasta nominalnih zarada u Q1 2009. nešto viša nego u decembru 2008. godine (za 0,5 procentnih poena).

3. Zaposlenost i zarade

Usporavanje rasta nominalnih zarada delom se duguje promeni metodologije obračuna prosečnih zarada iz Ankete RAD-1, o čemu smo pisali u broju 15 *Kvartalnog monitora*. Da podsetimo, od januara 2009. godine Republički zavod za statistiku je proširio obuhvat jedinica posmatranja i sada se pored zarada isplaćenih zaposlenima kod pravnih lica, pri izračunavanju uzimaju i zarade isplaćene kod preduzetnika (fizičkih lica). Podaci o zaradama zaposlenih kod preduzetnika preuzeti su iz evidencija Poreske uprave prihoda Ministarstva finansija.

Tabela T3-4. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2004–2009

	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*	47.882	29.174	586	357	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
Decembar	56.736	34.471	713	433	116,5	104,1
2008*						
Q1	43.957	26.814	532	324	119,3	105,2
Q2	47.351	28.846	584	356	119,4	103,1
Q3	48.322	29.435	627	382	117,9	105,0
Q4	51.898	31.599	602	366	115,1	104,1
Decembar	56.399	34.348	637	388	112,0	103,1
2009						
Q1	49.444	30.120	525	320	112,5	102,6
April	49.769	31.351	523	329	112,3	103,8

Izvor: RZS.

*Napomena: Podaci za 2008. godinu predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. godinu, ali nisu uporedivi sa prethodnim godinama.

Fusnote:

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

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

U Tabeli T3-4 prikazujemo kretanje prosečnih mesečnih zarada, s tim da su zbog izmene obuhvata u obračunu zarada od početka 2009. podaci u Tabeli prilagođeni tako da obezbede uporedivost podataka iz 2008. godine s prosečnom mesečnom zaradom iz Q1 2009. Neto zarade za 2008. godinu (kolona 2) preračunate su tako da odgovaraju novom obuhvatu uzorka, i na osnovu njih su dobijene vrednosti ukupnih troškova rada u dinarima, evrima, kao i iznosi neto zarada u evrima (kolone 1, 3 i 4). Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade za Q1 2009. (nominalni i realni) su izračunati poređenjem odgovarajućih vrednosti zarada izračunatih po novom obuhvatu, dok su indeksi za 2008. dobijeni poređenjem vrednosti zarada izračunatih po starom obuhvatu. Uz pretpostavku da je dinamika zarada kod preduzetnika i pravnih lica ista, međugodišnji indeksi rasta zarada jesu uporedivi.

Deprecijacija dinara i dalje utiče na oscilacije prosečne plate izražene u evrima

Najveći međugodišnji rast realnih zarada zabeležen u sektoru hotela i restorana i trgovini na veliko i malo

U Q1 2009. godine prosečna neto plata iznosila je 320 evra, što predstavlja pad od 14,6% posmatrano u odnosu na Q4 2008. godine (kada je prosečna neto zarada iznosila 366 evra). Međutim, u odnosu na Q1 2008. godine (324 evra) taj pad je dosta manji i iznosi 1,49% (Tabela T3-4). Ove oscilacije u prosečnoj plati izraženoj u evrima pretežno pripisujemo depreciaciji dinara u proteklom periodu.

U Tabeli T3-5 pratimo kretanje međugodišnjih realnih indeksa bruto zarada po delatnostima, s tim što poslednja kolona (Q1 2009) prikazuje kretanje bruto zarada u Q1 2009. u odnosu na prosek u 2008. godini izračunat po novom obuhvatu. Posmatrajući međugodišnju zaradu po

sektorima delatnosti, primećujemo da je skoro u svim sektorima došlo do rasta realnih bruto zarada. Sektori koji su zabeležili međugodišnji rast² realnih bruto zarada u Q1 2009. jesu: hoteli i restorani (17,8%), trgovina (12%) i finansijsko posredovanje (11,8%) s najvećim međugodišnjim rastom, a zatim građevinarstvo (5,7%) i poslovi sa nekretninama (2,5%).

Prvi put zabeležen pad realnih bruto zarada u sektorima obrazovanja i prerađivačke industrije

Pad realnih bruto zarada u Q1 2009. zabeležen je u sektoru obrazovanja (-3,2%) i prerađivačkoj industriji (-1,7%). U sektoru obrazovanja i prerađivačke industrije primećuje se značajna promena trenda kretanja bruto zarada – prvi put od kada pratimo seriju posmatramo negativan trend.

Tabela T3-5. Srbija: međugodišnji realni indeksi bruto zarada po delatnostima, 2006–2009

	2006	2007	2008	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009
Ukupno	111,3	114,6	105,5	114,1	108,2	105,2	103,2	105,0	104,1	102,6
Poljoprivreda, šumarstvo i vodoprivreda	114,7	107,6	111,2	108,2	106,3	113,0	113,0	110,3	108,3	101,5
Ribarstvo	92,6	86,7	127,5	101,5	103,0	118,0	179,7	87,8	124,6	105,6
Vađenje ruda i kamena	113,5	118,5	101,2	111,3	106,4	91,9	98,9	105,7	108,2	104,4
Prerađivačka industrija	113,7	111,6	105,8	109,7	106,8	108,3	103,2	105,6	105,9	98,4
Proizvodnja električne energije, gasa i vode	106,3	118,7	97,1	110,1	103,8	82,4	98,8	102,7	104,3	103,2
Građevinarstvo	112,9	117,2	107,2	112,9	106,1	108,7	105,0	107,5	107,6	105,7
Trgovina na veliko i malo, opravka	114,5	113,1	108,2	113,5	105,1	109,4	107,4	108,0	108,1	111,9
Hoteli i restorani	109,5	112,9	103,9	115,6	109,2	110,0	104,1	102,9	98,8	117,8
Saobraćaj, skladištenje i veze	108,5	108,9	104,0	108,4	106,9	105,8	102,6	104,6	102,8	101,5
Finansijsko posredovanje	112,4	109,1	98,3	105,2	106,7	93,4	95,6	103,9	100,3	111,8
Poslovi s nekretninama, iznajmljivanje	103,4	119,6	98,5	116,6	119,0	105,2	95,3	97,6	96,0	102,5
Državna uprava i socijalno osiguranje	109,2	111,3	100,7	113,2	102,2	98,3	100,6	101,3	102,7	100,6
Obrazovanje	108,9	114,3	106,5	116,3	110,5	110,2	106,1	104,9	104,7	96,8
Zdravstveni i socijalni rad	108,5	123,9	101,5	127,2	112,0	105,6	99,4	100,9	100,2	100,3
Druge komunalne, društvene i lične usluge	105,0	107,4	101,6	110,6	101,0	102,1	100,5	101,2	102,5	101,8

Izvor: RZS, RAD-1.

Napomena: Međugodišnji realni indeksi za Q1 2009. su proseki januara i februara 2009. godine. To su poslednji podaci kojima raspolazemo.

U javnom sektoru zabeležen pad realnih zarada osim u javnim lokalnim preduzećima, gde je rast i dalje ispod proseka Srbije

U javnom sektoru međugodišnji rast je zabeležen samo u javnim lokalnim preduzećima (1,1%), što je ispod proseka Srbije gde beležimo stopu od 2,5%. Negativne stope rasta zarada, pored obrazovanja, beleže i zdravstvo i javna državna preduzeća (1,7%, 0,3% i 1,2%, respektivno).

Tabela T3-6. Srbija: bruto zarade u javnom sektoru, 2004-2009, 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		
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
2009							
Q1	100,1	98,3	99,7	98,8	101,1	105,1	102,5

Izvor: RZS.

Napomene:

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

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

2 Osim poljoprivrede (1,5) i ribarstva (5,6) koji su podložni sezonskim oscilacijama.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Tokom Q1 2009. godine u računu platnog bilansa Srbije zabeleženi su rekordno niski deficiti tekućeg računa (11,8% BDP-a), bilansa robne razmene (19,0% BDP-a), oštar međugodišnji pad uvoza od 25,3% i međugodišnje smanjenje izvoza od 22,4%. Finansijski račun je pozitivan usled priliva SDI, gotovog novca i depozita i usled smanjivanja deviznih rezervi. Prisutno je značajno razduživanje bankarskog sektora na osnovu kratkoročnih kredita uzetih u prethodnom kvartalu. Kriza je pogodila Srbiju, na šta ukazuje izrazit pad uvoza usled pada domaće tražnje, kao i pad izvoza izazvan globalnim stanjem u svetu i smanjenom domaćom proizvodnjom.

U Q1 2009. izrazito niska kvartalna vrednost deficita tekućeg računa od 810 miliona evra (11,8% BDP-a)... .. posledica je značajnog pada vrednosti uvoza i izvoza

Deficit robne razmene u Q1 dostiže minimalnu vrednost u poslednje dve godine od 1,3 milijarde evra (19,0% BDP-a)

Međugodišnje smanjenje izvoza od 22,4%, dok je uvoz niži za 25,3%

Tekući deficit pokriven iz dva izvora: SDI i devizne rezerve NBS

Tokom Q1 značajno razduživanje po osnovu finansijskih kredita od 722,9 miliona evra

U Q1 2009. godine saldo tekućeg računa platnog bilansa iznosi -810,7 miliona evra (11,8% kvartalnog BDP-a). Tako niska kvartalna vrednost tekućeg deficita nije zabeležena u poslednje dve godine, od kada se platni bilans prati po novoj metodologiji¹. U 2008. godini deficit tekućeg računa iznosio je 17,4% BDP-a (ili pojedinačno po kvartalima: 17,3% u Q1, 20,4% u Q2, 16,6% u Q3 i 15,1% u Q4). Manja vrednost deficita ovog računa u Q1 je isključivo posledica smanjenja spoljnotrgovinskog deficita zbog značajnog pada vrednosti uvoza i izvoza usled globalne recesije, pada tražnje i smanjivanja proizvodnje.

Za prva tri meseca 2009. godine ostvaren je deficit robne razmene u iznosu od 1,3 milijarde evra (19,0% procenjenog kvartalnog BDP-a). To je, i apsolutno i relativno posmatrano, najniža vrednost ovog deficita u poređenju sa odgovarajućim kvartalnim vrednostima zabeleženim u 2007. i 2008. godini (tokom 2007. učešće robnog deficita u BDP-u se kretalo između 20,9% (Q3) i 24,8% (Q4), dok u 2008. između 21,3% u Q3 i 24,1% u Q1, v. Tabelu T4-1). U poređenju sa Q4 2008. učešće deficita robne razmene u BDP-u je niže za 3,2 procentna poena. Oštar pad domaće i inostrane privredne aktivnosti uzrokovao je značajno smanjivanje vrednosti uvoza i izvoza u Q1 2009. Uvoz je zabeležio veoma nisku kvartalnu vrednost od 2.590,9 miliona evra (37,8% BDP-a). Izvoz iznosi 1.292,1 milion evra ili 18,9% BDP-a i primetno je niži u poređenju sa kvartalnim vrednostima u prethodne dve godine².

Izvoz je u Q1 2009. godine zabeležio međugodišnje smanjenje od 22,4%, dok je uvoz niži za 25,3%. Izraženije usporavanje uvoza od izvoza je dovelo do međugodišnjeg smanjenja deficita robne razmene za 505,9 miliona evra, odnosno za 28,0%. Imajući u vidu da su neto tekući transferi skoro nepromenjeni i da je neto odliv po osnovu faktorskih dohodaka neznatno niži od prošlogodišnje vrednosti, jasno je da se međugodišnje smanjenje deficita tekućeg računa od 37,9% duguje isključivo smanjenju spoljnotrgovinskog deficita (Tabela T4-1).

Deficit tekućeg računa je pokriven iz dva izvora: smanjenjem deviznih rezervi NBS (248,5 miliona evra) i iz ostatka finansijskog računa (SDI od 641 miliona evra umanjanim za iznos povučenih portfolio investicija (-4,2 miliona evra) i neto odliva ostalih investicija (-51,1 milion evra), v. Tabelu T4-1). Od ukupne vrednosti SDI u Q1, 450 miliona evra je priliv u februaru (400 miliona evra je uplata početkom februara od prodaje NIS-a). Ako iz ostvarene kvartalne vrednosti finansijskog računa od 833,7 miliona evra isključimo promenu stanja deviznih rezervi, u Q1 ove godine ostvaren je suficit od 585,2 miliona evra. Ovako posmatran suficit finansijskog računa samo je 40% iznosa finansijskog računa iz Q1 2008. (1.428,5 miliona evra) nakon isključivanja promene deviznih rezervi. Kapitalni račun je u Q1 prošle godine bio u suficitu od 8,5 miliona evra, dok je u Q1 ove godine u ravnoteži (deficit od 0,7 miliona evra).

Međugodišnje posmatrano trgovinski krediti su u Q1 u blagom padu (-3,3%) i iznose 95,4 miliona evra. Za Q1 2009. godine karakteristično je značajno razduživanje po osnovu finansijskih

¹ Podaci za platni bilans su od januara 2007. dati 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 razlika u prikazanom uvozu i izvozu kao i u stopama rasta.

kredita od 722,9 miliona evra. Banke su se u ovom tromesečnom periodu razdužile 578,6 miliona evra, od čega je 560 miliona evra otplata po osnovu kratkoročnih kredita uzetih u posljednjem tromesečju 2008. godine. Privatni sektor se dugoročno zadužio 274,2 miliona evra, a razdužio 386,1 miliona evra, tako da dugoročno neto razduživanje ovog sektora iznosi 111,9 miliona evra. Otplata po osnovu kratkoročnih kredita privatnog sektora iznosi 32,2 miliona evra (Tabela P-10 u Analitičkom prilogu).

Veoma značajan priliv gotovog novca i depozita (576,5 miliona evra)

Pad deviznih rezervi od 248,5 miliona evra tokom prva tri meseca

U Q1 je priliv gotovog novca i depozita veoma značajan i iznosi 576,5 miliona evra (naročito imajući u vidu visoku negativnu vrednost ove pozicije u Q4 2008. godine, kada je zabeležen pad od skoro 1,4 milijarde evra). To ukazuje da se delimično vratilo poverenje građana u bankarski sektor.

Devizne rezerve su zabeležile kumulativan pad u prva tri meseca 2009. godine od 248,5 miliona evra (Tabela T4-1). Povećanje deviznih rezervi u februaru od 179,9 miliona evra nije uspeo da kompenzuje zabeležen pad od 382,3 miliona evra u januaru i 46,2 miliona evra u martu, tako da su krajem marta 2009. devizne rezerve manje za 248,5 miliona evra od stanja s kraja 2008. godine.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans¹⁾

	2007	2008	2008				2009
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
u milionima evra							
TEKUĆI RAČUN	-4.605	-5.882	-1.305	-1.764	-1.524	-1.290	-811
Roba	-6.629	-7.633	-1.805	-1.987	-1.947	-1.894	-1.299
Izvoz robe, f.o.b ²⁾	6.373	7.419	1.665	1.969	2.061	1.723	1.292
Uvoz robe, f.o.b	-13.001	-15.052	-3.470	-3.956	-4.008	-3.617	-2.591
Usluge	-254	-178	24	-72	-107	-23	-36
Prihodi	2.304	2.739	676	637	733	692	567
Rashodi	-2.558	-2.917	-652	-710	-840	-715	-603
Dohodak	-600	-929	-139	-308	-125	-357	-124
Prihodi	517	561	145	137	158	121	117
Rashodi	-1.116	-1.490	-284	-445	-283	-479	-242
Tekući transferi-neto	2.877	2.859	615	604	655	985	648
od čega: zvanična pomoć	166	210	43	64	52	50	38
od čega: poslata sredstva (doznake)	2.065	2.206	412	614	430	750	460
KAPITALNI RAČUN - neto	-314	6	8	0	-2	-1	-1
FINANSIJSKI RAČUN	4.742	5.977	1.399	1.672	1.430	1.476	834
Direktne investicije- neto	1.821	1.800	807	650	133	210	641
Portfolio investicije	678	-92	-48	-38	26	-31	-4
Ostale investicije	2.977	2.509	669	750	1.528	-439	-51
Trgovinski krediti	328	71	99	-77	-167	216	95
Finansijski krediti	3.403	3.134	232	812	1.362	728	-723
NBS	-92	0	0	0	0	0	0
Vlada	121	52	1	14	11	26	0
Banke	167	95	-538	-88	334	387	-579
Dugoročni	-130	-340	-163	-90	27	-114	-19
Kratkoročni	297	435	-375	2	307	501	-560
Ostali sektori (privreda)	3.206	2.987	769	886	1.017	316	-144
Gotov novac i depoziti	-652	-666	352	32	333	-1.383	576
Ostala aktiva i pasiva	-102	-30	-13	-17	0	0	0
Sredstva rezervi (- povećanje)	-734	1.760	-29	310	-257	1.736	249
GREŠKE I PROPUSTI - neto	177	-101	-103	91	96	-185	-22
UKUPNI BILANS	734	-1.760	29	-310	257	-1.736	-249
PRO MEMORIA							
u % BDP-a							
Bilans tekućih transakcija	-15,9	-17,4	-17,3	-20,4	-16,6	-15,1	-11,8
Bilans robne razmene	-22,8	-22,6	-24,1	-23,0	-21,3	-22,2	-19,0
Izvoz robe	21,9	22,0	22,3	22,8	22,5	20,2	18,9
Uvoz robe	-44,8	-44,5	-46,4	-45,8	-43,8	-42,5	-37,8
Bilans robe i usluga	-23,7	-23,1	-23,7	-23,9	-22,4	-22,5	-19,5
Tekući transferi - neto	9,9	8,5	8,2	7,0	7,2	11,6	9,5
BDP u evrima ³⁾	29.037	33.795	7.484	8.633	9.157	8.521	6.853

Izvor: NBS.

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

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

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

Spoljni dug

Ukupni spoljni dug Srbije iznosi 21.445 miliona evra (64,7% BDP-a)

Spoljni dug Srbije u martu 2009. godine iznosi 21.445 miliona evra, što je 3,5 milijardi evra više nego u martu 2008. (Tabela T4-2). Učešće ukupnog spoljnog duga u bruto domaćem proizvodu iznosi 64,7%. Ukupan spoljni dug izražen u procentima BDP-a je 5,3 procentna poena veći u odnosu na mart prethodne godine. Ovo povećanje spoljnog duga izraženog u BDP-u je posledica istovremenog međugodišnjeg rasta inostranog zaduživanja, depresijacije dinara u odnosu na evro i pada bruto domaćeg proizvoda izraženog u evrima. U poređenju sa stanjem ukupnog duga na kraju 2008. godine karakteristično je smanjenje od 355 miliona evra, koje se dužuje privatnom sektoru, pre svega bankama koje su se intenzivno razduživale po osnovu kratkoročnog duga.

Tabela T4-2. Srbija: struktura spoljnog duga, 2005–2009

	2005	2006	2007	2008				2009
				Mar.	Jun	Sep.	Dec.		Mar.
stanja, u milionima evra, kraj perioda								
Ukupni spoljni dug	13.064	14.884	17.789	17.957	18.647	20.530	21.800	21.445
(U % BDP-a)	61,9	59,8	61,3	59,4	58,6	61,3	64,5	64,7
Javni spoljni dug	7.714	6.420	6.130	6.035	6.047	6.282	6.386	6.528
(U % BDP-a)	36,5	25,8	21,1	20,0	19,0	18,7	18,9	19,7
Dugoročni	7.630	6.363	6.096	6.003	6.016	6.247	6.369	6.509
od čega MMF	732	185	0	0	0	0	0	0
Kratkoročni	84	57	34	32	32	35	18	19
Privatni spoljni dug	5.350	8.464	11.659	11.922	12.599	14.248	15.414	14.917
(U % BDP-a)	25,3	34,0	40,2	39,5	39,6	42,5	45,6	45,0
Dugoročni	4.156	7.263	10.372	10.883	11.482	12.366	13.006	12.970
od čega banke	1.260	2.929	2.801	2.660	2.333	2.357	2.301	2.270
od čega privreda	2.895	4.334	7.571	8.223	9.149	10.009	10.705	10.700
Kratkoročni	1.194	1.201	1.287	1.039	1.118	1.882	2.408	1.948
od čega banke	924	942	1.163	770	769	1.118	1.605	1.154
od čega privreda	271	259	124	269	349	764	803	794
Neto spoljni dug ¹⁾ , (u% BDP-a)	38,5	23,6	28,1	27,8	30,0	32,2	40,4	40,2

Izvor: NBS.

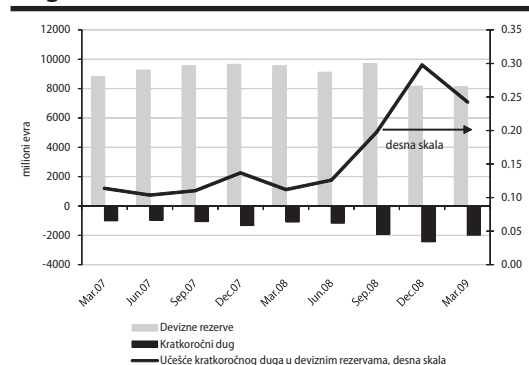
1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

U martu 2009. godine javni spoljni dug iznosi 6.528 miliona evra (19,7% BDP-a)

Spoljni dug države nominalno je uvećan za period od jedne godine za 493,0 miliona evra, dok je relativno izražen (u % BDP-a) niži za 0,3 procentna poena BDP-a. U martu 2009. godine javni spoljni dug iznosi 6.528 miliona evra³ (19,7% vrednosti BDP-a, Tabela T4-2). U odnosu na stanje tri meseca ranije javni spoljni dug je veći za 141,6 miliona evra ili za 0,8 procentnih poena BDP-a.

Privatni spoljni dug iznosi 14,9 milijardi evra, odnosno 45,0% BDP-a

Grafikon T4-3. Srbija: kratkoročni spoljni dug i devizne rezerve, 2007–2009



Izvor: NBS.

Značajno razduživanje, naročito po osnovu kratkoročnog duga

Privatni spoljni dug iznosi 14,9 milijardi evra, odnosno 45,0% BDP-a. Vrednost na kraju trećeg meseca ove godine je tri milijarde iznad vrednosti iz marta prethodne godine. Međutim, u poređenju sa stanjem ovog duga na kraju 2008. godine on je umanjen za 497 miliona evra ili 5,5 procentnih poena. Razlog smanjivanja privatnog spoljnog duga je otplata ranije uzetih dugova banaka i preduzeća, pre svega kratkoročnih.

Razduživanje po osnovu dugoročnih dugovanja iznosi 36,4 miliona evra, od čega je pretežno razduživanje bankarskog sektora u iznosu od 30,9 miliona evra. Banke su se tokom Q1 2009. značajno razdužile za kratkoročne kredite uzete tokom Q4 2008. godine. Ukupno razduživanje

³ U delu teksta koji se bavi analizom Javnog duga (v. Osvrt: „Javni dug Republike Srbije” u ovom broju QM-a), koriste se podaci koje objavljuje RZS i koji uključuju samo regulisani dug države. U ovom tekstu koji se bavi analizom spoljnog duga koristimo podatke NBS koji se metodološki razlikuju od podataka RZS (NBS u obračun uključuje i neregulisani deo javnog duga). Zbog toga postoji razlika u prikazanoj vrednosti spoljnog javnog duga.

po osnovu kratkoročnih kredita iznosi 460,6 miliona evra, od čega je 451,7 razduživanje banakarskog sektora. Iza najvećeg dela (91%) smanjenja privatnog duga tokom Q1 stoji kratkoročno razduživanje banaka. I pored pada deviznih rezervi, značajno smanjivanje ukupnog kratkoročnog inostranog duga doprinosi padu njegovog učešća u deviznim rezervama, sa 29,7% u Q4 2008. na 24,2% u Q1 2009. godine, (Grafikon T4-3).

IZVOZ

**U Q1 2009. godine
uticaj krize na ukupan
domaći izvoz se
povećava...**

Izvoz je nakon 2004. godine beležio veoma visoke međugodišnje stope rasta. Tako je tokom 2005. i 2006. izvoz rastao 34,1% međugodišnje, 2007. godine 25,9% međugodišnje, da bi tokom 2008. nešto usporio i zabeležio prosečan međugodišnji rast od 16,1%. Iako je u prva tri kvartala prethodne godine izvoz imao solidan međugodišnji rast od oko 20%, on usled svetske finasijske krize u Q4 naglo usporava i beleži veoma nizak međugodišnji rast vrednosti od 1,7%. U Q1 2009. godine uticaj krize na ukupan domaći izvoz je još značajniji, tako da je izvezeno drastično manje robe, -23.8%, (Tabela T4-5) u odnosu na isti period godinu dana ranije.

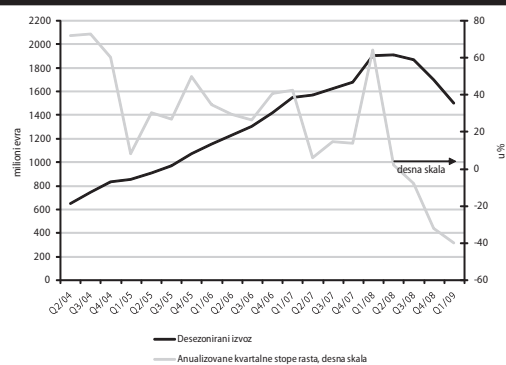
**...tako da on beleži
međugodišnji pad od
23,8%**

Posmatrano po mesecima u Q1 2009. godine najveći međugodišnji pad vrednosti izvoza je zabeležen u februaru (-29,5%). U januaru izvoz je opao za 23,9% u odnosu na januar prethodne godine, dok je nešto manji pad izvoza zabeležen u martu, 18,5% međugodišnje. Na osnovu ovog oporavka izvoza u martu u odnosu na januar, i naročito u odnosu na februar mesec, ipak ne možemo doneti zaključak o budućem trendu, jer su predviđanja u uslovima krize veoma nepouzdana.

**Vrednosti obe
komponente izvoza
krupni i noseći izvoz
takođe beleže značajan
pad na međugodišnjem
nivou**

Eliminisanjem uticaja sezone i stavljanjem u odnos uzastopnih kvartalnih vrednosti, drastičan pad izvoza u prva tri meseca 2009. je još očigledniji (Grafikon T4-4). U odnosu na Q4 2008. godine pad izvoza u Q1 2009. iznosi 12%. Ukoliko bi se ovakav trend međukvartalnog pada nastavio, za period od godinu dana izvoz bi opao 40% međugodišnje. Od drugog kvartala 2008. godine, međukvartalno gledano, izvoz usporava rast. Anualizovana međukvartalna promena izvoza u Q2 2008. je 2,2%, da bi u drugoj polovini godine već poprimila negativan predznak

**Grafikon T4-4. Srbija: desezonirani izvoz,
kvartalno, 2004–2009**



Izvor: RZS, QM.

i beležila sve veću negativnu vrednost (2008. tokom Q3 pad iznosi 7,7%, -32,0% tokom Q4)⁴. Započeti prošlogodišnji trend smanjivanja izvoza je još izraženiji u Q1 ove godine kada je zabeležena anualizovana međukvartalna stopa pada vrednosti izvezeno robe od 40% (Grafikon T4-4). To ukazuje na pad globalne tražnje od sredine 2008. godine, koji se odrazio i na domaći izvoz.

Vrednosti obe komponente izvoza koje se uobičajeno prate u *Kvartalnom Monitoru*, *krupni* i *noseći izvoz*, u prva tri meseca 2009. godine takođe beleže značajan pad na međugodišnjem nivou (Tabela T4-5).

⁴ Upotrebom metoda koje se koriste za desezoniranje dobijaju se u manjoj meri izmenjene desezonirane vrednosti prilikom variranja broja podataka.

Tabela T4-5. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2008–2009

	Učešće u ukupnom izvozu u 2008	2009		2008			2009
		Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
	u %	u mil. evra	međugodišnji rast (u %)				
Ukupno	100,0	1.276	20,5	23,8	19,6	1,7	-23,8
Krupni (dominantni) izvoz	27,1	296	1,9	13,8	8,0	-0,2	-36,0
Gvožđe i čelik	13,0	101	3,6	40,6	36,0	-10,7	-54,0
Obojeni metali	6,4	65	4,5	-0,9	-1,2	-25,7	-48,4
Povrće i voće	4,4	62	13,9	-14,5	-8,0	-0,9	-5,2
Žitarice i proizvodi	3,4	68	-19,1	-20,3	-29,6	93,4	30,3
Noseći izvoz	72,9	980	29,6	28,0	25,0	2,3	-19,2
Jezgro	30,5	429	23,5	13,7	9,3	-9,8	-21,8
Odeća	4,9	115	15,5	12,0	2,4	22,1	29,5
Razni gotovi proizvodi, nigde pomenuti	4,2	50	50,7	25,4	9,1	-13,5	-35,2
Proizvodi od metala, nigde pomenuti	4,3	48	26,9	1,3	-0,5	-10,3	-36,4
Proizvodi od kaučuka	2,9	44	3,3	5,5	27,8	-19,2	-22,5
Električne mašine, aparati i uređaji	3,9	62	50,9	21,7	30,3	2,8	-1,0
Organski hemijski proizvodi	2,3	8	7,9	25,7	-5,3	-50,3	-83,1
Plastične materije u primarnim oblicima	1,9	20	34,4	10,1	6,7	-41,9	-49,9
Obuća	2,2	37	15,8	8,4	9,0	3,8	-8,4
Hartija, karton i proizvodi od celuloze	1,9	32	21,4	13,5	1,9	-7,2	-2,0
Proizvodi od nemetalnih minerala	2,0	13	10,3	19,9	16,7	-4,9	-54,7
Ostalo	42,3	551	35,0	40,4	39,4	12,2	-17,0

Izvor: RZS.

Pad krupnog izvoza 36,0% međugodišnje

Za *krupni izvoz* je bio karakterističan veoma brz rast tokom 2004, 2005. i 2006. godine. U navedenom periodu međugodišnje promene vrednosti iznosile su oko 45%. U naredne dve godine dolazi do usporavanja ove komponente (međugodišnji rast 14,0% u 2007. i 6,3% u 2008. godini). To je pre svega posledica smanjenja svetske tražnje za *Gvoždem i čelikom* i *Obojenim metalima* (koji zajedno čine 70% vrednosti *krupnog izvoza*) – i samim tim smanjenja izvezenih količina, kao i pada cena ovih proizvoda na svetskom tržištu od druge polovine 2008. Nakon ekstremno niskih vrednosti *krupnog izvoza* zabeleženih krajem 2007. i početkom 2008. godine⁵, tokom Q2 i Q3 2008. dolazi do stabilizovanja trenda rasta na 13,8% i 8,0% respektivno, da bi svetska kriza dovela do ponovnog poremećaja. U Q4 2008. godine vrednost *krupnog izvoza* je približno bila na niskom nivou iz Q4 2007. (neznatan pad od 0,2%), da bi od početka godine došlo do potpune distorzije vrednosti ove komponente (pad od 36,0% međugodišnje) (Tabela T4-5). Posmatrano po mesecima dinamika je slična kretanju ukupnog izvoza: najveći međugodišnji pad je zabeležen u februaru (-40,9%), u januaru nešto manji (-36,9%) da bi mart nagoveštavao izvestan oporavak sa padom vrednosti od 30,6% međugodišnje.

Vrednost izvoza gvožđa i čelika nastavlja pad koji je započeo krajem prethodne godine

U Q1 2009. u okviru *krupnog izvoza*, vrednost izvoza *Gvožđa i čelika* opala je za 54,0% na međugodišnjem nivou i tako nastavila pad koji je počeo krajem prethodne godine, kada je isključena prva visoka peć u US Steel-ovoj fabrici u Smederevu (Tabela T4-5). Imajući u vidu činjenicu da se cena čelika na svetskom tržištu stabilizovala u poslednjih pola godine možemo da zaključimo da se pad vrednosti izvoza ovih proizvoda duguje padu izvezene količine, usled pada svetske tražnje. To je značajno uticalo i na proizvodnju ovih proizvoda od početka 2009. Tako je u martu u preduzeću US Steel Serbia radna nedelja smanjena na 32 sata, dok je u aprilu i druga visoka peć stavljena na tihi hod. Finalna proizvodnja, međutim, nije zaustavljena, mada je umanjena, a US Steel Serbia polufabrikate trenutno dobija iz US Steel-ovog pogona u Košicama u Slovačkoj. US Steel je, istina, najavio ponovno pokretanje prve visoke peći od 1. juna, ali to ne znači da će ovaj oporavak proizvodnje biti stalan. Naime, razlog iz koga je ovaj potez preduzet jeste da se proizvede određena vrsta polufabrikata koji se ne može proizvesti u pogonu u Košicama, ali koliko dugo će ova tržišna potreba trajati se ne zna. Obzirom da se ne nazire skori oporavak privreda u Evropi i svetu, ne očekujemo da će se vrednost izvoza *Gvožđa i Čelika* značajnije povećati u narednom periodu. Uz to, mesečni podaci, gde je podatak za mart mesec

5 Najvećim delom kao posledica rekonstrukcije pogona fabrike US Steel Serbia, čime je bila značajno smanjena proizvodnja čelika.

(međugodišnji pad od 53,5%) na nivou prethodna dva meseca (pad od -54,2% međugodišnje), potvrđuju takva očekivanja.

Drastičan pad zabeležen kod izvoza obojenih metala

Drastičan pad u Q1 zabeležen je kod izvoza obojenih metala (gde kod nas dominiraju aluminijum i bakar). Pad vrednosti izvoza ovih proizvoda u Q1 iznosi 48,4% na međugodišnjem nivou (Tabela T4-5). Cene bakra su na svetskim tržištima nešto više od početka godine, dok je cena aluminijuma ostala ista. To ukazuje da je pad vrednosti izvoza obojenih metala posledica pada izvezenih količina. Budući da se preko 80% proizvodnje bakra koristi u građevinarstvu, električnim aparatima i transportnoj opremi, a ta cifra je za aluminijum preko 50%, ne očekujemo značajan oporavak izvoza obojenih metala, jer su upravo ovi sektori posebno pogođeni svetskom ekonomskom krizom.

Povrće i voće beleže blagi pad izvezene vrednosti...

Povrće i voće beleže pad izvezene vrednosti od 5,2%, dok *Žitarice i proizvodi od žitarica* beleže rast od 30% (Tabela T4-5). Međutim, mora se uzeti u obzir da je rast *Žitarica* ostvaren u odnosu na Q1 2008, kada je na snazi bila zabrana izvoza pšenice i kukuruza⁶. Ako vrednost izvoza ovih proizvoda uporedimo sa izvezenim vrednostima u ostalim kvartalima tokom 2007. i 2008. godine, ona je u Q1 2009. na nivou proseka.

... dok Žitarice i proizvodi od žitarica beleže međugodišnji rast, usled niske baze

Vrednost *nosećeg izvoza* u Q1 je opala za 19,2%. U okviru *nosećeg izvoza* i grupa *jezgro* i grupa *ostalo* beleže pad, i to 21,8%, odnosno 17,0% na međugodišnjem nivou (Tabela T4-5). Ovo je prvi kvartal od Q2 2004. da grupa *ostalo* beleži međugodišnji pad.

Vrednost nosećeg izvoza u Q1 je opala...

U okviru *jezgra* vrednost izvoza skoro svih grupacija proizvoda opada. Posebno je izražen pad vrednosti izvoza *organskih hemijskih proizvoda* (83,1%), *plastičnih materija u primarnim oblicima* (49,9%), *proizvoda od nemetalnih minerala* (54,7%). Jedino *odeća* beleži rast vrednosti izvoza, i to od 29,5% (Tabela T4-5).

...usled pada svih grupacija jezgra...

Mesečna dinamika kretanja komponenti *nosećeg izvoza* je identična kao u slučaju *ukupnog i krupnog izvoza* – nagli međugodišnje pad u januaru (pad *nosećeg izvoza* od 18,3%, gde je pad *jezgra* -18,6% međugodišnje, a komponente *ostalo* -18,0% međugodišnje) koji se produbljuje tokom februara (*noseći izvoz* je opao za 25,2%, ili dezagregirano posmatrano, međugodišnji pad *jezgra* za 30,8% i komponente *ostalo* za 20,7%) uz izvestan oporavak u martu mesecu (-14,3% međugodišnja promena *nosećeg izvoza*, dok su pojedinačno posmatrano, komponenta *jezgro* i *ostalo* opali za 16,0%, odnosno 12,9% međugodišnje). Ovakvo kretanje ukazuje da su ove komponente podložne eksternim poremećajima, što je u suprotnosti sa ranijim očekivanjima i da nije izvestan njihov značajniji oporavak, koji bi bio dragocen za oporavak ukupnog domaćeg izvoza u budućnosti.

...i pada vrednosti grupe ostalo

UVOZ

Nastavljen i značajno izražen pad vrednosti uvoza kao posledica recesije...

U Q1 tekuće godine vrednost uvoza je opala za 25,7%, čime je nastavljen pad započet kao posledica recesije krajem 2008. Takođe, za prva tri meseca 2009. godine, posmatrano dezagregirano, sve pojedinačne komponente uvoza beleže pad.

...niža vrednost uvoza za 25,7% od prošlogodišnje

Uvoz je nakon uobičajene dinamike rasta od oko 25% tokom 2007. i prve polovine 2008. godine, u Q3 2008. počeo malo da usporava (stopa rasta od 19,1% međugodišnje) da bi u Q4, usled depresijacije i recesije (smanjene tražnje), došlo do nagle promene trenda i ukupan uvoz zabeležio međugodišnji pad od 2,8%. Iako se dinar stabilizovao od početka ove godine, recesija se produbila u toj meri da je domaća tražnja za uvoznim proizvodima u Q1 niža za 25,7% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T4-7).

Posmatrano po mesecima, zabeležen je međugodišnji pad uvoza u januaru od -27,8%, u februaru -28,3% i u martu -21,9%. Ovakva dinamika pada uvoza dovela je do toga da je njegov apsolutni pad značajno veći u odnosu na pad izvoza. Na taj način smanjena trgovinska razmena je dovela do bitno niže vrednosti deficita računa robne razmene, do redukovanja deficita tekućeg računa i poboljšanja sveukupnih ekonomskih odnosa Srbije sa inostranstvom⁷.

6 O tome v. odeljak 6. „Platni bilans i spoljna trgovina“ u prethodnim brojevima Kvartalnog Monitora.

7 O tome v. prvi deo ovog teksta.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Međugodišnji pad uvoza bez energije u Q1 iznosi 25,0%

Uvoz bez energije u Q1 2009. opao je za 25,0%, dok uvoz energije beleži pad od 28,3% međugodišnje (Tabela T4-7). Na ovaj pad uvoza energenata uticala je gasna kriza u januaru, kada je vrednost uvezene energije bila manja za 29,4% u odnosu na januar 2008.

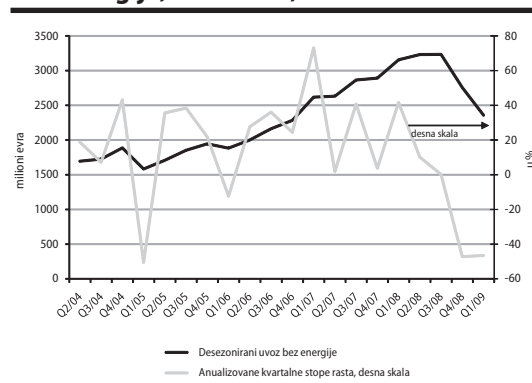
Desezonirani uvoz bez energije takođe beleži značajno visok pad u Q1 2009. godine. U odnosu na poslednji kvartal 2008. pad vrednosti ovog uvoza iznosi 14,5%, što iznosi 46,5% na godišnjem nivou. Za razliku od postepenog međukvartalnog pada vrednosti izvoza od druge polovine 2008. godine, uvoz je u prethodnom kvartalu zabeležio prvu i ujedno drastično visoku negativnu međukvartalnu promenu od 14,8% (47,2% anualizovano), da bi u Q1 ove godine ona bila u približno istoj meri negativna (Grafikon T4-6). To je posledica prisutne recesije u Srbiji koja se tokom poslednja dva kvartala manifestuje i preko domaćeg uvoza.

Uvoz intermedijarnih proizvoda međugodišnje je manji za 30,8%

Vrednost uvoza kapitalnih proizvoda je u Q1 za 28,0% niža od prošlogodišnje vrednosti...

...uz trend oporavka kapitalnih proizvoda bez drumskih vozila

Grafikon T4-6. Srbija: desezonirani uvoz bez energije, kvartalno, 2004–2009



Izvor: RZS, QM.

Uvoz intermedijarnih proizvoda opao je za 30,8% međugodišnje, što je i stopa međugodišnjeg pada zabeležena u svakom mesecu Q1. Ukoliko se ovakva dinamika nastavi to bi moglo značajno da redukuje domaću proizvodnju, i samim tim domaći izvoz.

Vrednost uvezenih kapitalnih proizvoda je u Q1 za 28,0% niža od prošlogodišnje vrednosti Q1 (Tabela T4-7). Vrednost uvezenih kapitalnih proizvoda bez drumskih vozila beleži pad od 21,3% u odnosu na prošlu godinu. Posmatrano po mesecima ovaj uvoz ima takvu dinamiku da je nakon najvećeg pada u januaru (od 24,2%), u februaru opao za 20,7%, da bi u martu pad bio

najmanji i iznosio 19,9% međugodišnje. Ipak, suviše je rano da bi se na osnovu ovih podataka pravila predviđanja o oporavku uvoza.

Tabela T4-7. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2008–2009

	Učešće u uvozu (2008)	2009		2008			2009
		Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
	u %	u mil. evra	međugodišnji rast (u %)				
Ukupno	100,0	2.683	22,8	27,5	19,1	-2,8	-25,7
Energija	20,0	565	32,5	53,2	51,2	5,7	-28,3
Intermedijarni proizvodi	34,4	831	16,2	16,0	12,8	-5,9	-30,8
Kapitalni proizvodi	24,8	612	19,5	32,6	10,4	-11,9	-28,0
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	16,8	438	9,3	29,3	13,1	-6,0	-21,3
Trajni proizvodi za široku potrošnju	3,9	112	31,3	34,8	13,5	2,6	-15,8
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,3	463	26,6	21,1	19,5	4,2	-10,4
Ostalo	2,7	100	32,4	16,6	12,3	21,2	-19,5
Uvoz bez energije	80,0	2.118	20,3	22,8	13,1	-4,7	-25,0

Izvor: RZS.

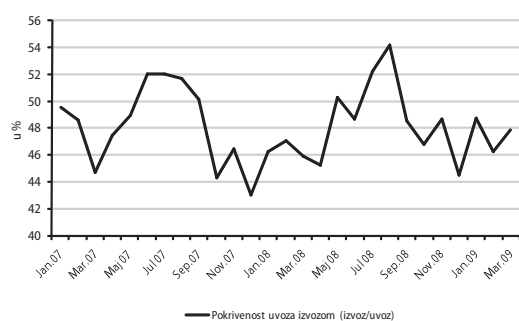
Manje vrednosti uvezenih trajnih i netrajnih potrošnih proizvoda

Uvoz trajnih proizvoda za široku potrošnju opao je za 15,8%, a uvoz netrajnih potrošnih proizvoda za 10,4% (Tabela T4-7). Mesečne međugodišnje stope rasta i ove dve komponente ukazuju na najveći pad u februaru i na manji pad u martu mesecu.

Ovakva situacija govori da pad uvoza u većoj meri potiče od privrede (visoke i stabilne negativne stope pada uvoza intermedijarnih i kapitalnih proizvoda), nego od stanovništva, tj. da je posledica prisutne recesije u domaćoj privredi i da, za sada, ne ukazuje na bitniji oporavak.

Kvartalna vrednost pokrivenosti uvoza izvozom iznosi 47,6%

Pokrivenost uvoza izvozom je visoka od početka godine. Kvartalna vrednost iznosi 47,6%, što je 1,2 procentna poena više u odnosu na Q1 2008. godine. Mesečne vrednosti pokrivenosti uvoza izvozom su na visokom nivou (Grafikon T4-8), iako je u decembru zabeležen izvestan sezonski pad (zbog povećanog uvoza usled novogodišnjih praznika).

Grafikon T4-8. Srbija: pokrivenost uvoza izvozom, 2007–2009

Izvor: RZS.

Svetska finansijska kriza i globalna recesija dovele su do većeg pada domaćeg uvoza od izvoza. Usled toga došlo je do smanjenja trgovinskog deficita (čime je poboljšán i ceo tekući deficit), ali po cenu visokog pada proizvodnje. Kako domaća privreda bude izlazila iz recesije, proizvodnja i uvoz počće opet da rastu. Međutim, uvoz neće moći da dostigne raniji visok nivo, jer više neće biti tako velikih priliva kapitala iz inostranstva kojima bi se on finansirao. Jedini mogući način za ponovno dostizanje tako visokog nivoa uvoza biće rast domaćeg izvoza.

5. Cene i devizni kurs

Ukupna inflacija u prva četiri meseca 2009. je vrlo visoka, ali procenjujemo da je noseći trend inflacije niži i da čak pokazuje određene znake usporavanja. Inflacija merena Indeksom maloprodajnih cena (IMC) za prva četiri meseca iznosi 7% ili 22,8% anualizovano, a merena Indeksom potrošačkih cena (IPC) iznosi 4,8% ili 15,2% anualizovano. Međutim, inflacija je u najvećoj meri posledica administrativnih mera (povećanja akciza i cena koje su pod direktnom administrativnom kontrolom) i egzogenih činilaca (povećanja cene nafte). Bazna inflacija, koja meri kretanje cena proizvoda i usluga čije cene se slobodno formiraju na tržištu, zaslužna je za samo 20% porasta IMC u ova četiri meseca. Slično, kada iz IPC isključimo naftne derivate i proizvode koji su poskupeli zbog administrativnih mera, njegov porast od početka godine do aprila iznosi 2,8%, tj. 8,8% anualizovano, dok je u Q4 2008. anualizovani porast bio 10,0%. Kurs dinara je, nakon snažne depresijacije u poslednja tri meseca prošle godine, od sredine januara stabilan, a NBS tokom marta i aprila nije intervenisala na deviznom tržištu. Realna depresijacija kursa dinara prema evru od početka ekonomske krize (tj. od sredine septembra) do aprila iznosi oko 15%.

Inflacija u Q1 vrlo visoka...

Inflacija merena Indeksom maloprodajnih cena je od početka 2009. veoma visoka: u Q1 iznosi 5,8%, tj. čak 25,6% anualizovano. Zaključno sa aprilom, porast maloprodajnih cena je 7,0%, odnosno čak 22,8% anualizovano. Podsetimo, porast maloprodajnih cena u Q4 2008. iznosio je svega 0,2% anualizovano (Tabela T5-1). Međugodišnja stopa inflacije u Q1 iznosi 9,8%, a u aprilu 10,0%.

Tabela T5-1. Srbija: Indeks maloprodajnih cena i bazna inflacija, 2005–2008

	Indeks maloprodajnih cena					Bazna inflacija				
	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano ¹⁾	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano ¹⁾
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										
mar	129,8	11,8	2,8	1,2	11,6	120,3	7,0	1,4	0,6	5,8
jun	134,0	12,1	6,1		13,4	124,7	10,0	5,2	1,4	15,7
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	8,8
feb	142,0	10,7	5,3	2,3	18,6	133,5	11,6	2,2	1,2	10,9
mar	142,7	9,9	5,8	0,5	25,6	134,0	11,4	2,6	0,4	10,8
apr	144,3	10,0	7,0	1,1	16,7	134,4	10,5	2,9	0,4	7,9

Izvor: RZS, NBS.

1) Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Recimo, 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 vrednosti za baznu inflaciju od januara 2009. procena QM-a na osnovu raspoloživih podataka.

...ali je pre svega posledica povećanja regulisanih cena

Međutim, ovako veliki porast cena u prva četiri meseca 2009. je najvećim delom posledica administrativnih korekcija, a u manjoj meri odnos dešavanja na tržištu. Naime, doprinos bazne inflacije¹ ukupnoj inflaciji merenoj IMC u prva četiri meseca 2009. iznosi 20%, dok doprinos cena

1 Bazna inflacija meri kretanje cena proizvoda i usluga koje nisu pod administrativnom kontrolom, već se slobodno formiraju na tržištu. Tako su iz bazne inflacije isključene cene električne energije, naftnih derivata, stambeno-komunalnih usluga i sl. Takođe, u baznu inflaciju ne ulaze poljoprivredni proizvodi, jer su njihove cene pod jakim uticajem sezonskih činilaca. Napominjemo da u ovom tekstu govorimo o baznoj inflaciji kao delu Indeksa maloprodajnih cena. Od kraja 2008. godine Republički zavod za statistiku više ne objavljuje podatke o kretanju bazne inflacije, te je analiza bazne inflacije od 2009. zasnovana na proračunima QM-a na osnovu dostupnih podataka.

proizvoda i usluga koje su pod administrativnom kontrolom ili pod jakim uticajem egzogenih činilaca („nebazna“ inflacija) iznosi čak 80% (Tabela T5-2). Bazna inflacija u prva četiri meseca iznosi 2,9%, tj. 9,1% anualizovano. S druge strane, „nebazna“ inflacija u prva četiri meseca iznosi čak 11,7% ili 39,3% anualizovano.

Tabela T5-2. Srbija: izabrane komponente Indeksa maloprodajnih cena i doprinos rastu inflacije, 2009

	Učešće u Indeksu maloprodajnih cena (u %)	Porast cena u periodu apr09 / dec08	Anualizovani porast cena u periodu apr09 / dec08	Doprinos porastu maloprodajnih cena u periodu apr09 / dec08
	u %			
Ukupno	100,0	7,0	22,8	100,0
Bazna inflacija	49,5	2,9	9,0	19,7
"Nebazna" inflacija	50,5	11,7	39,3	80,3
Poljoprivredni proizvodi	4,1	9,8	32,4	5,4
Duvan	4,2	14,9	51,7	8,6
Električna energija	7,7	0,0	0,0	0,0
Tečna goriva i maziva	9,3	19,7	71,6	24,8
Lekovi	2,2	20,2	73,7	6,0
Usluge društvene zaštite	1,9	0,9	2,8	0,2
Stambeno komunalne usluge	8,6	15,3	53,2	17,9
Saobraćajne usluge	3,3	26,3	101,6	11,9
PTT usluge	3,9	6,9	22,3	3,7
"Nebazna" ostalo	5,4	2,3	7,1	1,7

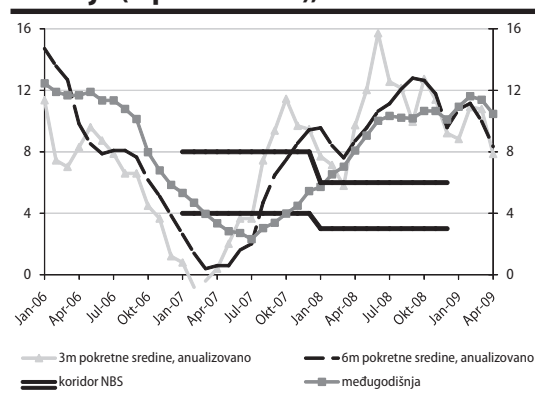
Izvor: RZS i proračun QM.

Napomena: Republički zavod za statistiku je od januara 2009. godine prestao da objavljuje baznu inflaciju, pa su vrednosti za baznu inflaciju od januara 2009. procena QM-a na osnovu raspoloživih podataka.

Bazna inflacija usporava u martu i aprilu

Bazna inflacija za prva četiri meseca 2009. godine od 2,9% (tj. 9,1% anualizovano) nije mala, ali čini se da ona pokazuje jasne znake usporavanja u martu i aprilu (Grafikon T5-3). Nakon relativno visoke bazne inflacije u januaru i februaru, od 1,0% odnosno 1,2%, ona u martu i aprilu pada na nešto ispod 0,4% mesečno. Dakle, bazna inflacija u martu i aprilu iznosi 4,5% na godišnjem nivou.

Grafikon T5-3. Srbija: kretanje bazne inflacije (u procentima), 2006–2009



Izvor: RZS i proračun QM-a.

Napomena: Republički zavod za statistiku je od januara 2009. godine prestao da objavljuje baznu inflaciju, pa su podaci za baznu inflaciju od januara 2009. procena QM-a na osnovu raspoloživih podataka. NBS od završetka 2008. godine više ne cilja baznu inflaciju iz IMC, te koridor NBS za baznu inflaciju od januara 2009. godine nije više relevantan.

Dodatnu potvrdu o usporavanju bazne inflacije dobijamo detaljnijim posmatranjem kretanja cena proizvoda i usluga koje čine baznu inflaciju. Naime, najveći doprinos baznoj inflaciji u prva četiri meseca 2009. godine dalo je poskupljenje alkoholnih pića. Ono je velikim delom takođe posledica administrativne mere, tj. odluke o povećanju akciza na pivo. Iako čine samo oko 6% indeksa baznih cena, alkoholna pića su zaslužna za čak 23% porasta baznih cena.

Kada isključimo efekat na baznu inflaciju koji je posledica povećanja akciza na alkoholna pića, zaključujemo da je bazna inflacija početkom 2009. nešto niža nego u poslednjem kvartalu prošle godine. Naime, ukoliko isključimo alkoholna pića, bazna inflacija u prva četiri meseca 2009. iznosi oko 2,3%, tj. oko 7% anualizovano². Bazna inflacija je u Q4 2008. iznosila 2,2%, tj. 9,2% anualizovano.

² Ukoliko iz bazne inflacije isključimo samo pivo, tada bazna inflacija u prva četiri meseca iznosi oko 2,6%, tj. oko 8,1% anualizovano.

5. Cene i devizni kurs

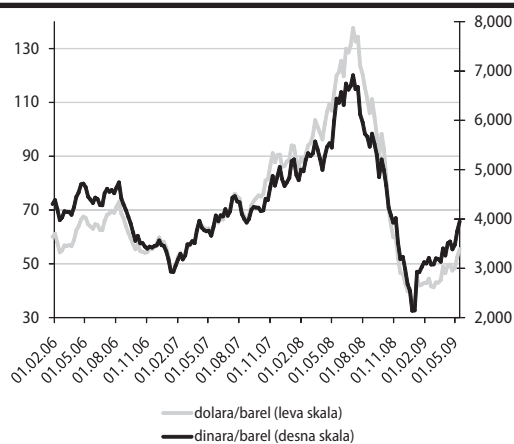
Usporavanje inflacije dešava se uprkos značajnoj depresijaciji pre svega zbog velikog pada tražnje i privredne aktivnosti

„Nebazna“ inflacija je vrlo visoka

Prolaz od kursa ka baznoj inflaciji od septembra 2008. do aprila 2009. iznosi oko 0,23. Promena kursa u tom periodu bila je 23,1%, a promena bazne inflacije 5,2%.

Usporavanje bazne inflacije od početka 2009. godine, posebno u martu i aprilu, dešava se uprkos relativno velikoj nominalnoj depresijaciji dinara. Procenjujemo da je ovo usporavanje pre svega posledica velikog pada agregatne i domaće tražnje, te pada privredne aktivnosti. Kao što je u odeljku 2. „Privredna aktivnost“ detaljno objašnjeno, realni međugodišnji pad domaće tražnje je čak 7%, a agregatne tražnje 10%. Kako se očekuje da će agregatna tražnja i privredna aktivnost i u nastavku godine biti relativno niske, procenjujemo da će i bazna inflacija takođe ostati umerena i verovatno neće biti veća od one u martu i aprilu.

Grafikon T5-4. Svet: nedeljne cene nafte tipa Ural, u dolarima i dinarima, 2006–2009



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

Što se tiče nebazne inflacije, ona za prva četiri meseca iznosi 11,7%, odnosno 39,3% anualizovano. Najveći doprinos nebaznoj inflaciji, ali i ukupnoj inflaciji, daju naftni derivati. Oni su od početka godine poskupeli za 19,7% i daju doprinos ukupnoj inflaciji od 25%. Poskupljenje naftnih derivata je direktna posledica porasta cene sirove nafte na svetskim tržištima i povećanja akciza. Cena sirove nafte, nakon oštrog pada u drugoj polovini 2008. godine, u 2009. ponovo raste. Iako je trenutna cena sirove nafte u dolarima daleko od rekordnih vrednosti iz leta prošle godine, ona je ipak od kraja decembra do sredine maja porasla za oko 45% gledano u dolarima, tj. preko 60% gledano u dinarima (Grafikon T5-4). Pored toga, značajan doprinos inflaciji daju i stambeno

komunalne usluge (ukupan doprinos inflaciji 18%), saobraćajne usluge (doprinos 12%), duvan (8%), lekovi (6%) i poljoprivredni proizvodi (5%).

Inflacija merena IMC krajem godine bi mogla da bude oko 10%

Procenjujemo, okvirno, da bi inflacija merena Indeksom maloprodajnih cena krajem 2009. godine mogla da bude oko 10%. Za ovu okvirnu procenu koristimo odvojene pretpostavke o kretanju bazne i nebazne inflacije. Što se tiče bazne inflacije, pretpostavka je da će ona do kraja godine rasti oko 0,4% mesečno, što je u skladu s kretanjem u martu i aprilu. Procenjujući „nebaznu“ inflaciju, polazimo od pretpostavke da će struja do kraja godine poskupeti za oko 10% (što je, generalno posmatrano, u skladu sa poskupljenjima struje tokom prethodnih godina), da će poljoprivredni proizvodi do kraja godine poskupeti za još oko 5%, a da ostatak „nebazne“ inflacije neće biti bitnije promenjen do kraja godine. Ističemo da je ova procena samo orijentaciona, jer su u uslovima nejasnog trajanja ekonomske krize i njenih efekata na privredu sve prognoze vrlo nesigurne. Glavne nepoznanice koje mogu uticati na ovu procenu vezane su za dalje kretanje cene sirove nafte na svetskim tržištima (sudeći po trenutnim analizama, u nastavku godine se ne očekuje njen bitniji rast ili se nagoveštava blagi pad, te stoga usvajamo pretpostavku da će do kraja godine nivo cena naftnih derivata ostati nepromenjen), kao i dalje kretanje kursa dinara.

I inflacija merena IPC je visoka u Q1...

Inflacija merena Indeksom potrošačkih cena je takođe vrlo visoka u Q1. Ona iznosi 3,8%, tj. 16,3% anualizovano (Tabela T5-5). Zaključno sa aprilom, inflacija merena ovim indeksom iznosi 4,8%, odnosno 15,2% anualizovano. Indeks potrošačkih cena je od ove godine zvanično merilo inflacije u Srbiji. Ovaj indeks je izrađen u skladu sa metodologijom koja se koristi u zemljama Evropske unije, te je stoga međunarodno uporediv. Glavna razlika u odnosu na Indeks maloprodajnih cena jeste u ponderima pojedinih dobara i usluga. Ponderi u Indeksu potrošačkih cena su određeni prema strukturi potrošnje domaćinstava, i to na osnovu Ankete o potrošnji domaćinstava i strukture finalne potrošnje domaćinstava, 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. Zbog toga Indeks potrošačkih cena preciznije odražava uticaj kretanja cena na životni standard građana. Između ostalog, prehrambeni

proizvodi imaju veće učešće u IPC nego u IMC, dok naftni derivati imaju manje učešće u IPC nego u IMC. U prošlom broju *QM-a* smo detaljnije opisali glavne karakteristike ovog indeksa i njegovo poređenje sa Indeksom maloprodajnih cena³. I dalje nastavljamo da pratimo oba indeksa, poklanjajući dosta pažnje Indeksu maloprodajnih cena, jer za taj indeks raspoložemo dužom serijom podataka. U narednim brojevima ćemo fokus analize prebacivati na Indeks potrošačkih cena. Uporedno kretanje ova dva indeksa prikazano je na Grafikonu T5-8.

Tabela T5-5. Srbija: Indeks potrošačkih cena, 2007–2009

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2007					
mar	102,5	4,1	0,7	0,6	2,8
jun	105,5	4,0	3,7	0,4	12,7
sep	109,5	8,0	7,6	1,6	16,8
dec	113,0	11,0	11,0	1,2	13,1
2008					
mar	116,4	13,6	3,0	1,6	12,7
apr	118,2	14,6	4,6	1,5	15,7
maj	120,3	14,5	6,5	1,8	21,6
jun	121,2	14,8	7,2	0,7	17,4
jul	119,8	13,9	6,1	-1,1	5,7
avg	120,3	11,5	6,4	0,4	-0,2
sep	121,4	10,9	7,5	1,0	0,9
okt	123,7	12,3	9,5	1,8	13,5
nov	123,9	10,9	9,6	0,2	12,6
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
2009					
jan	125,4	10,0	2,1	2,1	5,6
feb	126,9	10,7	3,4	1,2	10,2
mar	127,4	9,4	3,8	0,4	16,3
apr	128,6	8,8	4,8	0,9	10,9

Izvor: RZS.

* Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo.

...ali je noseći trend inflacije niži i čini se da usporava

Procenjujemo da noseći trend inflacije merene Indeksom potrošačkih cena ipak nije visok u prva četiri meseca 2009. i da čak blago usporava. Naime, porast potrošačkih cena je, kao što je već obrazloženo kod analize Indeksa maloprodajnih cena, pre svega posledica administrativnih mera i korekcija cena pod kontrolom države, kao i kretanja cene naftnih derivata, koji su dominantno pod uticajem egzogenih činilaca (tj. kretanja cena sirove nafte na svetskim tržištima).

Noseći trend inflacije u prva četiri meseca je 8,8%, a u Q4 2008. bio je 10,0%

Kada iz Indeksa potrošačkih cena isključimo alkoholna pića, duvan, naftne derivate, toplotnu energiju i lekove, ostatak indeksa je u prva četiri meseca 2009. porastao za 2,8%, tj. 8,6% anualizovano (Tabela T5-6). Treba istaći da navedeni proizvodi i usluge čine svega 13,4% Indeksa potrošačkih cena, a da su zaslužni za čak polovinu porasta ovog indeksa u prva četiri meseca 2009. U prethodnom kvartalu (Q4 2008.) porast ukupnog Indeksa potrošačkih cena je bio svega 1,1%, tj. 4,3% anualizovano. Međutim, tako nizak rast je prvenstveno bio posledica velikog pojeftinjenja naftnih derivata izazvanog ostrim padom cena sirove nafte. Kada se isključe navedeni proizvodi i usluge (alkoholna pića, duvan, naftni derivati, toplotna energija i lekovi), porast cena je u Q4 2008. bio 2,4% ili 10% anualizovano. Dakle, možemo reći da u prva četiri meseca 2009. dolazi do blagog usporavanja nosećeg trenda inflacije.

³ Videti Okvir 1 u odeljku 2 „Cene i devizni kurs“ *Kvartalni monitor* br. 15.

Tabela T5-6. Srbija: Indeks potrošačkih cena, porast izabranih komponenti, 2008–2009

	porast cena dec08 / sep08	anualizovani porast cena dec08 / sep08	porast cena apr09 / dec08	anualizovani porast cena apr09 / dec08
Ukupno	1,1	4,3	4,8	15,1
Alkoholna pića i duvan, naftni derivati, toplotna energija i farmaceutski proizvodi	-7,8	-27,6	18,3	65,6
Ukupno bez alkoholnih pića i duvana, naftnih derivata, toplotne energije i farmaceutskih proizvoda	2,4	10,0	2,8	8,8

Izvor: RZS.

Napomena: Alkoholna pića i duvan, naftni derivati, toplotna energija i farmaceutski proizvodi čine 13,4% IPC.

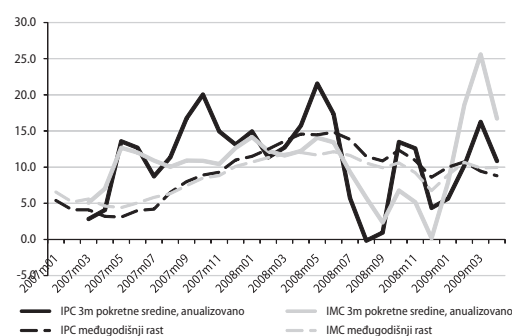
**Najveći doprinos
porastu inflacije
daju naftni derivati,
stambene usluge,
alkoholna pića i duvan**

Doprinos pojedinih grupa proizvoda i usluga ukupnom porastu Indeksa potrošačkih cena, te porast cena tih grupa od početka godine i u Q4 2008. prikazan je u Tabeli T5-7. Kao što smo već naveli, najveći doprinos daju proizvodi čiji porast cena je posledica administrativnih mera. S druge strane, grupe Odeća i obuća i Nameštaj i opremanje domaćinstva u najvećoj meri čine proizvodi i usluge čije se cene slobodno formiraju na tržištu i u značajnijem procentu se uvoze (tj. pod uticajem su promena kursa dinara). Te dve grupe od početka godine beleže relativno umeren rast. Grupa Odeća i obuća je za prva četiri meseca poskupela za nešto ispod 1,5% ili svega 4,4% anualizovano. Grupa Nameštaj i opremanje domaćinstva od početka godine beleži porast cena za 2,1%, tj. 6,5% anualizovano.

Tabela T5-7. Srbija: izabrane komponente Indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije, 2008–2009

	učešće u Indeksu potrošačkih cena (u%)	porast cena dec08 / sep08	doprinos ukupnom porastu (u %)	porast cena apr09 / dec08	doprinos ukupnom porastu (u %)
Ukupno	100,0	1,1	100,0	4,8	100,0
Hrana i bezalkoholna pića	34,3	2,1	69,5	2,5	17,2
Alkoholna pića i duvan	4,8	1,1	5,2	14,2	14,0
Odeća i obuća	6,5	3,1	19,5	1,5	1,9
Stanovanje, voda struja	16,5	5,0	79,0	4,4	14,9
Toplotna energija	0,9	5,8	4,9	25,8	4,7
Nameštaj i opremanje domaćinstva	5,5	0,7	3,9	2,1	2,3
Zdravstvo	4,6	-1,7	-7,4	14,1	13,2
Farmaceutski proizvodi	3,0	-3,4	-9,7	20,4	12,5
Transport	11,5	-8,5	-94,5	11,4	26,6
Gorivo i mazivo	4,7	-22,4	-100,7	19,7	18,7
Ostalo	16,3	1,6	24,7	3,0	9,8

Izvor: RZS.

Grafikon T5-8. Srbija: kretanje Indeksa potrošačkih cena i Indeksa maloprodajnih cena (u %), 2007–2009

Izvor: RSZ.

Na osnovu dosadašnjih kretanja cena, možemo dati i okvirnu procenu inflacije merene Indeksom potrošačkih cena na kraju 2009. godine. Smatramo da bi inflacija merena ovim indeksom krajem godine mogla biti oko, ili nešto ispod, 10%. Kao i pri proceni inflacije merene Indeksom maloprodajnih cena, ističemo da ovu procenu treba uzeti sa dosta rezerve s obzirom na sve neizvesnosti vezane za efekte i trajanje ekonomske krize.

Devizni kurs

Kurs dinara je stabilan od sredine januara...

Kurs dinara prema evru je od sredine januara do kraja aprila vrlo stabilan i uglavnom se kreće u rasponu od 93 do 96 dinara za evro (Grafikon T5-9). U prvoj polovini januara dinar je relativno snažno depresirao i izgubio je oko 4% vrednosti prema evru za svega dve nedelje. Kurs je tada otišao sa oko 89,5 na oko 93 dinara za evro. Od sredine januara, kurs se sve do sredine maja kreće u relativno uskom opsegu od 93 do 96 dinara za evro.

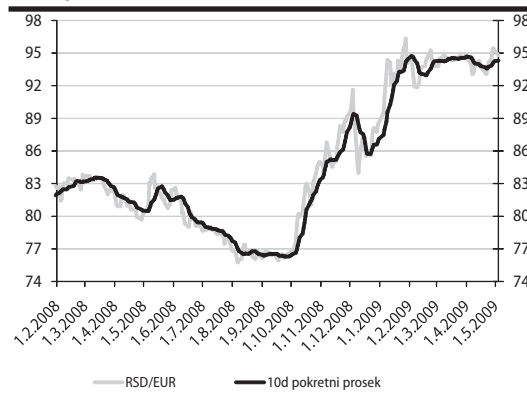
...a NBS u martu i aprilu nije intervenisala radi odbrane kursa

Nakon što je dinar – zbog posledica svetske ekonomske krize, zastoja u kapitalnim prilivima, nervozne reakcije građana i povlačenja oko 800 miliona evra deviznih depozita tokom oktobra i novembra 2008. godine – počeo u oktobru prošle godine snažno da depresira, NBS je agresivno intervenisala kako bi stabilizovala kurs. Direktno intervencije NBS na deviznom tržištu iznosile su 914 miliona evra u Q4 2008. godine i 556 miliona evra u januaru i februaru 2009, odnosno 1,47 milijardi evra ukupno (Grafikon T5-10). Intervencije su bile praćene merama vezanim za promenu pravila o obaveznim rezervama⁴. Kao rezultat svih tih aktivnosti, ali i oštrog smanjenja uvoza izazvanog padom privredne aktivnosti, kurs dinara se stabilizovao, a NBS od marta praktično nije intervenisala na deviznom tržištu. Potpisivanje sporazuma sa MMF-om će sigurno dodatno doprineti stabilnosti valute, te u narednih nekoliko kvartala ne bi trebalo očekivati značajnije promene kursa. Nominalna depresijacija dinara od početka krize je približno uporediva sa nekim od drugih istočnoevropskih valuta (Grafikon T5-11).

Realni kurs od početka krize depresirao za oko 15%...

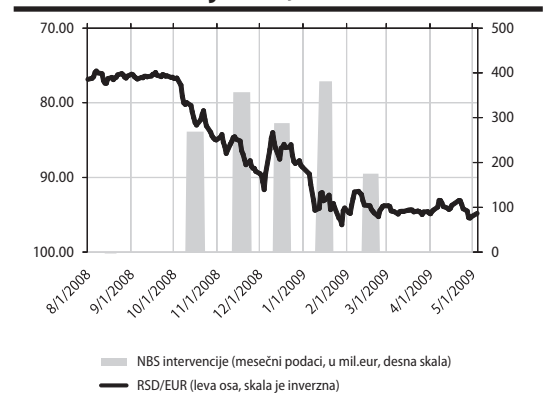
Realni kurs prema evru je u Q1 depresirao za 2,2% (Grafikon T5-12). Skoro cela ova realna depresijacija koja se desila u januaru u odnosu na decembar, posledica je nominalne depresijacije skraj prošle i početka ove godine. U aprilu beležimo realnu depresijaciju od nešto više od 1%,

Grafikon T5-9. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2007–2009



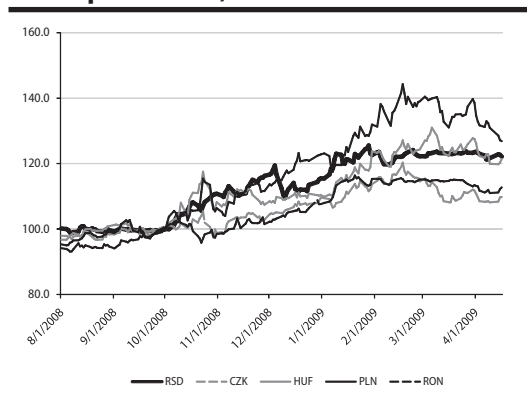
Izvor: NBS.

Grafikon T5-10. Srbija: dnevni kurs dinar/evro i intervencije NBS, 2008–2009



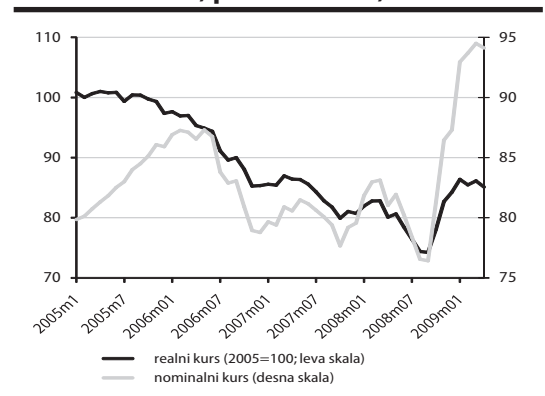
Izvor: NBS.

Grafikon T5-11. Nominalni kurs izabranih valuta prema evru, baza 1.oktobar 2008=100



Izvor: Evropska centralna banka i NBS.

Grafikon T5-12. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek mesca, 2005–2009



Izvor: NBS.

⁴ Za detaljnu analizu mera NBS i njihovih efekata videti odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“.

5. Cene i devizni kurs

...ali se realna depresijacija sada zaustavlja

tako da kad posmatramo realni kurs u aprilu, beležimo realnu depresijaciju od svega oko 1% u odnosu na kraj prošle godine (Tabela T5-13). Ukoliko posmatramo period od početka znatne nominalne depresijacije, tj. promenu vrednosti dinara od septembra 2008. do aprila 2009, realna depresijacija iznosi 14,6%.

Tabela T5-13. 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								
Decembar	79,5669	96,0	101,0	101,0	80,7	94,6	94,6	1,4563
2008								
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	106,5	86,4	105,4	102,5	1,3327
Februar	93,6865	113,0	112,9	107,3	85,5	103,2	101,4	1,2797
Mart	94,4951	114,0	113,7	108,2	86,1	104,0	102,2	1,3041
April	94,1074	113,5	116,1	107,8	85,1	106,3	101,0	1,3204

Izvor: NBS, RZS, Eurostat.

1) Prosek meseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS.

2) Odnos kursa u prvoj koloni i proseka u decembru 2002. godine.

3) Odnos kursa u prvoj koloni prema istom periodu godinu dana ranije.

4) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prošle godine.

5) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evrozoni. Indeks je izračunat po formuli: $RE = (NE/p) \times p^*$, gde je: RE – indeks realnog kursa; NE – indeks nominalnog kursa; p – indeks cena na malo u Srbiji; p^* – indeks rasta troškova života u evrozoni.

6) Prosek perioda.

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

Realni kurs prema evru računa se, po definiciji, korekcijom nominalnog kursa za razliku u nivou cena u Srbiji i evrozoni. Nivo cena u Srbiji se do sada merio Indeksom maloprodajnih cena, pa tako ovaj indeks koristimo i za računanje realnog kursa u *QM-u*. Međutim, s obzirom na to da je od ove godine zvanično merilo inflacije Indeks potrošačkih cena, potrebno je pogledati i kretanje realnog kursa dobijeno korišćenjem tog indeksa. Korišćenje Indeksa potrošačkih cena ima dodatnu prednost u tome što je taj indeks direktno uporediv sa indeksom koji meri kretanje cena u evrozoni. Takođe je od interesa razmotriti kretanje realnog kursa kada se ne gleda celokupan Indeks potrošačkih cena, već samo one njegove komponente koje su razmenjive. Naime, realni kurs je jedno od merila međunarodne konkurentnosti. Kada se realni kurs posmatra u tom kontekstu – od značaja je nivo cena *samo* roba i usluga kojima se može međunarodno trgovati, a ne ukupnog nivoa cena u koji ulaze i nerazmenjiva dobra i usluge. Promena realnog kursa izračunatog korišćenjem različitih indeksa cena prikazana je u Tabeli T5-14.

Realni kurs izračunat korišćenjem Indeksa potrošačkih cena depresirao je od početka godine za 3,2%, a od septembra do aprila za 15,9%. Nešto veća depresijacija u odnosu na realni kurs računat korišćenjem Indeksa maloprodajnih cena posledica je toga što je inflacija merena IMC u posmatranom periodu veća nego kada se meri IPC. Ovo je pak pre svega posledica većeg učešća naftnih derivata u IMC, kao i većeg učešća roba i usluga čije cene su pod administrativnom

kontrolom u IMC nego u IPC. Realni kurs izračunat korišćenjem nivoa cena samo razmenjivih roba i usluga je od početka godine depresirao 3,5%, a od septembra 2008. do aprila 2009. depresirao je 17,4%. Razlog za ovo je što su razmenjiva dobra u posmatranom periodu manje poskupela od nerazmenjivih dobara (kao što smo više puta naglasili u delu o inflaciji, u posmatranom periodu su najviše poskupeli robe i usluge pod administrativnom kontrolom, a veliki deo tih roba i usluga spada u nerazmenjiva dobra), te je stoga razlika u promeni cena razmenjivih dobara u Srbiji i evrozoni manja nego ukupna razlika u promeni cena.

Tabela T5-14. Srbija: promena realnog kursa, korišćenjem različitih indeksa cena, u %

	IMC	IPC	IPCt
	promena realnog kursa, u % ¹⁾		
apr09 / dec08	1,0	3,2	3,5
apr09 / sep08	14,6	15,9	17,4
apr09 / apr08	6,3	7,4	9,1

Izvor: NBS, RZS, Eurostat, proračun QM-a.

1) Pozitivna vrednost označava depresijaciju.

Napomena: IMC – realni kurs računat korišćenjem Indeksa maloprodajnih cena za nivo cena u Srbiji i Harmonizovanog indeksa potrošačkih cena za nivo cena u evrozoni; IPC – realni kurs računat korišćenjem Indeksa potrošačkih cena za nivo cena u Srbiji i Harmonizovanog indeksa potrošačkih cena za nivo cena u evrozoni; IPCt – realni kurs računat korišćenjem samo razmenjivih dobara iz Indeksa maloprodajnih cena i Harmonizovanog indeksa potrošačkih cena za nivo cena u Srbiji, odnosno u evrozoni.

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q1 2009. došlo je do značajnog realnog smanjenja javnih prihoda u odnosu na planirani iznos, kao i u odnosu na iznos ostvaren u istom periodu prethodne godine. Već drugi kvartal zaredom realni nivo javnih prihoda je opao u odnosu na isti period prethodne godine, s tim što je u Q1 2009. taj pad oštriji nego u prethodnom kvartalu. Ovako oštar pad javnih prihoda duguje se, pre svega, značajnom smanjenju prihoda od indirektnih poreza, što je snažan indikator recesionih tendencija u privredi Srbije. Istovremeno, zbog nezadovoljavajućih rezultata ostvarenih na prihodnoj strani, u Q1 2009. došlo je i do realnog smanjenja javnih rashoda, u iznosu od 3,4% u odnosu na isti period prethodne godine. Javni rashodi su u Q1 2009. sporije opadali od javnih prihoda, pa je ostvaren deficit konsolidovanog sektora države u iznosu od 11,7 milijardi dinara. U aprilu je dodatno pogoršano stanje u javnim finansijama – deficit budžeta Republike Srbije iznosio je 16 milijardi dinara, tako da ukupni deficit budžeta u prva četiri meseca iznosi 27 milijardi dinara, što je 36% od dogovorenog deficita sa MMF-om za 2009. godinu.

1. Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

Realni nivo prihoda snažno opada, rashodi umerenije opadaju, deficit raste

Realan pad javnih prihoda ostvaren u Q4 2008, nastavljen je i u Q1 2009, s tim što je taj pad u Q1 2009. (12,6%) znatno oštriji nego u prethodnom kvartalu (0,7%). Pad privredne aktivnosti u prvom kvartalu 2009. godine i značajno realno smanjenje prihoda od indirektnih poreza ukazuju na to da je snažno usporavanje u prikupljanju javnih prihoda rezultat recesionih trendova u privredi Srbije.

Posmatrano po pojedinačnim poreskim oblicima, može se uočiti da je u Q1 2009. zabeležen realan pad prihoda kod svih poreskih oblika, s tim što je taj pad nešto izraženiji kod indirektnih poreza (porezi na potrošnju: pre svega carine i PDV, dok je realan pad prihoda od akciza nešto blaži). Značajan realan pad zabeležen je i kod prihoda od poreza na dobit preduzeća, što ukazuje na to da je likvidnost privrede na početku 2009. značajno pogoršana.

Konsolidovani javni rashodi zabeležili su u Q1 2009. realan pad od 3,4% u odnosu na isti period prethodne godine. Posmatrano po vrstama rashoda, može se uočiti da je realno smanjenje zabeleženo kod gotovo svih vrsta rashoda (osim kod socijalnih transfera i kapitalnih rashoda), s tim što je to smanjenje najizraženije kod subvencija, rashoda za kupovinu roba i usluga i rashoda za otplatu kamata. Važno je napomenuti da je u Q1 i realan nivo rashoda za zaposlene smanjen (za 3,8%) u odnosu na isti period prethodne godine, dok je iznos transfera Fondu PIO realno povećan za čak 15%. Rast rashoda po osnovu transfera Fondu PIO za isplatu penzija rezultat je značajnog realnog povećanja penzija u Q4 2008, kao i realnog pada prihoda po osnovu doprinosa (za 4,1% u odnosu na Q1 2008).

Sezonski činioci i restriktivno izvršenje rashoda u Q1 umanjili su fiskalni deficit

Kao rezultat navedenih trendova, u Q1 2009. ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit u iznosu od 11,7 milijardi dinara (u istom periodu prošle godine, u režimu privremnog finansiranja, ostvaren je suficit od osam milijardi dinara). Konsolidovani fiskalni deficit u Q1 2009. iznosi 1,8% BDP-a ostvarenog u tom kvartalu, što je znatno manje od deficita koji je dogovoren sa MMF-om za celu 2009. godinu, a koji iznosi 3% godišnjeg BDP-a. Međutim, neophodno je napomenuti da je relativno nizak nivo deficita u Q1 u značajnoj meri sezonskog karaktera, ali i krajnje restriktivnosti države u izvršenju javnih rashoda. U Q1 2009. godine država je izvršavala uglavnom neodgodive javne rashode (plate, penzije, kamate i dr.), dok su odgovorni javni rashodi (kupovine roba i usluga, subvencije, ostali javni rashodi i dr.) izvršavani krajnje restriktivno.

Tabela T6-1. Srbija: konsolidovan bilans sektora države¹⁾, 2006–2009

	2006		2007		2008				2009
	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	
	u milijardama dinara								
I UKUPNI PRIHODI	865,8	1.002,0	269,4	281,4	283,3	311,8	1145,9	258,8	
II UKUPNI RASHODI	-888,4	-1.031,5	-254,0	-295,8	-286,6	-359,3	-1195,7	-269,6	
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-10,9	-15,3	-7,3	-5,2	-2,7	-3,9	-19,1	-0,9	
<i>od čega Budžetski krediti, neto²⁾</i>	-10,9	-15,3	-7,3	-5,2	-2,7	-3,9	-19,1	-0,9	
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-899,3	-1.046,8	-261,4	-301,0	-289,3	-363,2	-1214,8	-270,5	
V KONSOLIDOVANI BILANS (I+IV) definicija GFS ³⁾	-33,5	-58,2	8,0	-19,6	-5,9	-51,3	-68,9	-11,7	
VI FINANSIRANJE (definicija FREN) ⁴⁾	119,6	24,2	7,9	-12,2	0,2	17,5	13,5	45,4	
VII PROMENA STANJA NA RAČUNU (V+VI)	86,2	-34,0	16,0	-31,8	-5,7	-33,8	-55,4	33,7	
VIII UKUPNI JAVNI PRIHODI/BDP (u %)	42,4	41,9	43,5	40,7	40,3	42,7	41,7	40,4	
IX UKUPNI JAVNI RASHODI/BDP (%)	(44,0)	(43,7)	(42,2)	(43,5)	(41,1)	(49,7)	(44,3)	(42,2)	
X KONSOLIDOVANI DEFICIT/BDP (u %)	(1,6)	(1,9)	(1,3)	(2,8)	(0,8)	(7,0)	(2,5)	(1,8)	

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

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

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

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

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

5) Procena FREN-a na osnovu nezvanične informacije o kretanju poreskih kredita koje potražuje privreda od države i na osnovu analize tokova povraćaja PDV prikazanih u B/J.

Napomene: Za detalje videti Tabelu P-10 u Analitičkom prilogu.

U aprilu: prihodi budžeta Srbije su podbacili, rashodi rastu, deficit je značajno povećan

Nakon privremenog oporavka javnih prihoda, ali i ukupnih javnih finansija u martu 2009, u aprilu su rezultati izrazito nepovoljni. Nivo prihoda budžeta Republike Srbije¹ u aprilu je nominalno manji za 12%, a realno čak za 20% u odnosu na isti mesec prethodne godine. U aprilu su rashodi bili nominalno veći za 3,2 %, a realno manji za 6,2% u odnosu na isti mesec 2008. Kao posledica nepovoljnih tendencija u kretanju prihoda i rashoda – u aprilu je ostvaren budžetski deficit od 16 milijardi dinara. Ukupan deficit budžeta Republike Srbije u prva četiri meseca iznosi 27,2 milijarde dinara, što je 36,5% od dogovorenog budžetskog deficita u sporazumu sa MMF-om². Deficit budžeta Republike Srbije u aprilu je finansiran emisijom tromesečnih državnih zapisa koji su u proteklom delu godine postali najvažniji instrument za finansiranje budžetskog deficita (v. detaljnije u "Osvrtu 4: Javni dug Republike Srbije").

Postoji velika neizvesnost u pogledu ostvarenja fiskalne politike koja je dogovorena sa MMF-om

Imajući u vidu da je u prva četiri meseca, u kojima se zbog sezonskih činilaca po pravilu ostvaruje povoljniji finansijski rezultat države nego u celoj godini, ostvareno čak 36,5% od planiranog godišnjeg deficita – postavlja se pitanje da li će se budžetski deficit i konsolidovani deficit javnog sektora zadržati u planiranim okvirima? Odgovor na prethodno pitanje zavisi od toga kako će se u narednom delu godine kretati privredna aktivnost, kao i da li će država striktno izvršavati mere fiskalne politike koje su dogovorene sa MMF-om. Ocenjuje se da će se fiskalni deficit zadržati u planiranim okvirima samo pod uslovom da u drugoj polovini godine dođe do umerenog oporavka privrede, kao i da se dosledno primenjuju mere fiskalne politike. S obzirom na to da je relativno mala verovatnoća da se privreda oporavi u drugoj polovini godine, ocenjuje se i da je malo verovatno da će se fiskalni deficit zadržati u planiranim okvirima. Takođe, eventualne nedoslednosti u primeni mera koje su dogovorene sa MMF-om mogle bi dodatno da povećaju fiskalni deficit u odnosu na dogovoreni nivo.

U drugoj polovini godine mogu se očekivati dodatne korekcije u fiskalnoj politici

Stoga se postavlja pitanje da li u slučaju da se fiskalni deficit bude kretao ka većem nivou od planiranog (i dogovorenog sa MMF-om) za 2009. treba preduzeti dodatne restriktivne mere ili je opravdano dodatno povećanje deficita (u dogovoru sa MMF-om)? Zbog dubine recisionih tendencija i relativno niskog nivo javnog duga, ocenjuje se da je povoljnije rešenje dodatno povećanje fiskalnog deficita. Pri tome bi povoljnije rešenje bilo da se deficit u što većoj meri finansira iz inostranstva kako ne bi došlo do istiskivanja privatnih investicija u Srbiji.

1 Podaci o konsolidovanom bilansu države u aprilu 2009. godine u trenutku pisanja ovog teksta nisu raspoloživi, ali se ocenjuje, na osnovu dosadašnjeg iskustva, da bi rezultati u konsolidovanom bilansu mogli biti nešto povoljniji. Naime, lokalne zajednice po pravilu u prvom delu godine ostavljaju suficit.

2 Prema sporazumu sa MMF-om, deficit budžeta u 2009. godini može da iznosi 74,5 milijardi dinara, dok deficit konsolidovanog sektora države može da iznosi 90 milijardi dinara.

2. Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih javnih rashoda

Najsnažnije opadaju prihodi od indirektnih poreza i porez na dobit

Realni nivo prihoda od indirektnih poreza u Q1 2009. godine značajno je smanjen u odnosu na Q1 2008. Najdrastičniji realan pad zabeležen je kod prihoda od carina (29,4% u odnosu na isti period 2008), zatim kod prihoda od PDV (13,6%), dok je pad prihoda od akciza, iako evidentan, bio nešto blaži (6,2%), zahvaljujući povećanju stopa akciza. Ovako drastičan pad prihoda od carina predstavlja rezultantu dejstva tri grupe činilaca: smanjenje uvoza (mereno u evrima) od 25,7% u odnosu na Q1 2008, i sniženje carinskih stopa na uvoz robe iz Evropske unije od februara (zbog otpočinjanja primene Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju sa EU), koji su negativno uticali na nivo carinskih prihoda, i snažne depresijacije dinara u odnosu na evro, koja je pak pozitivno uticala na ostvareni nivo carinskih prihoda. Delovanjem navedenih činilaca može se objasniti i smanjenje prihoda od PDV koji se plaća na uvoz dobara.

Postoje indicije o pogoršanju discipline u plaćanju poreza

U Q1 je po prvi put nakon duže vremena došlo i do realnog pada prihoda od poreza na dohodak građana (5,3%) i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje (4,1%). S obzirom na to da je prosečna bruto zarada isplaćena u Srbiji u Q1 2009. realno veća za 2,6% u odnosu na isti period 2008. godine, a kako u međuvremenu nije došlo do drastičnog povećanja stope nezaposlenosti (videti odeljak 3 «Zarade i zaposlenost»), može se zaključiti da se pad prihoda od poreza i doprinosa na dohodak građana delimično duguje slabljenju fiskalne discipline, to jest povećanju utaja i kašnjenju u izmirenju poreskih obaveza.

Porez na dobit je i u Q1 nastavio realan pad započeo u Q4 2008, s tim što je taj pad u Q1 2008. vrlo visok (22,2%). Pomenuto realno smanjenje prihoda od poreza na dobit se može objasniti pogoršanjem profitabilnosti privrede počev od druge polovine 2008³, pogoršanjem likvidnosti privrede, ali i slabljenjem fiskalne discipline.

Rashodne pozicije realno opadaju, prednjači pad odgodivih rashoda...

Konsolidovani javni rashodi u Q1 su realno opali za 3,4% u odnosu na isti period prethodne godine, što predstavlja rezultat divergentnog kretanja pojedinih pozicija javnih rashoda. S jedne strane većina kategorija rashoda je značajno smanjena, dok su transferi Fondu PIO (za finansiranje penzija) značajno povećani. U prvom tromesečju 2009. ukupni transferi za isplatu penzija realno su porasli za 15% u odnosu na isti period prethodne godine, što je rezultat kumulativnog nominalnog povećanja prosečnih penzija u toku 2008. za oko 35% i realnog pada prihoda od doprinosa za socijalno osiguranje, zabeleženog u Q1. Zbog toga i pored dvocifrenog realnog pada subvencija, rashoda za kupovinu roba i usluga i za otplatu kamata, kao i po prvi put nakon dužeg perioda ostvarenog realnog smanjenja rashoda za zaposlene, nije ostvareno značajnije smanjenje konsolidovanih rashoda. Relativni značaj rasta ove vrste rashoda ilustruje podatak da su rashodi za penzije u Q1 2009. činili čak 34,9% konsolidovanih javnih rashoda, dok je učešće izdataka za penzije u konsolidovanim rashodima u istom kvartalu 2007. i 2008. godine iznosilo 27,7% i 28,6%, respektivno.

...osim rashoda za penzije koji su realno veći za čak 15%

Rashodi za zaposlene su u Q1 po prvi put nakon dugo vremena realno smanjeni (za 3,8%) u odnosu na isti period prethodne godine, što je rezultat odluke da plate zaposlenih u javnom sektoru ne budu povećavane tokom 2009.

Rashodi za kupovinu roba i usluga su u Q1 bili realno manji za 16,8%, u odnosu na isti period prethodne godine, pre svega zbog potrebe da iz raspoloživih sredstava prvo budu finansirani tzv. neodgodivi rashodi (plate zaposlenih u javnom sektoru, transferi Fondu PIO za isplatu penzija i sl.), dok je finansiranje preostalih vrsta rashoda, koji su po svojoj prirodi delimično (na kratak rok) odgodivi vršeno u skladu sa trenutnim mogućnostima.

Pored rashoda za socijalne transfere, realan rast zabeležen je i kod kapitalnih rashoda (14,7%), što se delimično objašnjava činjenicom da je Srbija u Q1 2008. bila u režimu privremenog finansiranja, tako da u tom periodu nije bilo značajnijeg finansiranja kapitalnih rashoda, što osnovicu za poređenje čini nižom. U uslovima izrazitih recesivnih tendencija, stavljanjem akcenta

³ Ocenjuje se da je 2008. godina izrazito heterogena sa stanovišta poslovanje privrede: u prvoj polovini godine privreda je ostvarila visok rast, dok je u drugoj polovini započelo opadanje privredne aktivnosti koje je ubrzano u Q1 2009. Finansijski izveštaji koji se odnose na celu 2008. uprosečavaju rezultate privrede za celu godinu i, prema tome, ne odražavaju loše performanse privrede u poslednjem kvartalu 2008.

upravo na kapitalne rashode usmerene na finansiranje velikih infrastrukturnih projekata, mogli bi se ostvariti značajni efekti kako bi se podstakle privredne aktivnosti i zapošljavanje.

Tabela T6-2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2006–2009

	u milijardama dinara								realni rast (u%)								
	2006		2007		2008		2009		2006		2007		2008		u odnosu na prethodni period		
	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	2009	
I UKUPNI PRIHODI sa donacijama	865,8	1.002,0	269,4	281,4	283,3	311,8	1.145,9	258,8	7,0	8,6	7,6	5,2	2,8	-0,7	3,3	-12,6	-20,2
<i>od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZr²⁾</i>	855,6	996,5	269,4	281,4	283,3	311,8	1.145,9	258,8	8,9	9,3	8,3	6,5	3,3	-0,6	3,8	-12,6	-20,2
1. Tekući prihodi	865,5	995,4	268,9	280,3	282,6	311,3	1.143,1	258,3	6,8	7,9	7,7	5,0	3,7	0,1	3,5	-12,6	-20,2
Poreski prihodi	756,0	870,0	234,4	247,4	248,3	270,2	1.000,4	229,8	5,4	8,0	7,6	5,2	3,6	0,1	3,7	-10,8	-18,2
Porez na dohodak	118,6	115,8	29,7	34,1	33,6	39,0	136,5	30,9	11,9	-8,4	7,1	8,1	4,5	6,5	6,3	-5,3	-23,9
Porez na dobit	18,3	29,7	15,0	8,1	7,4	8,5	39,0	12,8	58,0	52,1	15,2	30,0	45,3	-0,2	18,5	-22,2	45,2
PDV	225,1	265,5	73,2	77,0	73,8	77,7	301,7	69,4	-7,3	10,6	8,7	5,7	-0,3	-2,3	2,5	-13,6	-14,1
<i>od čega: Neto PDV²⁾</i>	224,5	260,3	73,2	77,0	73,8	77,7	301,7	69,4	0,3	8,8	11,3	10,3	1,3	-2,3	4,5	-13,6	-14,1
Akize	86,9	98,6	23,7	26,6	29,5	30,3	110,1	24,4	8,3	6,5	5,7	-1,5	2,4	-1,7	0,7	-6,2	-22,6
Carine	45,4	57,4	14,8	16,9	16,3	16,8	64,8	11,5	3,9	18,6	10,5	8,8	0,9	-8,7	1,8	-29,4	-34,2
Doprinosi	231,4	270,3	69,7	75,9	78,7	88,5	312,7	73,4	12,5	9,6	6,9	4,4	5,2	2,5	4,3	-4,1	-20,3
<i>od čega: Doprinosi bez kompenzacija sa FZr³⁾</i>	221,9	269,8	69,7	75,9	78,7	88,5	312,7	73,4	11,3	14,1	7,0	4,6	5,2	2,8	4,5	-4,1	-20,3
Ostali poreski prihodi	30,3	32,8	8,4	8,8	8,8	9,5	35,6	7,4	11,1	1,7	-4,5	-5,8	4,0	-1,6	-2,3	-20,5	-25,0
Neporeski prihodi	109,6	125,4	34,4	32,9	34,3	41,1	142,7	28,5	17,1	7,4	8,5	3,3	4,5	-2,7	2,6	-24,6	-33,2
2. Kapitalni prihodi	0,3	5,3	0,3	0,5	0,3	0,2	1,4	0,3	56,3	1.703,2	-55,6	81,3	-89,6	-87,7	-76,8	-20,3	21,0
II UKUPNI RASHODI	-888,4	-1.031,5	-254,0	-295,8	-286,6	-359,3	-1.195,7	-269,6	13,7	8,9	2,4	20,1	1,8	-1,4	4,5	-3,4	-27,9
1. Tekući rashodi	-807,0	-919,5	-242,0	-272,7	-260,5	-314,4	-1.089,6	-254,4	10,6	6,9	6,9	19,5	2,3	2,3	6,9	-4,3	-22,2
Rashodi za zaposlene	-204,4	-238,3	-66,5	-74,0	-71,3	-81,4	-293,2	-70,3	7,0	9,4	12,7	15,0	9,2	8,5	10,9	-3,8	-16,9
Kupovina roba i usluga	-135,9	-168,1	-34,0	-44,2	-45,2	-57,9	-181,2	-31,1	12,9	16,1	0,8	8,1	-1,3	-11,4	-2,8	-16,8	-48,4
Otplata kamata	-30,2	-17,9	-6,0	-2,6	-5,1	-3,4	-17,2	-5,8	52,6	-44,4	-12,2	-31,4	-3,1	-10,6	-13,3	-13,4	60,6
Subvencije	-55,6	-63,7	-13,3	-22,2	-13,9	-28,3	-77,8	-11,0	-10,0	7,6	27,5	88,2	-29,7	0,5	10,1	-2,7	-62,6
Socijalni transferi	-360,4	-409,3	-117,9	-122,4	-120,4	-136,0	-496,8	-132,8	13,7	6,5	6,0	19,0	6,8	8,1	9,5	2,5	-6,1
<i>od čega: penzije⁴⁾</i>	-227,7	-259,9	-74,8	-81,5	-83,6	-91,1	-331,0	-94,5	11,1	7,1	8,5	14,9	16,4	20,1	14,9	15,0	-0,2
Ostali tekući rashodi	-20,5	-22,1	-4,2	-7,3	-4,6	-7,3	-23,5	-3,4	2,9	1,1	-15,7	62,5	-18,9	-20,6	-4,3	-25,8	-54,5
2. Kapitalni rashodi ⁵⁾	-81,3	-112,1	-12,0	-23,1	-26,1	-44,9	-106,0	-15,1	57,7	29,3	-44,5	28,1	-3,2	-21,0	-14,7	14,7	-67,6
III Otplate domaćih dugova, budžetski krediti i dokapitalizacije	-10,9	-15,3	-7,3	-5,2	-2,7	-3,9	-19,1	-0,9	47,6	-53,9	649,7	338,0	-63,5	-46,9	12,3	-88,6	-77,1
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-899,3	-1.046,8	-261,4	-301,0	-289,3	-363,2	-1.214,8	-270,5	13,0	9,2	5,0	21,7	0,1	-2,3	4,6	-5,8	-28,4

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 izmedju PIO fonda, Fonda za Razvoj i preduzeća dužnika PIO fondu.

4) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

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

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

7. Monetarni tokovi i politika

U Q1 došlo je do realnog pada M2, prvi put nakon iniciranja stabilizacije i reformi 2000. godine. Gledano u odnosu na Q1 2008, M2 je i pored nominalnog rasta od 2,3% realno opala za 3,2% usled inflacije. Kreditiranje privrede se usporava uz razduživanje stanovništva u Q1, što svedoči o snažnom recesionom pritisku i padu agregatne tražnje. I u Q1, kao i u prethodnom kvartalu, preduzeća se skoro uopšte ne zadužuju u inostranstvu (-144 miliona evra.). Priliv novih izvora za plasmane banaka je i dalje minimalan: kapital i rezerve preračunate u evrima su pale za 424 miliona evra, a depoziti privrede za 276 miliona evra, dok je nova devizna štednja porasla za 87 miliona evra. Usled primetnog pada ekonomske aktivnosti i izvora za nove kredite – dolazi do povećanja nenaplativih kredita na 9%, što se u budućnosti može razviti u veliki problem bankarskog sektora. Banke se u Q1 razdužuju prema inostranstvu 299 miliona evra, po osnovu kredita preuzetih u Q4 2008. te se beleži rast REPO plasmana i pored smanjivanja referentne kamatne stope NBS ukazujući na nespremnost banaka da višak dinarskih sredstava plasiraju privredi. Narodna banka Srbije, nakon uspostavljanja dezinflacionog trenda krenula je u agresivno spuštanje referentne stope, koja sada iznosi 14%, čime je započela relaksaciju monetarne politike. Ipak, imajući u vidu nisku stopu inflacije zabeleženu u Q1, smatramo da bi referentna kamatna stopa mogla da ide još niže i time preusmeri banke sa repo plasmana na kredite privredi i stanovništvu. Osim toga, NBS je u februaru donela niz mera iz oblasti monetarne politike i politike supervizije poslovanja banaka kojima je povećana likvidnost deviznog tržišta, stvoreni su uslovi za sprovođenje vladinog programa subvencionisanih kredita za likvidnost preduzeća, investicionih i potrošačkih kredita. Neto sopstvene rezerve NBS su smanjene u Q1 za 59 miliona evra, uprkos prihodima od prodaje NIS-a, kao posledica značajnih intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu. U martu su započeti pregovori o *stand-by* aranžmanu sa MMF-om u iznosu od tri milijarde evra (prva tranša od 800 miliona evra već je primljena krajem maja), što bi trebalo da stabilizuje nivo rezervi NBS nakon pada u Q1.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

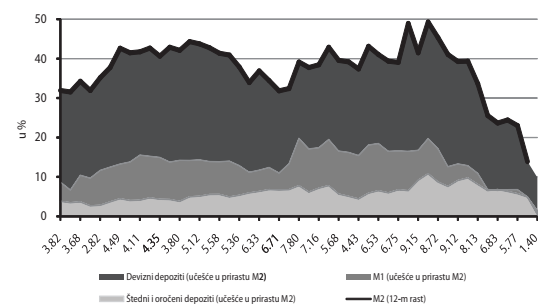
Prvi put zabeležen pad
realnog M2 ...

U Q1 dolazi po prvi put do realnog međugodišnjeg pada M2, od kad su započete reforme u dve hiljaditoj. Realni pad M2 iznosi 3,2% (u Q4 2008. realni rast 2,9%), iako je nominalno gledano zabeležen rast, Tabela T7-2. Primećujemo da krediti u nedržavnom sektoru nastavljaju s usporavanjem međugodišnjeg realnog rasta, koji je značajan, i iznosi 9,4%¹ (15,5% u Q4). Od tog iznosa, krediti stanovništvu nakon usporavanja rasta kroz 2008. godinu u Q1 beleže pad i realna međugodišnja stopa korigovana za promene kursa je negativna -2,8% (8,3% u Q4). Usporavanje rasta beleži se i kod kredita privredi, čiji međugodišnja realna stopa rasta pada na 16,5% (19,7% u Q4).

...što naglašava snažan
recisioni pritisak u
srpskoj privredi

Analiza pojedinačnih doprinosa elemenata novčane mase u strukturi M2 – pokazuje da se u Q1 nastavlja negativan doprinos M1 rastu M2 (-1,78%), dok se nivo štednih i oročenih depozita stabilizuje na 2,8% posle pada (u Q4 na 1,4%). Najveći doprinos rastu M2 i u Q1 imaju devizni depoziti (Grafikon T7-1), koji beleže rast od 5,42% (8,48% u Q4) – od čega se jedan deo duguje depresijaciji dinara u Q1. Pad realnog M2 implicira dodatno smanjivanje likvidnosti i snažan recisioni pritisak u Srbiji.

Grafikon T7-1. Srbija: novac i njegove
komponente¹, 2004–2009



Izvor: Tabela P-12 u Analitičkom prilogu.

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

1 Primenom naše metodologije za korekciju stopa rasta koja uzima u obzir promenu kursa (po našoj pretpostavci najmanje 70% kredita je plasirano sa valutnom klauzulom).

Nominalni rast novčane mase u Q1 duguje se ...

... uglavnom novim subvencionisanim kreditima nedržavnom sektoru

... i rastu NSA vođene kursnim razlikama

Ukupan prirast novčane mase u Q1 2009. iznosi 2,3% od M2 s početka godine (Tabela T7-2). Nominalni rast nastao je kao rezultat povećanja deviznih depozita u nominalnom iznosu, uz rast kredita nedržavnom sektoru po osnovu subvencionisanih kredita za likvidnost. Rast neto strane aktive NSA iznosi 2,2% od M2 s početka godine. Ovaj rast je pozitivan zahvaljujući značajnim kursnim razlikama koje su nadoknadile realan pad deviznih depozita. Doprinos neto domaće aktive (NDA) porastu novčane mase u Q1 je mali, na nivou 0,2% od M2 s početka godine. U ovom rastu najveći uticaj imaju krediti nedržavnom sektoru (3,6%). Rast kredita nedržavnom sektoru odnosi se uglavnom na subvencionisane kredite za likvidnost preduzeća, koje su republička Vlada i NBS inicirale početkom februara. Uprkos delovanju ovih komponenti na rast novčane mase, realni rast je, kada imamo na umu rast cena na malo od oko 5,8%, ipak negativan.

Tabela T7-2. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2006–2009

	2006		2007				2008				2009	
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.		
	12-m, u %											
M2 ¹⁾	39,2	42,9	37,4	39,4	41,5	41,0	33,7	24,5	9,8	6,5		
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	33,8		
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	20,9		
Domaćinstva	62,2	58,4	54,7	53,6	50,6	43,3	35,5	19,5	15,7	7,4		
Privreda	11,1	14,2	20,2	21,1	32,2	31,0	28,1	39,5	28,1	28,8		
	12-m realni, u %											
M2 ¹⁾	30,5	35,3	30,7	29,7	28,6	26,2	19,2	13,3	2,9	-3,2		
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	21,7		
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	9,4		
Domaćinstva	52,1	50,1	47,4	43,1	36,7	28,2	20,7	8,6	8,3	-2,8		
Privreda	4,2	8,3	14,5	12,8	20,1	17,3	14,1	26,8	19,9	16,5		
	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	2,3		
M2 dinarski ¹⁾	19,8	-0,1	0,8	6,8	16,8	-2,5	-2,7	-1,1	0,5	-1,9		
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) ⁵⁾	25,7	4,0	10,1	17,3	24,5	5,6	7,7	12,5	2,3	-0,1		
Kursne razlike ⁶⁾	-6,4	1,9	0,0	-0,1	0,2	2,4	-0,2	-2,3	7,0	4,4		
Neto strana aktive (NSA), dinarski prirast	41,1	5,2	12,0	14,5	24,4	3,6	-3,2	-3,0	-8,8	2,2		
Neto strana aktive (NSA), devizni prirast	48,4	3,1	12,0	14,7	24,2	1,2	-3,0	-1,0	-14,5	-1,1		
Kursne razlike ⁶⁾	-7,3	2,2	0,0	-0,1	0,3	2,5	-0,2	-2,0	5,7	3,3		
Neto domaće aktive (NDA)	-1,9	0,6	-1,1	9,4	17,1	1,9	8,0	12,0	18,7	0,2		
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	3,6		
od čega: krediti državi, neto ⁷⁾	-17,4	-4,1	-7,7	-7,0	-1,9	-0,6	1,0	1,9	7,0	-2,0		
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	0,7		
	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	-0,9		
od čega: dinarski	0,6	-1,2	-2,3	-2,1	-1,1	-0,8	-1,3	-1,0	0,8	-0,5		
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	4,3	2,6	5,4	7,7	10,0	2,7	4,4	6,8	10,7	3,4		

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 odnosno, tj. na kraju prethodne godine.

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

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

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

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

U Q1 primetno povećavanje učešća nenaplativih kredita...

Nova negativna pojava primećena u Q1 vezana je za trend rasta nenaplativih kredita u ukupnim kreditnim plasmanima. Ovaj nivo dostiže oko 9% (u Q4 2008. iznosi 4,46%), što zabrinjava i upućuje na opreznost kad je taj pokazatelj u pitanju (Tabela T-7-3). Najveće pojedinačno učešće u ovom iznosu imaju nenaplaćeni krediti pravnim licima koji su već samostalno prešli 12%². Kako je usled izostanka rasta izvora za nove plasmane, ali i povećanih rizika i troškova kreditiranja, u prethodnom kvartalu došlo do potpunog zamiranja kreditne aktivnosti, to je dovelo do drastičnog rasta nelikvidnosti domaće privrede. Budući da je istovremeno značajno opala domaća i izvozna tražnja, broj preduzeća čiji su računi u blokadi počeo je ubrzano da raste. Procenjujemo da je kritična tačka za ovaj pokazatelj 10–12% od ukupnih kreditnih plasmana, nakon čega bi bankarski sistem mogao da izgubi značajan deo kapitala i upadne u jaku krizu nelikvidnosti. U Q1 beležimo i nizak nivo (1,4) novčanog multiplikatora (u Q4 2008, 1,2) koji svedoči o nespremnosti bankarskog sektora da plasira kredite po prihvatljivim uslovima i daljem kočenju kreditiranja. Usled toga dolazi do neželjene sterilizacije novčane mase, i pored napora Vlade i delimično NBS, da se poveća nivo kredita u privredi. Udeo deviznih depozita privredi i domaćinstvima u istom periodu je neznatno porastao i zadržao visok nivo od 62,8% (u Q4 iznosi 60,2%). Ovaj je visok iznos evrizacije u srpskoj privredi viši čak i od iznosa u Hrvatskoj, koja spada u zemlje s visokim nivoom evrizacije (55,7%)³.

2 Kreditni biro Udruženja banaka Srbije: „Stanje duga po bankarskim kreditima i dospelih neizmirenih obaveza na dan 31.03.2009“.

3 Izvor: Hrvatska narodna banka, www.hnb.hr/monet/hmonet

7. Monetarni tokovi i politika

Tabela T7-3. Srbija: monetarni pregled, 2006–2009

	2006		2007				2008			2009
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
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	504.072
od čega: rezerve NBS	715.114	719.381	730.668	751.920	765.615	788.296	720.967	745.070	724.755	772.902
od čega: obaveze poslovnih banaka	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860	-299.659	-264.865	-251.182	-279.131	-349.703	-345.733
Neto domaća aktiva (NDA)	231.055	234.991	224.279	291.193	340.174	357.307	412.802	448.498	508.826	511.535
Kreditni državi, neto ¹⁾	-100.061	-128.909	-149.081	-144.385	-112.290	-120.644	-103.539	-94.156	-53.042	-76.033
Dinarski krediti, neto	-8.776	-35.782	-62.290	-56.369	-34.251	-53.126	-67.826	-60.934	-14.199	-27.201
Devizni krediti, neto	-91.285	-93.127	-86.791	-88.016	-78.039	-67.518	-35.713	-33.222	-38.843	-48.832
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	609.171	666.007	732.402	786.873	842.512	908.598	953.977	1.018.307	1.126.111	1.215.843
Ostale stavke	-278.055	-302.107	-359.042	-351.295	-390.048	-430.647	-437.636	-475.653	-564.243	-628.275
Novčana masa: M2 ³⁾	638.620	676.039	708.667	791.495	903.698	953.522	947.205	985.134	992.533	1.015.607
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	283.116	282.299	288.329	326.341	390.307	367.648	365.834	380.015	395.088	378.094
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	355.504	393.740	420.338	465.154	513.391	585.874	581.371	605.119	597.445	637.513
STRUKTURNI POKAZATELJI										
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	31,9	26,2	29,1	25,1	24,6	23,7	23,5	23,2	29,5	26,0
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)/M2 (%)	55,7	58,2	59,3	58,8	56,8	61,4	61,4	61,4	60,2	62,8
Koeficijent obrta (BDP ⁴⁾ / M2)	3,3	3,3	3,2	2,9	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7	2,6
M2 / BDP ⁴⁾	0,30	0,31	0,31	0,34	0,39	0,39	0,37	0,38	0,38	0,4
Kreditni nedržavnom sektoru / BDP ⁴⁾	0,29	0,30	0,32	0,34	0,36	0,37	0,37	0,39	0,43	0,5
Nenaplativi krediti ⁵⁾ (u % od ukupnih)	4,7	4,9	4,7	5,2	5,1	4,4	5,3	6,0	5,8	9,1
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	2,0	2,4	2,0	2,3	2,3	2,6	2,0	2,3	1,2	1,4

Izvor: Tabela P-13. u Analitičkom prilogu.

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

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

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

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

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

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

U Q1 domaće banke povećavaju ukupan obim kredita privredi za 331 miliona evra ...

... dok stanovništvo smanjuje svoju zaduženost

Banke su u Q1 povećale plasmane u kredite privredi i stanovništvu 226 miliona evra (u Q4 2008. od 152 miliona evra). Tom povećanju plasiranih kredita doprinosi porast kredita privredi, 331 milion evra (u Q4 2008. 135 miliona evra), dok se u istom periodu stanovništvo razdužuje u iznosu od 104 miliona evra, što se može pripisati jakom efektu krize na zaduživanje stanovništva. U Q1 ispoljena je slična pojava i kod preduzeća, koja se razdužuju prema inostranstvu, i to za 144 miliona evra. Nastavlja se nespemnost inostranih bankarskih kreditora da povećaju ukupno kreditiranje, što se primećuje od sredine prethodne godine (u Q4 316 miliona evra, u Q3 1.017 miliona evra, u Q2 835 miliona evra, Tabela T7-5). Sa praktično negativnim prirastom *cross-border* kredita, celokupni iznos plasmana privredi potiče iz domaćeg bankarskog sektora. Ipak, ovaj rast je usled razduživanja privrede prema inostranstvu i smanjivanja zaduženosti stanovništva sveden na 82 miliona evra, što je u poređenju s prethodom godinom izuzetno nisko (u Q4 468 miliona evra, u Q3 2.174 miliona evra, u Q2 1.624 miliona evra) Tabela T7-5. Vlada Republike Srbije i NBS su zbog toga donele niz mera početkom februara, kojima je omogućeno kreditiranje privrede i stanovništva po kamatnim stopama između 5 i 6% za kredite indeksirane u evrima, nakon čega se kreditna aktivnost domaćeg bankarskog sistema nešto oporavila. Prema podacima Ministarstva za ekonomiju i regionalni razvoj, do početka maja je realizovano oko 268 miliona evra kredita za likvidnost, pola miliona evra investicionih kredita i 14 miliona evra potrošačkih kredita.

Banke u Q1 povećavaju REPO plasmane...

...nakon velikog smanjenja u Q4

Za razliku od Q4 kada smo imali povlačenje REPO plasmana od oko 1.780 miliona evra, usled prevremenog izmirenja obaveza po inostranim kreditnim, u Q1 banke su plasirale sredstva u REPO plasmane i šestomesečne hartije od vrednosti NBS u iznosu od 40 miliona evra, što predstavlja zaustavljanje trenda iz Q4. Banke ovim REPO operacijama ipak dodatno utiču na smanjivanje multiplikatora i iznos REPO plasmana bi bio manji kada bi banke pristale da plasiraju svoja sredstva po nižim kamatnim stopama privredi i stanovništvu. Ukupan kapital bankarskog sektora, izražen u evrima nastavio je da opada: u Q1 pad iznosi 424 miliona evra (u Q4 2008. pad je iznosio 572 miliona evra) koji se, u najvećoj meri, duguje depresijaciji dinara u ovom kvartalu, jer se kapital knjiži u dinarima.

Tabela T7-4. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2006–2009

	2006		2007			2008				2009
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
	u milionima evra, kumulativi od početka godine									
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-5.237	-325	-1.061	-2.574	-4.582	258	-717	-2.140	-833	958
Domaći depoziti	-2.245	-339	-757	-1.819	-3.254	-162	-464	-1.134	-95	235
Depoziti stanovništva	-1.200	-329	-652	-1.059	-1.652	-192	-518	-842	84	-40
dinarski depoziti	-124	-35	-57	-97	-135	-18	-19	-28	-63	46
devizni depoziti	-1.076	-295	-595	-963	-1.518	-174	-499	-813	147	-87
Depoziti privrede	-1.045	-10	-105	-760	-1.602	29	54	-292	-180	276
dinarski depoziti	-739	23	112	-324	-1.138	365	394	261	198	171
devizni depoziti	-307	-33	-218	-437	-464	-336	-340	-554	-378	105
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač.nerezid.)	-1.660	-10	266	207	114	564	601	138	-165	299
Kapital i rezerve ¹⁾	-1.331	25	-569	-962	-1.441	-144	-855	-1.144	-572	424
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-77	-14	5	-17	695	-333	-386	-316	-18	-407
Plasmani¹⁾	3.100	687	1.294	2.488	3.626	697	1.175	2.888	1.390	156
Ukupno privreda i stanovništvo	1.541	575	1.508	2.315	2.945	614	1.402	2.595	2.711	226
Privreda	536	313	865	1.271	1.660	406	915	2.099	2.213	331
Stanovništvo	1.006	263	644	1.044	1.285	207	487	496	498	-104
Plasmani u hartije NBS ²⁾	1.637	200	-11	1.038	849	116	-126	361	-1.419	40
Neto kreditiranje države ³⁾	-79	-89	-203	-264	-168	-33	-101	-68	98	-110
PRO MEMORIA										
Obavezne rezerve i depoziti	1.813	-146	242	349	441	-369	-275	-97	-225	-191
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	0	13	-44	-104	-44	6	246	28	422	-385
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-50	20	-56	-103	-92	0	207	-13	443	-409
Ostale stavke ⁵⁾	499	-110	-464	-57	-78	-202	-192	-490	-330	-166
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	36	34	37	34	31	30	29	28	30	30

Izvor: Tabela P-14. u Analitičkom prilogu

1) Od ovog broja 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.

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

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

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

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

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

U Q1 banke smanjuju dugove prema inostranstvu

U Q1 se nastavlja pad depozita privrede od 276 miliona evra (u Q4 taj pad je iznosio 113 miliona evra), što govori o nastavku pada likvidnosti u privredi (Tabela T7-4). Pozitivan pomak napravili su depoziti stanovništva, prvenstveno devizni depoziti, što dovodi do rasta od 40 miliona evra (Q4 2008. iznos depozita stanovništva pao je za 758 miliona evra). Banke su prikupile određeni deo sredstava smanjivanjem neto kredita državi za 110 miliona evra u Q1, što je rezultat rasta depozita lokalnog nivoa vlasti, najverovatnije po osnovu prodaje NIS-a. U Q1 beležimo nove mere NBS usmerene ka oslobađanju sredstava sa računa obaveznih rezervi u sklopu paketa mera Vlade i NBS radi očuvanja finansijske stabilnosti. Zahvaljujući subvencionisanim kreditima koje banke odobravaju, banke su na ovaj način u Q1 povukle oko 191 milion evra od NBS za nove plasmane usled nedostatka štednje privrede i stanovništva. Narodna banka je takođe u Q1 tri puta smanjivala referentnu kamatnu stopu – koja sada iznosi 14%. U Q1 smanjen je iznos duga banaka prema inostranstvu za 299 miliona evra usled vraćanja kreditnih linija koje su banke bile primorane da preuzmu (u Q4 zaduživanje je iznosilo 387 miliona evra) radi prevremene isplate uloga domaćih štediša u prvom naletu krize.

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

	2006		2007			2008				2009
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
	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	2.174	468	82
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema	222	575	933	807	630	614	789	1.157	1.252	226
Preduzeća	-21	313	552	406	389	406	509	1.162	135	331
Stanovništvo	243	263	381	400	241	207	280	-6	17	-104
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	524	478	1.224	730	912	719	835	1.017	316	-144
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećima iz domaćeg sistema	503	791	1.776	1.137	1.301	1.125	1.344	2.179	451	187
	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	23,8	5,5	1,2
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema	3,1	8,9	13,0	10,5	7,4	8,2	9,1	12,7	1,8	3,3
Preduzeća	-0,3	4,8	7,7	5,3	4,5	5,4	5,9	12,7	1,6	4,8
Stanovništvo	3,4	4,1	5,3	5,2	2,8	2,8	3,2	-0,1	0,2	-1,5
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	7,3	7,4	17,1	9,5	10,7	9,6	9,7	11,1	3,7	-2,1
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	23,9	5,3	2,7

Izvor: FREN. 1) V. fusnotu 1 u Tabeli T7-4.

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

7. Monetarni tokovi i politika

Odnos kredita preduzećima prema BDP-u dostigao nivo EU

Kao i u prethodnom kvartalu, zbog velike depresijacije dinara, došlo je do rasta učešća kredita u BDP-u (u dinarskim iznosima) iako je, posmatrano u originalnim valutama, praktično došlo do zaustavljanja kreditiranja. U Q1 stanje kredita preduzećima iz domaćeg bankarskog sistema i direktno iz inostranstva je na taj način prešlo 70% BDP-a, čime je Srbija došla skoro na nivo EU⁴ (66,2% u Q4 2008, Tabela T7-6). Sa ovim nivoom učešća biće otežano dodatno zaduživanje preduzeća kod bankarskog sektora.

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

	2006		2007				2008				2009
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	
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	86,3	
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bank.sistema	27,7	29,5	31,7	33,0	35,2	36,7	36,7	38,5	42,0	45,2	
Preduzeća	18,1	19,0	20,3	20,6	22,1	23,0	23,3	25,7	27,6	30,3	
Stanovništvo	9,6	10,5	11,3	12,3	13,1	13,6	13,4	12,8	14,5	14,9	
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	17,1	18,7	20,8	22,6	26,2	28,6	29,3	31,7	38,6	41,1	
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	71,4	

Izvor: FREN.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Primarni novac se smanjuje u Q1...
...kao posledica pada neto sopstvenih rezervi...
...usled intervencija na međubankarskom deviznom tržištu...
...pojačano smanjivanjem svih elemenata NDA

Nivo *primarnog novca* je značajno smanjen u Q1 2009. za 15,8%, (Tabela T7-7). Primarni novac (H) smanjuje se kao rezultat pada neto sopstvenih deviznih rezervi NBS (iznose 1,8% od početnog H) pre svega kao posledica branjenja kursa (intervencija na međubankarskom tržištu deviza, neto otkup od menjača, otkup deviza od države, kursne razlike i sl.). Ujedno dolazi i do značajnog pada neto domaće aktive (NDA) Narodne banke (u Q1 iznosi 14% od početnog H). U Q1 zabeležen je pad NDA po osnovu rasta dinarskog depozita države (u Q1 5,6% od početnog H), povećanja repo plasmana (2,7% od početnog H) i smanjenja ostale neto domaće aktive (5,6% od početnog H), čime je dodatno sterilisan primarni novac (Tabela T7-7).

Tabela T7-7. Srbija: NBS – otkup deviza i sterilizacija, 2006–2009¹⁾

	2006		2007				2008				2009
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	
TOK	u milionima dinara, kumulativni od početka godine										
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	145.315	15.066	46.140	60.267	97.636	4.695	19.115	53.946	27.211	-5.590	
Neto sopstvene rezerve NBS (u milionima evra)	1.783	188	577	756	1.218	58	237	706	312	-59	
Neto Domaća aktiva (NDA)	-105.744	-46.278	-57.938	-72.100	-72.440	-39.752	-13.347	-64.514	122.232	43.117	
Dinarski krediti države ³⁾	120	-710	-735	-735	-5.639	267	618	0	81	-308	
Dinarski depoziti države ⁴⁾	17.540	-30.939	-56.748	-44.985	-10.107	-28.386	-41.088	-36.706	8.638	-17.155	
od čega: lokalna samouprava	-3.500	-6.768	-13.485	-11.933	-516	-8.329	-7.405	-5.073	-909	-4.415	
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁵⁾	-132.903	-16.675	-2.094	-34.961	-67.950	-11.243	8.014	-28.597	127.517	-8.455	
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁶⁾	9.499	2.046	1.639	8.581	11.256	-390	19.109	789	-14.004	-17.199	
Primarni novac	39.571	-31.212	-11.798	-11.833	25.196	-35.057	5.768	-10.568	149.443	-48.707	
od čega: gotovina u opticaju	14.811	-9.792	-3.395	-3.088	8.488	-6.613	-7.454	-5.388	13.007	-11.856	
od čega: slobodne rezerve	16.516	-13.061	-3.309	-6.293	20.605	-39.840	-22.293	-39.483	1.602	41.330	
PORAST	kumulativni, u % od stanja početnog H⁷⁾										
Neto sopstvene rezerve ²⁾	154,0	#	11,2	34,5	45,0	72,9	3,5	14,3	40,3	20,3	-1,8
Neto Domaća aktiva (NDA)	-112,1	#	-34,6	-43,3	-53,8	-54,1	-29,7	-10,0	-48,2	91,3	-14,0
Dinarski depoziti države ⁴⁾	18,6	#	-23,1	-42,4	-33,6	-7,5	-21,2	-30,7	-27,4	6,4	-5,6
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁵⁾	-140,9	#	-12,5	-1,6	-26,1	-50,7	-8,4	6,0	-21,4	95,2	-2,7
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁶⁾	10,1	#	1,5	1,2	6,4	8,4	-0,3	14,3	0,6	-10,5	-5,6
Primarni novac	41,9	#	-23,3	-8,8	-8,8	18,8	-26,2	4,3	-7,9	111,6	-15,8
od čega: gotovina u opticaju	15,7	#	-7,3	-2,5	-2,3	6,3	-4,9	-5,6	-4,0	9,7	-3,8
od čega: slobodne rezerve	17,5	#	-9,8	-2,5	-4,7	15,4	-29,7	-16,6	-29,5	1,2	-13,4

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 5.

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

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

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

Tabela T7-8. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS ¹⁾, mar. 2006–mar. 2009

	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								
sredstva na nerezidentnim računima			60	60				
sa rokom dospeća do 2 godine:								
sredstva na nerezidentnim računima			40	40				
sa rokom dospeća preko 2 godine:								
DEVIZNU OSNOVICU ⁵⁾	40	40	40	40	45	45	45	45
od čega:								
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:								
novo zaduženje banaka u inostranstvu							0	
nakon septembra 2008 ^{4) 6)}								

Izvor: NBS.

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

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

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

4) Od oktobra 2008. godine nova zaduženja banaka u inostranstvu su oslobođena izdvajanja obavezne rezerve sve do isteka tih zaduženja, 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 primenjuje se ograničeno od 17.12.2008. do 17.01.2010.

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

Smanjenje neto sopstvenih rezervi NBS...

...usled značajnih intervencija na međubankarskom tržištu deviza...

...veći pad sprečen zahvaljujući privatizacionom prihodu

Neto sopstvene rezerve NBS smanjene su u Q1 za oko 59 miliona evra (smanjenje od 394 miliona evra u Q4, Tabela T7-9). Jak efekat na pad NSR imale su transakcije na deviznom tržištu – prodaja deviza bankama i otkup od menjača (Tabela T7-10), usled kojih je u Q1 došlo do smanjenja neto sopstvene rezerve NBS za 513 miliona evra. S druge strane, do ublažavanja ovog pada dovelo je povećanje deviznih depozita po osnovu prodaje NIS-a i efekat devalvacije. Ipak ovaj doprinos promene kursa je neznatan i pad NSR bi bio mnogo veći da nije došlo do povećanja privatizacionih prihoda u iznosu od 400 miliona⁵.

5 Jedan deo prihoda od prodaje NIS-a išao je preko organa lokalne vlasti (u Vojvodini), i tako ušao na račune poslovnih banaka.

Tabela T7-9. Struktura deviznih rezervi Srbije – stanja i tokovi, 2006–2009

	2006		2007		2008		2009			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
	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	5.305
Poslovne banke, neto	-3.188	-3.213	-2.918	-2.998	-2.379	-2.147	-2.163	-2.557	-2.562	-2.670
Bruto rezerve	707	693	712	690	1.403	1.070	1.017	1.087	1.385	978
Obaveze	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688	-3.782	-3.218	-3.180	-3.644	-3.947	-3.648
Narodna banka Srbije, neto	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495	9.394	8.931	9.557	8.013	7.975
Bruto rezerve	9.052	8.819	9.246	9.535	9.662	9.577	9.129	9.727	8.180	8.155
Obaveze	-700	-193	-198	-190	-168	-183	-198	-170	-167	-180
MMF	-181	6	1	3	4	3	1	1	-9	-14
Ostale obaveze	-519	-200	-199	-193	-171	-186	-199	-171	-159	-166
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495	9.394	8.931	9.557	8.013	7.975
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-3.210	-3.358	-3.478	-3.584	-3.409	-3.411	-3.166	-3.343	-2.191	-2.136
1.2 Depoziti države	-1.309	-1.247	-1.160	-1.172	-1.034	-874	-478	-457	-459	-536
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	3.833	4.021	4.410	4.589	5.051	5.109	5.287	5.757	5.362	5.303
	u milionima evra, kumulativni od početka godine									
Neto strana aktiva Srbije	2.620	249	967	1.183	1.952	131	-348	-116	-1.665	-146
Poslovne banke, neto	-1.737	-24	270	190	809	232	216	-178	-183	-108
Bruto rezerve	-77	-14	5	-17	695	-333	-386	-316	-18	-407
Obaveze	-1.660	-10	266	207	114	564	601	138	-165	299
Narodna banka Srbije, neto	4.357	274	696	993	1.143	-101	-563	62	-1.482	-38
Bruto rezerve	4.083	-233	194	483	610	-86	-534	65	-1.482	-25
Obaveze	274	507	502	510	532	-15	-30	-2	1	-13
MMF	567	187	182	184	185	0	-2	-3	-12	-5
Ostale obaveze	-294	320	320	327	348	-15	-28	1	13	-7
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	4.357	274	696	993	1.143	-101	-563	62	-1.482	-38
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-1.485	-148	-269	-374	-200	-2	243	66	1.219	55
1.2 Depoziti države	-1.089	63	149	137	275	161	557	578	575	-76
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	1.783	188	577	756	1.218	58	237	706	312	-59

Izvor: NBS.

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

Tabela T7-10. Neto mesečna trgovina devizama NBS – banke i menjači, nov.2006–mar. 2009

	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	-238 u Q1 2007.
Februar 2007.	-14,8	86	72	
Mart 2007.	-54,1	114	60	
April 2007.	0	137	137	+288 u Q2 2007.
Maj 2007.	-75,9	160,1	84	
Jun 2007.	-19	85,7	67	
Jul 2007.	-22	93,9	72	+195 u Q3 2007.
Avgust 2007.	-23	106	83	
Septembar 2007.	-20	60	40	
Oktoibar 2007.	-4	72	68	+212 u Q4 2007.
Novembar 2007.	-20	76	56	
Decembar 2007.	-40	128	88	
Januar 2008.	-57	63	6	-168 u Q1 2008.
Februar 2008.	-129	39,6	-89	
Mart 2008.	-105	20,6	-84	
April 2008.	-64	31,2	-33	+29 u Q2 2008.
Maj 2008.	-38	54,3	16	
Juni 2008.	0	45,3	45	
Jul 2008.	0	26,8	27	+88 u Q3 2008.
Avgust 2008.	3	33	36	
Septembar 2008.	0	24,7	25	
Oktoibar 2008.	-269	55	-214	-746 u Q4 2008.
Novembar 2008.	-357	16,9	-340	
Decembar 2008.	-288	96,3	-192	
Januar 2009.	-381,3	23,6	-358	-513 u Q1 2009.
Februar 2009.	-175,1	12,6	-163	
Mart 2009.	0	7,6	7,6	

Izvor: NBS.

8. Finansijska tržišta

U Q1 2009. nastavilo se smanjivanje aktivnosti na Beogradskoj berzi, što pokazuju i vrednost ostvarenog prometa i broj obavljenih transakcija. Smanjenje aktivnosti zabeleženo je kako na kontinualnom, tako i na diskontinualnom segmentu tržišta. Indeksi Beogradske berze tokom Q1 nastavili su trend pada vrednosti, ali od Q2 dolazi do njihovog oporavka. Indeks najlikvidnijih akcija, BELEX15, od početka Q2 pa do kraja druge dekade maja, porastao je za oko 57%, a opšti indeks akcija Beogradske berze, BELEXline, ostvario je rast od oko 39%. Referentna stopa NBS je tokom Q1 snižena za 125bp na 16,50%, a do kraja aprila 2009. je dalje snižena ukupno za 250bp na 14%. Realni prinosi na repo operacije mereni u odnosu na inflaciju pratili su sniženje nominalne stope, ali su zato realni prinosi mereni u odnosu na kurs domaće valute prema evru porasli zbog stabilizacije dinara. Na tržištu obveznica stare obavezne štednje (SDŠ) došlo je do stagnacije aktivnosti u odnosu na prethodni kvartal, a prinosi po svim ročnostima su pali.

U Q1 nastavljen je trend smanjenja aktivnosti Beogradske berze

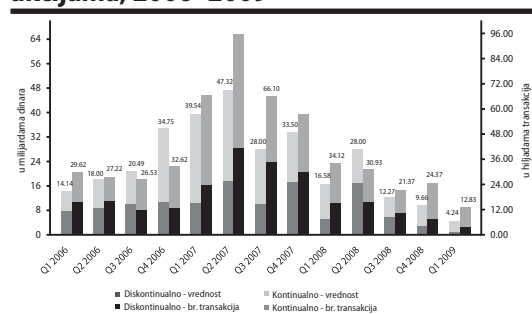
U Q1 2009. nastavio se trend pada aktivnosti na Beogradskoj berzi (Grafikon T8-1). Vrednost prometa i broj obavljenih transakcija prepolovljeni su u odnosu na prethodni kvartal. Vrednost prometa u Q1 iznosila je ukupno 4,24 milijardi dinara (smanjenje od 56,08%), dok je u istom periodu obavljeno oko 12,8 hiljada transakcija (smanjenje od 47,35%). Uprkos privremenom rastu u nekim kvartalima, vrednost prometa na Beogradskoj berzi pada od Q2 2007, i do Q1 2009. smanjena je za 91%, dok je broj obavljenih transakcija u konstantnom padu i smanjen je za 86,5%.

Iz strukture trgovanja vidi se da je pad aktivnosti ostvaren i na kontinualnom i na diskontinualnom segmentu tržišta. Vrednost prometa smanjena je za 48,88% na kontinualnom segmentu, a na diskontinualnom za 75,05% u odnosu na Q4 2008, dok je broj obavljenih transakcija smanjen za 45,84% i 50,75%, respektivno.

Ovakva struktura aktivnosti na Beogradskoj berzi, uz činjenicu da je vrednost prosečne obavljene transakcije nastavila da se smanjuje i u Q1 (manja je za 16,58%), ukazuje i tokom ovog kvartala na prevashodnu aktivnost malih investitora koji, kao i u prethodnom kvartalu, verovatno usled straha od globalne krize – izlaze iz svojih pozicija na domaćem tržištu kapitala.

Indeksi Beogradske berze u Q1 nastavili trend pada vrednosti

Grafikon T8-1. Obim i struktura trgovanja akcijama, 2006–2009



Izvor: www.belex.co.yu.

Indeksi Beogradske berze, nakon kratkotrajne uzlazne korekcije krajem 2008, nastavili su da gube na vrednosti tokom Q1 2009, da bi krajem kvartala došlo do promene trenda i rasta indeksa koji je nastavljen i u Q2 2009. (Grafikon T8-2). Investitori koji pokušavaju da smanje svoje gubitke na tržištu koje je u padu prodaju one akcije koje mogu, a to su uglavnom najlikvidnije akcije što je uzrokovalo da indeks najlikvidnijih akcija, BELEX15 zabeleži veći gubitak vrednosti od opšteg indeksa BELEXline. Indeks BELEX15¹ pao je za 30,24%, BELEXline² za 28,92%, a SRX³ EUR za 35,47% tokom Q1. Nove istorijski minimalne vrednosti indeksa

iznosile su za BELEX15 i SRX EUR 354,39 ip i 153,42 ip respektivno i ostvarene su 11. marta, dok je BELEXline istorijski najnižu vrednost od 844,36 ip ostvario 1. aprila.

Početak aprila dolazi do značajnog rasta vrednosti indeksa Beogradske berze

Nakon ostvarenih novih istorijskih minimuma, svi indeksi su započeli rast koji se nastavio i u Q2 2009. Od početka Q2 do kraja druge dekade maja BELEX15 porastao je za 57,54%, a

1 Indeks najlikvidnijih akcija Beogradske berze.

2 Opšti indeks akcija Beogradske berze.

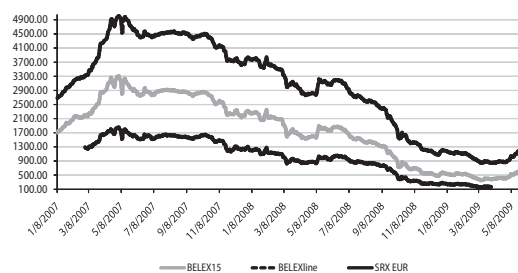
3 Indeks osam najlikvidnijih akcija Beogradske berze koji izračunava Bečka berza (Wiener Börse).

Indeksi berzi u regionu su zabeležili nastavak gubitka vrednosti tokom Q1

BELEXLine za 39,20%. Treba imati u vidu da je i krajem prošle godine došlo do kratkotrajne uzlazne korekcije indeksa na Beogradskoj berzi, tako da treba sačekati podatke za ceo Q2 2009, da bi se videlo da li je ovo znak oporavka Beogradske berze nakon dugog perioda gubitka vrednosti.

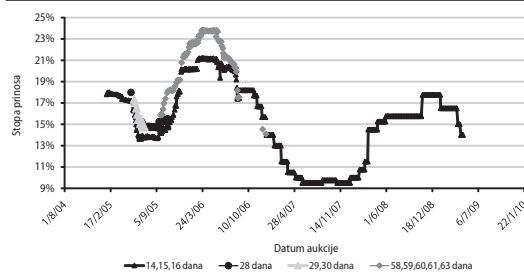
Kao i indeksi Beogradske berze, indeksi berzi u regionu zabeležili su gubitak vrednosti u Q1 2009. Indeksi u regionu zabeležili su manji procentualni pad vrednosti od indeksa najlikvidnijih akcija Beogradske berze. Beogradski BELEX15 tokom Q1 pao je za oko 30%, dok su u istom periodu, sarajevski SASX-10, crnogorski MOSTE, banjalučki BIRS, rumunski BET i crnogorski NEX20 indeks izgubili na vrednosti redom, 28,32%, 16,63%, 9,83%, 20,66% i 13,55%, dok su hrvatski Crobex i bugarski SOFIX pali za 18,11% i 22,61%, respektivno. Veći pad indeksa Beogradske berze kao i u prethodnom periodu može se objasniti plitkoćom domaćeg tržišta kao i verovatno nastavkom povlačenja stranih investitora koji su u periodu rasta bili odgovorni za veliki deo prometa Beogradske berze. U prilog ove teze govori i mera relativnog učešća stranih investitora u prometu na tržištu akcija koje je u Q1 smanjeno, da bi u aprilu sa ponovnim rastom vrednosti akcija poraslo i učešće stranih investitora.

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



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

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



Izvor: NBS.

NBS je u Q1 2009. snizila referentnu stopu za 125bp na 16,50%, da bi je do kraja aprila 2009. dalje snizila, ukupno za 250bp, na 14%

Realni prinosi na repo operacije mereni u odnosu na kretanje kursa evro/dinar porasli su u Q1

Realni prinosi na repo operacije mereni u odnosu na inflaciju tokom Q1, smanjeni su

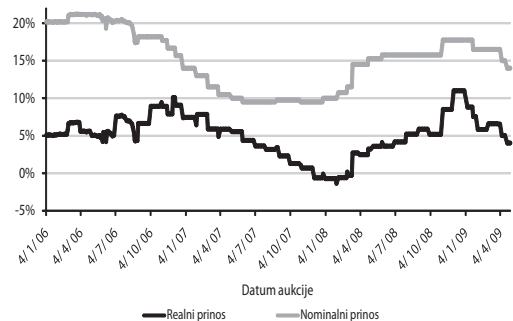
Tokom Q1 2009, Narodna banka Srbije započela je politiku sniženja referentne kamatane stope (Grafikon T8-3). Na sastanku Monetarnog odbora NBS krajem januara, stopa na 2w repo snižena je za 125bp na 16,5%. Ovaj nivo referentne kamatne stope zadržan je do kraja kvartala, da bi početkom Q2 2009. stopa bila snižena za daljih 150bp na 15%, i krajem aprila za još 100bp na 14%.

Uprkos sniženju referentne stope NBS, u Q1 2009. realni prinosi na 2w repo operacije mereni u odnosu na kretanje kursa evro/dinar (promena kursa iz prethodna tri meseca⁴) rasli su, ali su ostali negativni u Q1, da bi u aprilu ponovo postali pozitivni usled apresijacije domaće valute krajem januara i njene stabilizacije od februara meseca (Grafikon T8-5). Početkom Q2 ovako računati realni prinosi iznosili su oko 21% , ali su tokom aprila pali na 9%.

Što se tiče realnih prinosa merenih u odnosu na stopu inflacije oni su u Q1 2009. smanjeni (Grafikon T8-4). S jedne strane, došlo je do snižavanja referentne stope NBS, a s druge strane, u januaru i februaru zabeleženo je i povećanje stope inflacije, pa su realni prinosi mereni u odnosu na inflaciju pali sa 8,81% u januaru na skoro 5,84% u februaru.

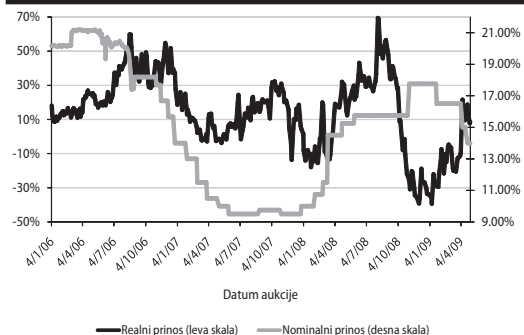
4 Obrazloženje takvog pristupa računanju realnih stopa prinosa detaljno je razmatrano u tekstu: K.Udovički, V.Đoković, „Devizni kurs i politika NBS u Srbiji 2002–2006“, Pod lupom 1, QM broj 5.

Grafikon T8-4. Realni (u odnosu na inflaciju (RPI)) i nominalni REPO prinosi, 2006–2009



Izvor: NBS.

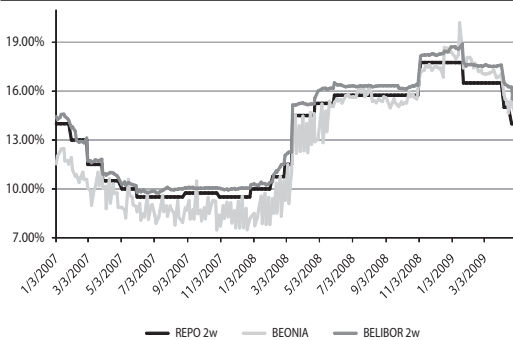
Grafikon T8-5. Realni (u odnosu na kurs dinar/ evro) i nominalni REPO prinosi, 2006–2009



Izvor: NBS.

Kamatne stope na tržištu novca pratile su, kao i obično, nominalnu repo stopu (Grafikon T8-6). Tokom Q1 prosečan spread između repo stope i BELIBOR stope sa rokom od dve nedelje (ista ročnost kao repo ugovor), povećao se za 50bp i iznosio oko 105bp, dok je spread između repo stope i prekonoćne BEONIA stope iznosio 86bp, ali je za razliku od prethodnog perioda viša bila BEONIA stopa, što se i može smatrati normalnim poretkom s obzirom na to da je BEONIA međubankarska stopa, dok je repo stopa, iako za dužu ročnost, stopa centralne banke.

Grafikon T8-6. Kretanje REPO, BEONIA i BELIBOR 2W stopa, 2007–2009

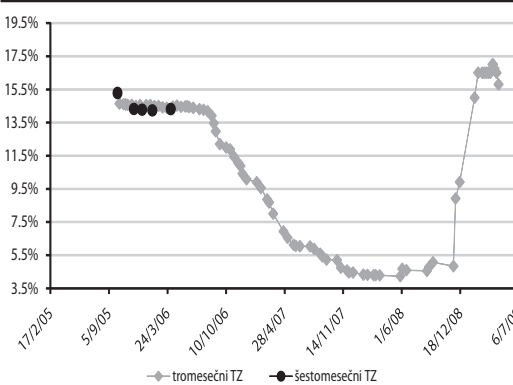


Izvor: NBS i Reuters.

Značajan rast prinosa na Trezorske zapise Republike Srbije koji je počeo krajem 2008, nastavio se i u 2009. (Grafikon T8-7). Sa 9,91%, koliko su iznosili krajem 2008, prinosi na TZ porasli su do kraja Q1 2009. na 16,5%. Svi Trezorski zapisi prodati u Q1 su ročnosti tri meseca, a vrednosti emisija bile su dve i tri milijarde dinara, ali se uprkos visokim prinosima stepen realizacije kretao između 16,68% i 73,24%. Metod aukcija trezorskih zapisa Republike Srbije znatno je unapređen u 2009. godini u cilju uspostavljanja stabilnog tržišta državnih hartija od vrednosti, što je značajno uticalo na efikasnost ovog tržišta. Detaljnije o

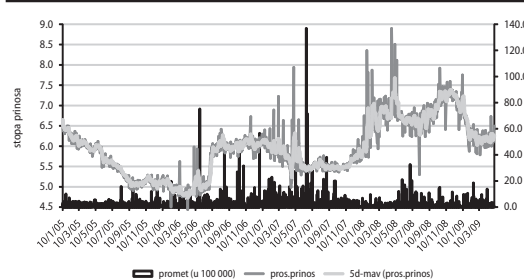
napretku na tržištu TZ pišaće se u narednom broju QM-a.

Grafikon T8-7. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa, 2005–2009



Izvor: Ministarstvo finansija RS.

Grafikon T8-8. Prosečan prinos na obveznice SDŠ



Izvor: www.belex.co.yu.

1) Na grafikonu su prikazane prosečne vrednosti, kada se izuzme abnormalni prinos od 42% na obveznici A2006 10. marta 2006. Napomena: Grafikon je dobijen kao ponderisani prosek prinosa na hartije A2006 do A2016. Kao ponderi su korišćene vrednosti prometa na svakoj od hartija.

U Q1 nastavlja se značajan rast prinosa na Trezorske zapise RS

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

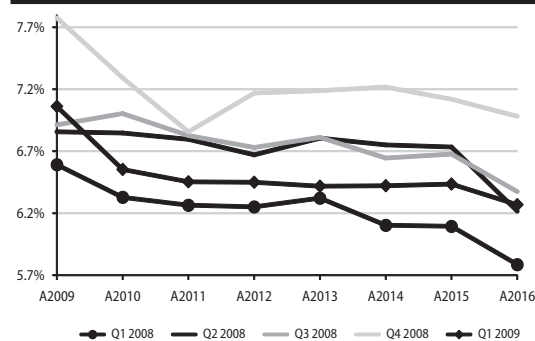
Obim i promet na tržištu obveznica SDŠ stagnirali su tokom Q1 2009. sa blagim silaznim trendom (Grafikon T8-8). Ostvareni obim iznosio je oko 21,92 miliona evra, a promet 15,92 miliona evra, što je za 1,47% odnosno 6,13% manje nego u prethodnom kvartalu. U odnosu na Q1 2008. aktivnost je više nego duplirana (obim porastao 65,74%, a promet 56,37%), ali to ne ukazuje na promenu trenda jer je u Q1 2008. zabeležena veoma mala aktivnost, uzrokovana pre svega održavanjem izbora u tom periodu, koja nije predstavljala nastavak nikakvog trenda već izuzetak.

U Q1 2009. na tržištu SDŠ zabeležen je pad prosečnih prinosa po svim ročnostima

Prosečni prinosi na obveznice svih ročnosti osim obveznice A2009 pali su u Q1 2009. (Grafikon T8-9). Ako izuzmemo A2009 koja skoro dospeva tako da je njeno ponašanje netipično, ovo smanjenje prinosa predstavlja promenu trenda. Prinosi na obveznice SDŠ rasli su od početka 2008, ali je u Q1 2009. došlo do njihovog pada, i to između 40bp i 80bp. Kriva prosečnih prinosa je skoro ravna, tj. veoma su male razlike između prinosa različite ročnosti. Prosečan prinos na A2010 bio je u Q1 6,55%, a na A2016 6,27%, što je razlika od 28bp.

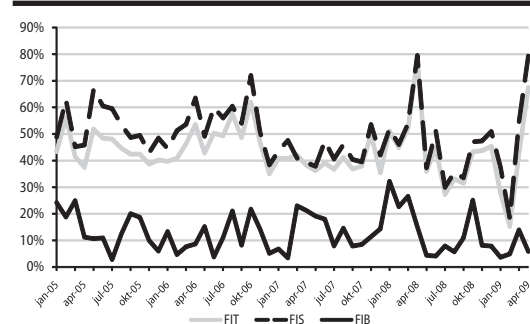
Kriva prosečnih prinosa na obveznice SDŠ se „izravnala” u Q1 2009.

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, 2005–2009



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 smanjeno je u Q1 2009, ali se u aprilu približilo istorijski maksimalnim vrednostima na tržištu akcija i ukupnom prometu

Relativno učešće stranih investitora u prometu na tržištu obveznica (kriva FIB, Grafikon T8-10) smanjeno je u Q1 2009, kada su u januaru i februaru zabeleženi novi istorijski minimumi od 3,7% i 4,9%, respektivno. Na tržištu akcija (kriva FIS, Grafikon T8-10) u Q1 prosečno učešće stranih investitora je smanjeno u odnosu na prethodni kvartal, ali je u aprilu došlo do oporavka, pa je zabeleženo učešće stranih investitora od 79,26%, veoma blizu istorijskog maksimuma iz aprila 2008. Konačno, i učešće stranih investitora u ukupnom prometu smanjeno je tokom Q1 2009, ali se u aprilu kao i na tržištu akcija oporavilo i približilo istorijskom maksimumu. Treba imati u vidu da su vrednosti kojima se meri učešće stranih investitora relativne, i njihov rast može značiti smanjenu aktivnost domaćih investitora, a ne rast aktivnosti stranih, kao i da se ukupna aktivnost na Beogradskoj berzi i dalje smanjuje.

9. Međunarodno okruženje

Pad globalne proizvodnje se usporava, a sve više indikatora upućuju na to da će se recesija uskoro završiti. Međutim, u toku prethodnog kvartala se recesija produbljivala, pogotovo u Aziji. Međunarodni monetarni fond je korigovao projekcije nadole. U Sjedinjenim Američkim Državama sprovedeno je testiranje najvećih finansijskih institucija, da bi se proverila njihova solventnost i stabilnost. U evrozoni je rast BDP-a niži od očekivanog, i EU je pred izazovom da sprovede usaglašenu fiskalnu politiku. Japan je doneo odluku o velikom fiskalnom paketu da bi se borio protiv recesije i deflacije. Zemlje Istočne Evrope ostvarile su pad veći od očekivanog, a najteži deo reformi biće smanjenje državnih troškova bez smanjenja efikasnosti administracije.

Tabela T9-1. Svet: privredni rast i inflacija, 2006–2009¹⁾

	Realni BDP						Inflacija			
	Realni rast (%)			Realni rast, desezonizirano anualizovano (%)			Troškovi života u odnosu na prethodnu godinu (%)			
	2006	2007	2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009
SAD	3.0	2.2	1.3	3.3	-0.5	-6.3	-6.1	5.2	1.5	-0.2
Kanada	2.8	2.5	0.6	0.6	0.9	-3.5	-7.5	3.4	1.9	1.2
Japan	2.2	2.1	-0.4	-4.5	-1.4	-12.1	-15.2	2.2	1.0	0.2
Kina	11.1	11.4	9.0	11.0	5.2	2.2	5.8	5.3	2.5	-0.6
Indija	9.4	8.7	6.2	5.9	6.5	0.0	1.8	9.0	10.2	9.4
Evrozona	2.9	2.7	0.7	-1.0	-1.0	-6.2	-9.8	3.8	2.3	1.0
Nemačka	3.1	2.6	1.0	-2.0	-2.2	-8.6	-14.4	3.3	1.7	0.8
Francuska	2.2	1.9	0.7	-1.6	-0.7	-5.7	-4.7	3.6	2.0	0.7
Velika Britanija	2.8	3.1	0.7	-0.1	-2.8	-6.1	-7.4	4.8	3.9	3.0
Italija	1.9	1.7	-0.9	-2.5	-3.2	-8.3	-9.4	4.1	2.9	1.4
Ruska Federacija	6.7	8.1	5.6	6.4	5.8	-12.8	-21.0	14.9	13.8	13.9
Bugarska	6.0	6.1	6.0	7.1	6.8	3.5	-3.5	12.5	9.3	5.1
Rumunija	6.9	6.0	7.1	9.3	9.2	2.9	-6.4	8.2	6.9	6.8
Mađarska	3.8	1.3	0.6	1.3	0.1	-1.7	-4.7	6.3	4.2	3.0
Hrvatska	5.0	5.6	2.4	3.4	1.6	0.2	...	7.4	4.5	3.8
Makedonija	4.0	5.9	5.0	6.2	5.5	2.1	...	8.4	5.5	1.0
BH	6.9	6.0	5.5	...	...	...	...	8.5	5.5	1.6
Srbija	5.6	7.1	5.4	6.0	4.9	2.8	-6.5	10.7	8.9	5.8

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

Za Srbiju, Makedoniju, Bosnu, Bugarsku, Rumuniju, Mađarsku i Hrvatsku stope rasta BDP-a nisu kvartalne desezonizirane anualizovane već međugodišnje.

Svet

Kraj recesije je verovatno blizu

Postoje pouzdani znaci da se pad globalne proizvodnje naglo usporava, ali globalna tražnja još ne pokazuje oporavak putanjom u obliku slova „V”. Sve je više indikatora koji upućuju na to da se recesija približava kraju u razvijenim ekonomijama. Efekti stimulativnih paketa su dali rezultate, tako da je u SAD potrošnja već u blagom porastu u Q1. Tržište nekretnina SAD-a se verovatno stabilizuje, a cene se približavaju ravnotežnom nivou. Međutim, očekuje se dalji pad cena nekretnina do kraja godine.

Prema najnovijim prognozama MMF-a, svet će u 2009. imati negativan rast od 3,8%. Stope su opet korigovane nadole, zbog produbljivanja recesije u odnosu na januar. Recesija se produbila, ali su se pojavili i znaci mogućeg brzog oporavka. Procene su da će u evrozoni, rast ove godine biti -4,2%, dosta niže nego u SAD-u (-2,8%), gde je epicentar krize. Dolar je ojačao u poslednje vreme, pre svega zato što se kapital selio u sigurne američke obveznice, kako se kriza širila. Veliki fiskalni paket imao je efekata na ličnu potrošnju, a i cene kuća se polako stabilizuju.

Kina će se verovatno prva podići iz krize

Razvijene zemlje Azije su doživele veće usporenje rasta nego što se očekivalo. Pošto azijske banke nisu kupovale američke hipotekarne obveznice, uverenje je bilo da će one biti amortizer krize u toj regiji. Međutim, oštar pad tražnje za njihovim robama, pre svega potrošnim proizvodima, imao je veći efekat od planiranog. Japanski rast je korigovan za čak 3,6 procentna poena nadole na -6,2% u ovoj godini. Zato Japan planira veliki stimulativni fiskalni paket u vrednosti od 3% BDP-a. Kina i Indija su, zbog manjeg udela izvoza u BDP-u, kao i fiskalnim paketima za stimulaciju domaće tražnje, u boljoj situaciji od ostalih zemalja. One će imati pozitivan rast, ali sa dosta elemenata recesije – u literaturi se ta faza često definiše kao „recesija rasta”¹⁾. U najnovijem izveštaju MMF-a, najmanje je korigovan nadole rast Kine, samo 0,2% procentna poena i

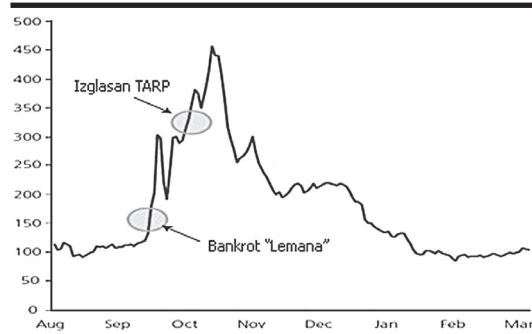
¹⁾ „Growth recession”, rast u kome se smanjuje nivo zaposlenosti.

Situacija na tržištu kapitala nastavlja da se stabilizuje

on će iznositi 6,5% u 2009. godini. Azija će se verovatno prva podići iz krize jer ima pomoć stimulatívnih paketa Kine i Japana, a nema problem nestabilnosti finansijskog sistema.

Međunarodni monetarni fond je povećao procenu iznosa gubitka koje će uslediti zbog finansijske krize. Na globalnom nivou, sredstva koja će morati da budu otpisana sa bilansa stanja kao gubici iznose četiri milijarde dolara. To znači da dodatni kapital potreban za finansijske institucije u SAD, Velikoj Britaniji i Evropi iznosi 1,7 biliona dolara². U toku je novi plan stabilizacije bankarskog sistema u Americi. Nepoverenje u finansijske institucije se smanjuje, a najnovija mera monetarnih vlasti uključuje testiranje 19 banaka, čija je aktiva veća od 100 milijardi dolara, kako bi se utvrdilo faktično stanje banaka. One banke za koje test utvrdi da im je potreban dodatni kapital, moraće da uzmu pare od države ili plasiraju obveznice da bi ispunile norme. Za sada je plan dobro prihvaćen od strane investitora, i rezultati testova su bolji nego što se očekivalo. Nivo spreda između LIBOR-a i tromesečnih obveznica trezora predstavlja dobru meru poverenja investitora u finansijski sistem. Taj spread se sada smanjio na „pred-Lemanov” nivo (Grafikon T9-2). Ali, testiranje u stvari ne rešava problem u bankama, već im kupuje vreme. One će i nakon plana biti na ivici solventnosti, jer Trezor teško da može da obezbedi političku podršku i da agresivno dovede u red njihove bilanse stanja. Ovako im se daju sredstva, a računa se da će banke svojim budućim prihodima pokriti svoje gubitke, i postati dugoročno solventne³.

Grafikon T9-2. Spred između LIBOR-a i tromesečnih obveznica trezora



Izvor: Deloitte.

U Evropskoj uniji najvažniji sledeći korak ka oporavku jeste koordinisana fiskalna politika i stimulatívni paketi. Problem kod evrozona je u tome što je monetarna vlast centralna, dok fiskalna nije. Tako se pozitivni efekti stimulatívnih paketa šire u evrozoni, dok troškovi ostaju na zemlji koja ih je uvela lokalno. Drugim rečima, postavlja se problem „slobodnih jahača”, a još važnije, i problem rizika od neusaglašene politike koja može dovesti do negativnih posledica. Očekuje se da će najveće efekte imati transferi i javna potrošnja, dok će manje uticaja imati subvencije i poreske olakšice⁴. Takođe, u evrozoni ne postoji plan koji će testirati banke i

naterati ih na dokapitalizaciju, pa su investitori oprezní po pitanju evropskih banaka. MMF je povećao procenu ukupnih gubitaka po osnovu hipotekarnih obveznica, a postoje indikacije da je većina tih obveznica van SAD-a na bilansima evropskih banaka.

Zemlje Istočne Evrope trpe sve veću štetu od krize zbog smanjenja eksterne tražnje, kao i kontrakcije priliva kapitala. Investitori počinju da se više koncentrišu na pojedinačne zemlje, kapital ne beži iz celog regiona istim tempom. Tako su na udaru ekonomije sa velikim tekućim deficitima i visokom inflacijom. Postoje rizici da bi sledeća regija u kojoj će se produbiti posledice krize mogla biti Istočna Evropa, zbog makroekonomskih slabosti i prestanka priliva kapitala⁵. Same politike izlaska iz krize će biti neminovno različite od zemlje do zemlje – npr. Rusija će morati da umanjí negativne efekte pogoršanja „terms of trade”, dok će većina zemalja morati da investitorima dokaže da ima jasan plan za podizanje fiskalne discipline u budućnosti, najverovatnije rekonstrukcijom administracije a da ne izgube mnogo na efikasnosti. Većina zemalja Istočne Evrope, zbog visokih budžetskih deficita, neće moći da sprovede stimulatívne pakete, ili će oni biti dosta ograničeni, koncentrisani na specifičan problem. Takođe, regulatorni okvir i supervizija bankarskog sistema treba da spreče da se ponovi preterana stimulacija tražnje preko kros border kredita, koja je dugoročno neodrživa.

² World Economic Outlook, IMF april 2009.

³ Deloitte Investment Advisors, Economic & Market Review, prvi kvartal 2009.

⁴ Regional Outlook Europe, april 2009.

⁵ Domino Theory, The Economist, 26. februar 2009.

Sjedinjene Američke Države

Dobra vest - oporavlja se lična potrošnja

Ako se pogleda samo negativan rast od 6,1%⁶ u Q1, što je slično rezultatu u Q4 2008. (-6,3%), može se zaključiti da recesija ne jenjava. Međutim, sama struktura rasta je povoljnija, i sada su veći izgledi za dalji oporavak nego u prošlom kvartalu. Efekti stimulativnih paketa su dali rezultate, tako da je u Q1 u Sjedinjenim Američkim Državama lična potrošnja u blagom porastu i iznosi 2,2%⁷ u odnosu na prethodni kvartal, nakon što je beležila pad od otprilike 4% u prethodna dva kvartala. Tokom recesije, lična potrošnja koja čini preko dve trećine BDP-a, prva je komponenta koja oštro pada i vuče ekonomiju nadole, ali je i prva koja se oporavlja na kraju recesije. Ovi podaci upućuju da se to najverovatnije i događa. Iako su se prihodi stanovništva smanjili, usled poreskih olakšica povećao se raspoloživi dohodak, što je stimulisalo rast potrošnje u prvom kvartalu. Dalji oporavak potrošnje će se teško nastaviti ovim tempom⁸, jer je ona pod pritiskom otežanih uslova za dobijanje kredita i trenda povećanja nezaposlenosti. Takođe, u Q1 nepoljoprivredne zalihe su opale 7,3%⁹, što je najveći kvartalni pad u proteklih pedeset godina, i sigurno će pozitivno uticati na rast u Q2. Ulaganje u fiksne investicije je imalo oštar pad. Državna potrošnja je takođe imala pad iznad očekivanja, dok je izvoz iznenadio nagore.

Ovo je bio najgori kvartal za izgradnju stambenog prostora u poslednjih pedeset godina. Sada taj sektor čini samo 2,7% ukupnog BDP-a, drastično manje nego u Q4 2005, kada je tokom vrhunca buma tržišta nekretnina činio 6,2%. Očekuje se stabilizacija tržišta nekretnina kako se potrošnja bude oporavljala.

Odnos američke države prema bankama sve je više predmet kritike javnosti, zato što se smatra da su one na neki način u posebnom položaju, boljem od kompanija u ostalim delovima privrede. Ostali sektori se prepuštaju bankrotu, dok se banke pomažu, na račun poreskih obveznika. Povlašćen odnos prema bankama se uviđa i u slučaju General Motors-a (GM). Predsednik Obama kritikovao je hedž fondove zbog otpora da smanje svoje profite na obveznicama GM-a, s argumentom da su velike banke odlučile da smanje zaradu na kreditima automobilske kompaniji, dok hedž fondovi nisu solidarni, jer odbijaju da pristanu na niže profite na osnovu obveznica GM-a koje su kupili. Taj argument nije potpuno tačan jer su hedž fondovi rizikovali sopstvenim novcem, dok se banke „solidarno” ponašaju nakon što su dobile veoma povoljne kredite od države. Da su dobili novac pod istim uslovima kao i banke, hedž fondovi bi zasigurno bili „solidarni”. Citibank, za razliku od planiranih 30 milijardi, treba da podigne samo pet milijardi dolara u okviru Gajtnerovog plana. Sve se čini da su definitivno kreirane „zombi banke”, da su u dobrim odnosima sa administracijom, da sa njom usklađuju svoje poslovanje i korake, a zauzvrat uživaju finansijsku i političku podršku. Američka Vlada je počela da se meša i u poslovne odluke banaka i osiguravajućih društava (koje nekada idu i do toga da se preispitaju marketinški troškovi, jer su oni očigledni glasačima), pa libertarijanski nastrojeni biznismeni postaju sve frustriraniji. Kako je dobar deo Wall Street-a glasao za Obamu, u novinama se često može pročitati kako se većina tih glasača nije nadala da će Obama zaista pokušati da ostvari levičarske planove iz kampanje. Mnogi su mislili da je on to govorio u „žaru” političke borbe, bez stvarne namere da to kasnije i sprovede. Međutim, predsednik Obama za sada zastupa veoma levo orijentisane ideje za američko društvo. Kako se, međutim, suočava sa sve većom opozicijom u vezi s tim, verovatno će morati da „omekša” svoje stavove, mada je obezbedio komforan broj mesta za odlučivanje u Senatu prelaskom jednog republikanskog senatora demokratama.

Usvojen plan putem koga će banke prodavati „toksične” hartije od vrednosti

Usvojen je plan (PPIP) kupovine „toksične” aktive¹⁰ kojim će se osnivati fondovi koji će biti mešavina privatnog i državnog kapitala. Ti fondovi¹¹ će na aukcijama kupovati pulove „toksičnih” hartija od vrednosti. Toksične hartije od vrednosti su izgubile u proseku oko 70% svoje vrednosti od početka krize. Njihovom prodajom bi se bankovni bilansi stanja rasteretili tog balasta, i postali solventniji. Trenutno, oni koji su zainteresovani da kupe te hartije od vrednosti, teško

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

7 Kvartalna desezonirana anualizovana stopa.

8 BNP Paribas, Eco flash, Economic research department, april 2009, br. 169.

9 Kvartalna desezonirana anualizovana stopa.

10 Plan obuhvata osnivanje javno-privatnih investicionih fondova po posebnim uslovima (Public-Private Investment Funds).

11 Fondovi će kontrolisati pulove, iako će država pozajmljivati preko 90% potrebnog kapitala.

moгу da dođu do sredstava jer se teško dolazi do kredita, a zvanične cene su veoma diskutabilne jer likvidnost praktično ne postoji. Planom se problem rešava tako što država obezbeđuje kredite, što će povećati kupovinu i likvidnost, a to će rešiti problem bilansa banaka i odrediti „realnu cenu” „toksičnih” hartija od vrednosti¹². Ta „realna cena” će lako biti veća od one koja bi se ostvarila na slobodnom tržištu nakon kratkoročne nacionalizacije, tako da privatni investitori verovatno neće snositi gubitke, ali će verovatno snositi netržišne dobitke. Krugman¹³ je kritikovao program kupovine toksične aktive jer on suštinski subvencionise privatne investitore. Država će odrediti „dno” gubitka koje privatni investitor može da podnese, i nakon te granice sve gubitke će snositi država. Takođe, krediti privatnim investitorima¹⁴ biće sa povoljnim kamatama.

Predsednik Obama je izložen kritici privrednika da se previše meša u ekonomiju i poslovanje banaka, kao i kritici da je PPIP-om pomogao krupne kapitaliste da na lak način dođu do velikih zarada, uglavnom o trošku poreskih obveznika. Međutim, u javnosti je mnogo vidljivija kritika da je predsednik previše levo orijentisan, a zaboravlja se da je spasao banke od daljih gubitaka, putem „stres testova” i možda im malo „progledao kroz prste”, te da je, sve u svemu, dao mnogo više podrške bankama nego ostalim učesnicima u ekonomiji.

Ukupna inflacija je u Q1 iznosila -0,2% na godišnjem nivou. Iako je ova cifra negativna, smatra se da deflacija još nije počela. Ovakva ukupna inflacija je posledica pre svega visoke baze cena energenata prošle godine. Kada se pogleda bazna inflacija, ona je stabilna i iznosi oko 1,8%. Deflacija počinje onda kada proizvođači masovno spuštaju cene nadole, a za sada su to uradile samo fabrike automobila krajem prošle godine. Stopa rasta bazne inflacije je stabilna, ali bi u aprilu bila blizu nule da nije bilo promene visine akciza na cigarete. Značajna promena akciza povećala je cene cigareta za preko 10%, i proizvođači su skoro celokupni iznos akciza prebacili na potrošače. Visoki procenat neiskorišćenih kapaciteta često dovodi do deflacije, pa je tempo oporavka povezan s rizikom od deflacije.

Referentna stopa je u decembru smanjena skoro na nulu i iznosi 0,125%. S obzirom na to da je inflacija niska, ovaj instrument nije efikasan u punoj meri, a pošto se očekuje i dalje niska inflacija, sa mogućom deflacijom, referentna stopa će, skoro sigurno, ostati na ovom nivou do 2010.

Poslednja cifra platnih spiskova je niža od očekivane, iako je vlada zaposlila preko 60 hiljada anketara koji će biti angažovani na popisu 2010. godine. Gubitak radnih mesta u preduzećima, iako niži nego nego u prva tri meseca 2009, i dalje je visok. Tako se nezaposlenost popela na 8,9% u aprilu.

Pozitivni znaci na tržištu rada

Iako se stopa nezaposlenosti povećala, signalni sa tržišta rada su pozitivni jer ukazuju da se povećavaju izgledi da se recesija bliži kraju. U privatnom sektoru je izgubljeno 611.000 radnih mesta u aprilu, što je manje nego prosek od 710.000 u prva tri meseca 2009. godine. Prerađivačka industrija je u aprilu izgubila za četvrtinu manje radnih mesta nego što je mesečni prosek Q1. Ankete pokazuju da se prognozira smanjenje stope otpuštanja, a povećao se broj radnih sati u tom sektoru. Smanjuje se stopa rasta pomoći nezaposlenima, i čini se da otpuštanja polako jenjavaju, iako firme ne zapošljavaju nove radnike. Rast stope nezaposlenosti na mesečnom nivou takođe opada.

Stopa nezaposlenosti se dugoročno pomera nagore

Istraživanja pokazuju da će se stopa NAIRU¹⁵ dugoročno povećati, verovatno na preko 6%¹⁶. Tokom prethodnih dvadeset godina stopa NAIRU-u bila je niža od tog nivoa (Grafikon T9-3). Polako prolazi vreme u kome je Amerika imala značajno niže stope nezaposlenosti nego Evropa. Ovo upućuje na to da jedini razlog nižeg NAIRU-a u SAD-u nije bila mobilnija radna snaga, već i drugi činioci. Frikcionalna nezaposlenost se povećava kada postoji neusaglašenost između kvalifikacija radne snage i vrste neupražnjenih radnih mesta. Što je manja ponuda potrebno

¹² The public-private investment program: An assessment, Brookings Institution.

¹³ „Geithner plan arithmetic”, Paul Krugman, 23 mart 2009.

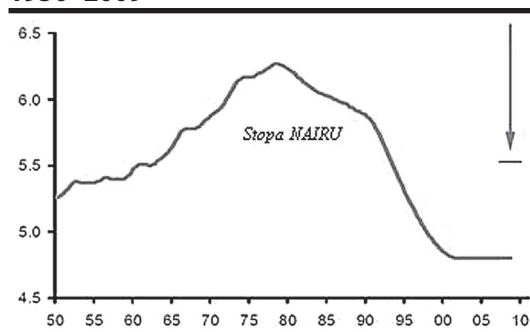
¹⁴ Privatni investitori treba da ispune uslove da pripadaju „krupnom kapitalu”, npr. institucija koja se prijavi na aukciju treba između ostalog, da ima minimalno 10 milijardi dolara u svom portfoliju.

¹⁵ Prilikom ostvarivanja stope potencijalnog rasta, nezaposlenost je na nivou NAIRU-a. Ukoliko nezaposlenost padne ispod te stope, obično u malom obimu, inflacija se oštro ubrzava.

¹⁶ Prema istraživanjima Kongresne budžetske kancelarije (Congressional budget office—CBO) u prethodnoj deceniji NAIRU je u SAD bio oko 4,75%.

kvalifikovane radne snage, teže će biti poslodavcima da nađu radnike za neupražnjena mesta. Pored toga, masovna otpuštanja u sektoru finansija, maloprodaje, građevinarstva, početak su sektorske transformacije tražnje. Nova tražnja za zaposlenima neće biti iz spomenutih sektora, što će sigurno povećati neusklađenost ponude i tražnje za radnom snagom. Ova strukturna neravnoteža na tržištu rada povećava frikcionu nezaposlenost, a time i stopu NAIRU.

Grafikon T9-3. SAD: stopa NAIRU, 1950–2009



Izvor: Barclay's Research.

Globalna trgovina je oštro opala, najvećim tempom u poslednjih nekoliko decenija. Američki izvoz je privremeno ostvario mesečnu stopu rasta od 1,5% u februaru, ali je već u martu opet imao pad. Međutim, ukoliko dođe do oporavka svetske privrede, očekuje se rast i uvoza i izvoza. Već ima signala da je broj utovarenih kontejnera na Zapadnoj obali oštro povećan. Deficit platnog bilansa je u Q1 iznosio 89,9 milijardi dolara, a obim trgovine je smanjen i u ovom kvartalu. Međutim, stopa pada izvoza se umirila, što se takođe desilo i sa uvozom krajem kvartala, u martu.

Evrozona

Recesija se prema podacima o BDP-u produbila u Q1 2009. Pad je iznosio 9,8%, a ovo je četvrti kvartal kontrakcije zaredom. Detaljni podaci o BDP-u će tek izaći, ali najverovatnije je pad agregatne tražnje, kako domaće tako i strane, odgovoran za ovu kontrakciju. Očekivanja su bila da će pad biti oko 7%, pa je ova vest podsetila investitore da recesija još nije definitivno završena. Po smanjenju maloprodaje može se zaključiti da je lična potrošnja opala drugi kvartal zaredom.

Iako je rast BDP-a bio ispod očekivanog, finansijska tržišta nisu reagovala previše pesimistično. Prvo, investitori se nadaju da je glavni razlog za nizak rast u Q1 smanjenje zaliha, čija će nadoknada u sledećem kvartalu pospešiti rast. Drugo, pozitivni signali iz SAD-a i Kine ulivaju nadu da će se popraviti spoljna tražnja i time podstaći slab izvoz.

Iznenadujuće nizak rast Nemačke

Najviše je podbacila Nemačka: rast je bio -14,4%, ali investitori su optimistični, i fokusiraju se na dobre vesti u vezi sa industrijskom proizvodnjom i anketom pri kraju Q1. Kako je industrijska proizvodnja dosta korelisana s rastom BDP-a, moguće je da je došlo do oporavka rasta krajem Q1, kao odgovor na smanjene zalihe i povećanje spoljne tražnje.

Francuska je imala rast prema očekivanju (-4,7%), pre svega zbog stabilnije lične potrošnje nego u drugim zemljama. To i ne mora da bude dobra vest, jer postoji šansa da Francuska samo kasni s recesionim pojavama za drugim zemljama, i da će pad uslediti malo kasnije. Francuska štiti radnike od otkaza, a kada se to i dogodi, poslodavac je dužan da im isplaćuje skoro celu platu tokom sledeće dve godine. Tako otpušteni radnici nemaju razloga da previše smanje potrošnju. Ostaje da se vidi da li je u pitanju zaista rezistentnost francuske privrede ili „time-lag” usled specifičnih odredbi radnog zakonodavstva.

Rezultati anketa upućuju da se recesija bliži kraju

Prethodne recesije u Evropi su se završavale nakon što bi nekoliko anketa imalo pozitivne rezultate. Te ankete su: anketa očekivanja prerađivačke industrije, anketa Evropske komisije tražnje za uslugama, nove narudžbine u prerađivačkoj industriji, očekivanja u sektoru usluga i anketa novih poslova u sektoru usluga. Sve ankete, osim ankete očekivanja u sektoru usluga, imale su blagi rast, pa mnogi ekonomisti smatraju da postoji velika verovatnoća da se recesija bliži kraju.

Evropska centralna banka (ECB) je kupila oko 60 milijardi evra garantovanih obveznica¹⁷, proizvela vreme na koje poslovne banke mogu da koriste kredite za likvidnost¹⁸ sa 6 na 12

¹⁷ covered bonds

¹⁸ long term liquidity provision

9. Međunarodno okruženje

meseci, i spustila referentnu stopu sa 1,25% na 1%. Sve su to mere koje treba da smanje averziju ka riziku, pospeše investicije i spreče kontrakciju stambenih i potrošačkih kredita. Kupovina garantovanih obveznica je interesantna, jer je ECB za razliku od FED odbila da kupi „toksičnu” aktivu od finansijskih institucija, a nije sprovela ni testiranje banaka. Glasine su da na Upravni odbor ECB-a jak uticaj ima nemački lobi, s obzirom na to da interes te zemlje leži na tržištu garantovanih obveznica jer većina ima poreklo u Nemačkoj. Stabilizacija finansijskog tržišta je argument zašto je ECB krenula s kupovinom tih instrumenata, koji su bili dosta pogođeni krizom iz Amerike. Očekuje se dalje smanjivanje referentne stope – u septembru bi trebalo da bude 0,5%.

Inflacija je u Q1 iznosila 1% na godišnjem nivou. U martu se ukupna inflacija na godišnjem nivou dosta usporila, pogotovu u Španiji (gde je bila negativna) i Belgiji. Inflacija u sektoru turističkih usluga bila je niska usled efekta baze, kako je Uskrs prošle godine pao dosta ranije nego obično. Takođe, u martu mesecu je došlo do pada cene benzina, a cene hrane su rasle sporije nego obično. Takva situacija se produžila posle Q1, jer je ukupna godišnja inflacija ostala na istom nivou i u aprilu, što je bilo nešto ispod očekivanja. Kako targetirana inflacija ECB-a glasi „blizu ali ispod 2%”, neophodne su mere da se inflacija vrati na željeni nivo jer će se ovakav inflacioni trend nastaviti do kraja godine. Ovo je veoma osetljivo pitanje, jer postoje negativni efekti mera, a efikasnost im može biti diskutabilna. Zato će se najverovatnije pristupiti strpljivo i sa neagresivnim merama. Trenutno se mere ne najavljuju decidno, čak postoji neka nesigurnost i maglovitost, jer su izjave čelnika ECB-a u poslednje vreme ponekad kontradiktorne¹⁹. Neki investitori smatraju ovo negativnom pojavom, jer se raspiruje neizvesnost, a to podiže njihovu averziju ka riziku i traženu premiju.

Tražnja za kreditima opada, kako preduzeća sve manje ulažu u fiksne investicije. S druge strane, ponuda kredita od strane banaka takođe opada jer se uslovi kreditiranja i dalje pooštavaju. Predviđa se da će preko 20% banaka pooštriti uslove kreditiranja stanovništvu i preduzećima u sledeća tri meseca. Banke strahuju da ukoliko se recesija uskoro ne završi, mnoge firme neće biti u stanju da vrate kredite.

**Obveznica
evrozone dobra
ideja za budućnost**

Obveznice zemalja evrozone postaju primamljive usled očekivanja da je evro u poziciji da ojača u odnosu na jen i dolar²⁰. Ukoliko su dolar i jen jačali u poslednje vreme usled smanjenja leveridža na globalnom nivou, sada kada je taj proces manje-više završen, faktori preferiranja su na strani evra.

Međutim, nisu sve obveznice primamljive. Kako neke zemlje imaju problema s deficitom, spreadovi njihovih obveznica su porasli tokom krize, ali bi prosečni rizik na nivou evrozone mogao biti smanjen putem diverzifikacije kroz uvođenje novog instrumenta na finansijskom tržištu. Preporučuje se da se uvede zajednička evropska obveznica denominirana u evrima²¹. Nova obveznica bi imala veliku likvidnost, verovatno bi to bila najlikvidnija obveznica na svetu, što bi uticalo da se smanje troškovi zaduživanja. Moguće su nesuglasice oko toga kakve će garancije davati pojedinačne zemlje. Jedno rešenje jeste da sve zemlje garantuju za sve obveznice. Drugo rešenje jeste da pojedinačne zemlje garantuju samo za svoj dug, koji je deo zajedničkog pula na osnovu koga se izdaje obveznica. Prema prvom rešenju bi verovatno postojao uticaj smanjenja troškova za regiju u celini, jer bi se premije za rizik smanjile u zemljama sa nižim rejtingom u većem iznosu nego što bi se povećale premije u zemljama sa višim kreditnim rejtingom. Premija za likvidnost je posebno visoka u periodima finansijskih kriza, kao sada, pa bi njeno postojanje značajno rasteretilo budžete. Međutim, praktično je skoro nemoguće sada izdati takvu obveznicu koja bi u kratkom roku obezbedila sve navedene pozitivne efekte. Postoji i problem moralnog hazarda, da neka zemlja nakon uvođenja zajedničke obveznice, prekrši dogovor o fiskalnim izdacima, i time prebaci troškove na ostale zemlje. Iako veoma potrebna, jedinstvena obveznica je dugoročan projekat koji zahteva razrađenu i usaglašenu fiskalnu disciplinu, kao i političku podršku zemalja članica. I na ovom primeru se vide manjkavosti Evropske unije, zbog nedostatka neophodnog centralizma prilikom donošenja odluka, pogotovu u sadašnjem periodu krize.

¹⁹ "ECB Officials Clash on Next Steps, Snubbing Truce", Bloomberg.

²⁰ Allianz Global Investors: Capital Markets Monthly, maj 2009.

²¹ A common Euro-zone bond: A good idea with challenging practical problems", Goldman Sachs, februar 2009.

Nezaposlenost se rapidno povećava u evrozoni, pre svega zbog troškovnog pritiska na proizvođače. Od januara je nezaposlenost povećana sa 8,4% na 8,9% u martu. Nemačka je čak do novembra prošle godine imala period od dve godine stalnog pada nezaposlenosti, ali se taj trend okrenuo od tog meseca. Tako je nezaposlenost u Nemačkoj u toku Q1 porasla za 0,5 procentnih poena – na 8,1%. Trend se nastavlja i u Q2, u aprilu nezaposlenost iznosi već 8,3%, i očekuju se dalja otpuštanja čak i ako dođe do ispunjenja optimističkih ekonomskih prognoza. Nezaposlenost u evrozoni može preći 11% do kraja godine, što će otežati oporavak privrede usled posledica smanjenja lične potrošnje²².

U Q1 je ostvaren trgovinski deficit od devet milijardi evra. Krajem kvartala, u martu, ostvaren je blagi suficit od 0,4 milijarde evra – sasvim suprotno očekivanjima ekonomista koji su prognozirali deficit sličan onom u prethodnim mesecima. Dok je u martu uvoz ostao na sličnom nivou kao u prethodnom mesecu, izvoz se povećao. Došlo je do promena u strukturi izvoza. Pad izvoza u januaru bio je ravnomerno raspoređen, dok je u martu došlo do segregacije po regijama. Izvoz je porastao u SAD, Kinu i zemlje članice OPEC-a, dok opada obim trgovine sa Japanom.

Japan

Japan je imao veoma negativan rast BDP-a u Q1 2009 – 15,2%, ali ankete ukazuju na oporavak industrijske proizvodnje krajem Q1, pa se već u sledećem kvartalu očekuje stagnacija, a ne pad rasta. Lična potrošnja se dalje kontraktovala i pored poreskih olakšica prošlog fiskalnog paketa, dok je ulaganje privatnog sektora²³ imalo rekordan pad. Jedino je državna potrošnja beležila rast, mada niži nego krajem 2008. godine.

**Centralna banka
Japana uvela
nekonvencionalne mere**

Period duge deflacije od 1999. do 2003. ostavio je posledice od kojih se Japan još nije sasvim oporavio, pa je Centralna banka Japana, sa prethodnim iskustvom, zauzela aktivan stav i planira mere kako bi sprečila da deflacija opet uzme ozbiljnijeg maha. Za novu poresku godinu koja počinje od aprila 2009, japanska vlada izglasala je rekordno visok budžet, koji će biti 6,6% viši nego u pretodnoj godini. Državni deficit će u sledećoj godini iznositi 6,8%, prema prognozama OECD-a, a posledica toga će biti da će odnos javnog duga prema BDP-u biti viši od sadašnjih 170%, što je jedan od najvećih racia u razvijenom svetu. U isto vreme, referentna stopa je još u decembru smanjena na skoro minimalnih 0,1%, i nema prostora za dalje smanjivanje, ali se zato pristupilo nekonvencionalnim merama. Centralna banka Japana kupuje obveznice sa visokim rejtingom od komercijalnih banaka, a ukoliko imaju potrebu za kapitalom, japanske banke mogu emitovati i prodati akcije centralnoj banci. Takođe, jedan deo deviznih rezervi biće korišćen da bi se povećala likvidnost preduzeća.

**Izglasana veliki fiskalni
stimulativni paket**

Japanska vlada je najavila veliki fiskalni stimulativni paket koji će iznositi oko 150 milijardi dolara, što je oko 3% BDP-a. Paket će obuhvatiti širok dijapazon mera, pomoć nezaposlenima, subvencije za kupce novih ekoloških automobila, investicije u infrastrukturu, subvencije farmerima i lokalnim vlastima, kao i sredstva za stabilizaciju finansijskog sistema. Paket treba da oporavi proizvodnju i potrošnju i spreči deflacionu spiralu da uzme maha. Pošto je Japan veoma zadužena zemlja, postavlja se pitanje da li će se ugroziti njen kreditni rejting ovakvim potezom.

Ukupna inflacija na godišnjem nivou se smanjivala u Q1 i iznosi oko -0,3% u martu za razliku od 0% u januaru. Kao što se i očekivalo, u martu je zabeležena prva negativna bazna inflacija²⁴ na godišnjem nivou od -0,1%. To je prva negativna cifra od septembra 2007. Time se rizik od deflacije potvrđuje, iako depresijacija jena preko uvoza povećava nivo cena.

Nezaposlenost se sa 4,1% u januaru povećala na 4,8% u martu. To je značajna promena, a ponuda radnih mesta je na najnižem nivou u poslednjih sedam godina. Ipak, nezaposlenost je i dalje na dosta nižem nivou nego u većini razvijenih ekonomija.

²² BNP Paribas, Ecoflash, br. 09–196.

²³ Sve investicije privatnog sektora, osim ulaganja u stambenu izgradnju.

²⁴ Ovo je bazna inflacija koja isključuje svežu hranu, ali ne i gorivo.

U januaru je suficit tekućeg računa iznosio samo 112 milijardi jena, ali je ipak povećan u februaru i martu, tako da je ukupni suficit u Q1 skoro 1.700 milijardi jena, što je i dalje oko 18% manje od suficita u Q4 2008, i čak 74,3% manje od suficita u Q3 2007. Povećanje suficita je znak da se eksterna tražnja polako oporavlja. Međutim, prihodi iz inostranstva će ostati niski neko vreme, zbog smanjenja profita u japanskim kompanijama na Zapadu.

Centralna i Istočna Evropa

Zemlje regiona moraće da sprovedu institucionalne i tehnološke reforme

Čak i u slučaju da recesija ne potraje dugo, postavlja se pitanje budućeg osnova za rast u Istočnoj Evropi. Jednostavno, zemlje ovog regiona neće moći da baziraju svoj razvoj na povećanju spoljnog duga, pogotovo dok bude postojao valutni rizik na visokom nivou, a neće moći ni da baziraju svoje investicije prevashodno na prilivu kapitala iz inostranstva, jer je vreme visoke globalne likvidnosti prošlo²⁵. Jednostavno, moraće da se sprovedu teške sistemske reforme, institucionalne i tehnološke, i otklone ostale slabosti koje su prikrivane visokim rastom uzrokovanim obiljem plasiranog kapitala u zemlje Istočne Evrope. Jedno od rešenja je primanje zemalja kandidata u evrozonu, jer bi se time otklonio valutni rizik, ali je određivanje odgovarajućeg kursa problematično. Ukoliko bi kurs bio previsok – ugrozio bi se izvoz koji je neophodan da se ova kriza prebrodi, a ukoliko bi bio prenizak – povećao bi se procenat ne vraćenih kredita denominiranih u stranoj valuti.

Rumunija

Potpisan stand by aranžman

Rumunija je, kao što smo prognozirali u prošlom broju *QM-a*, potpisala *stand by* aranžman sa MMF-om. Snažan rast u prva tri kvartala prošle godine (u proseku 9% na godišnjem nivou) prekinut je, i promenjena je struktura rasta. Tako je u Q4 smanjen na nešto ispod 3%, a u Q1 postao negativan (-6,4%). Prošle godine je rast bio baziran na snažnoj domaćoj tražnji i rastućem deficitom u robnoj razmeni. Ulaganje u fiksne investicije je opalo zbog smanjenja tražnje i manje ponude bankarskih kredita. Jedino je krajem godine rasla potrošnja države, ali je ukupna potrošnja padala. Fiksne investicije su u prva tri kvartala u proseku rasle oko 30% na godišnjem nivou, da bi taj rast u Q4 iznosio samo 2,8%.

Dogovor sa MMF-om obuhvata „stezanje kaiša”, slično kao i u Srbiji. U 2008. je smanjena fiskalna disciplina, što je rezultiralo deficitom od 5,4% BDP-a u toj godini. U februaru 2009. je Parlament doneo novi budžet, koji u slučaju rasta od 2,5% u toj godini, planira smanjenje fiskalnog deficita na 2% BDP-a. U međuvremenu je prognoza rasta korigovana na -4% pa će uskoro morati da se koriguje budžet da bi on bio u skladu sa ciljanim fiskalnim deficitom prema dogovoru sa MMF-om. U martu je dogovoren aranžman koji obuhvata skoro 13 milijardi evra u periodu od dve godine. Simultano je ispregovarano sedam milijardi evra kredita od nekoliko institucija (Svetske Banke, EBRD, EIB). Takođe, devet stranih banaka u Rumuniji, koje čine 70% tržišta, obavezale su se da nastave poslovanje u Rumuniji i snabdeju svoje filijale kapitalom ukoliko im on bude bio potreban.

Zaustavljena depresijacija

Usporavanje ekonomije je pomoglo da se smanji ukupna inflacija sa 9,1% u julu 2008. na 6,9% u februaru 2009. Iako je to bilo blago povećanje u odnosu na januar, Centralna banka Rumunije je odlučila da smanji referentnu stopu za 25 baznih poena – na 10%, jer se smatra da ne postoje značajniji inflacioni rizici u srednjem roku. Prognoza je da će ukupna inflacija do kraja godine opasti na 4,5%, što je gornja granica formalnog targeta. Krajem godine se deficit tekućeg računa smanjivao, ali je ipak na kraju iznosio oko 12% BDP-a. U januaru je isti deficit bio upola manji nego godinu dana ranije, što je pozitivan znak, ali pitanje je da li će se taj trend nastaviti. Početkom godine povećali su se strahovi od produbljivanja finansijske krize u Rumuniji, jer postoji rizik od porasta broja ne vraćenih kredita koji su indeksirani u evrima, zbog depresijacije rumunske valute. Međutim, krajem februara depresijacija od 35% u odnosu na jul 2007. je zaustavljena, i Centralna banka je intervenisala sa četiri milijarde evra. Značajan uticaj na makroekonomsku stabilnost i stabilizaciju kursa je imao aranžman sa MMF-om, kao i podrška Evropske unije.

²⁵ Global Economic Outlook, Q2 2009, Deloitte Research.

Ministar finansija Rumunije je izjavio da očekuje da će strane direktne investicije biti za trećinu niže nego u 2008. kada su iznosile 9,2 milijarde dolara, ali verovatno će ta cifra biti niža jer je Standard & Poor's smanjio rejting državnog duga krajem 2008. Kreditni rast je u januaru i dalje bio visok (oko 20% na godišnjem nivou), ali je to izrazito smanjenje u odnosu na rast od 50% u maju prošle godine. Maloprodaja je takođe u januaru opala 0,9% na mesečnom nivou uz očekivani dalji pad, a nezaposlenost će do kraja godine porasti na 8,1%, (u februaru je iznosila 4,9%).

**Fabrike smanjuju
iskorišćenost kapaciteta**

Usled manjka tražnje velike fabrike zaustavljaju proizvodnju. Slično kao i US Steel-u u Srbiji, zbog pada cene čelika, najveća čeličana u Rumuniji ArcelorMittal Galati, koja je već otpustila deo radnika, priprema plan za dobrovoljni raskid radnih odnosa. Ukoliko se nastavi pad tražnje za Dačijinim vozilima, ova kompanija planira smanjenje radne snage za 3.000 mesta. Kako evrozona doživljava usporavanje, a pola rumunskog izvoza završi na tom tržištu, spoljna tražnja će imati negativan uticaj na rast. U januaru je pad izvoza na godišnjem nivou bio 24% , a izvoz u zemlje van EU doživljava još veći pad.

Bugarska

Privredni rast za vreme Q1 u Bugarskoj je bio negativan (-3,5%), ali je ova kontrakcija blaža nego u većini zemalja Istočne Evrope. Zbog opasnosti od recesije doneta je odluka o fiskalnom stimulativnom paketu u vrednosti od 280 miliona dolara za investicije, od kojeg će 112 miliona ići lokalnim vlastima, 32 miliona Ministarstvu odbrane i 21 milion za rekonstrukciju puteva. Međutim, teško da će paket pomoći da se izbegne recesija.

**Otkriveno značajno
gasno polje**

Ove godine je otkriveno gasno polje blizu granice sa Rumunijom, koje sadrži kvalitetan gas sa niskim sadržajem sumpora. Ukoliko se testovi američke kompanije koja je otkrila gasno polje pokažu tačnim, kapacitet tog polja će biti dovoljan da se zadovolje potrebe Bugarske za gasom u periodu od oko tri godine.

**Prisutan rizik od
deflacije**

Bugarska je pred rizikom od deflacije. Ovaj problem bi mogao biti rešen devalvacijom leva, koji je fiksiran za evro, ali teško da će doći do takve odluke. Fiskalni kurs uliva poverenje investitorima i imao je stabilizirajući efekat, a s druge strane mnogo kredita je denominirano u evrima, pa bi otplata kredita domaćinstava bila ugrožena posle devalvacije. Zato Vlada izbegava i odlaže takvu odluku. Ukoliko do takve odluke i dođe, to će biti u poslednjem trenutku, kada je proces deflacije već uzeo maha. Činioci koji utiču na deflaciju su zalihe robe, iskorišćenost kapaciteta i inflacija proizvedenih dobara. Iskorišćenost kapaciteta je 70%, a proizvođačka inflacija je u januaru bila 2,2%, što je znatno niže nego 15,4% u julu. Zalihe proizvođača se gomilaju još od kraja 2005. godine, i ovakva kombinacija upućuje na veoma visok rizik od deflacije. Takođe, usled finansijske krize doći će do kontrakcije kredita, sa manjim šansama za refinansiranje, što će umanjiti rast novčane mase i likvidnost.

Povećava se rizik u bankarskom sektoru od mogućih bankrota. Domaće banke će morati da vrata strane dugove jer će strani kreditori smanjiti ulaganja prema Istočnoj Evropi i opcije refinansiranja. U avgustu prošle godine rast zaduživanja bankarskog sektora na godišnjem nivou bio je preko 100%, i već se u decembru smanjio na 57%. Stopa će dalje padati jer je dugoročno neodrživa, a rizik od potencijalnog bankrotstva nekih banaka je visok jer je dobar deo skorašnjih kredita kratkoročan. Po podacima Centralne banke Bugarske čak 75% spoljnog duga banaka je kratkoročan. Bankrot neke banke bi mogao da produbi recesiju koja čeka Bugarsku.

Rast BDP-a će se usporiti, na šta upućuje industrijska proizvodnja koja je pala preko 8% na godišnjem nivou u decembru. Takođe, rast kredita privatnom sektoru je gotovo stao krajem prošle godine. Zato je Centralna banka Bugarske smanjila stopu obavezne rezerve, da bi povećala dotok kredita privatnom sektoru.

Nakon fiskalnog suficita od 1,5% BDP-a u 2008. godini, najavljeno je da je targetirani suficit u srednjem roku 3%. Evropska Komisija očekuje da će zbog nižeg rasta suficit iznositi samo 2% u sledeće dve godine. Tokom prethodnih godina akumulirale su se rezerve sakupljene na osnovu

ostvarenih fiskalnih suficita, i trenutno iznose 12% BDP-a. Ta sredstva će biti upotrebljavana za otplatu spoljnog duga ukoliko to bude potrebno. Devizne rezerve su se smanjile od septembra 2008. do marta 2009, pre svega zbog smanjenja stope obaveznih rezervi. I pored smanjenja, devizne rezerve pokrivaju 95% kratkoročnog spoljnog duga.

Valute

Dolar je jačao početkom Q1, ali od marta ima tendenciju pada. Verovatni razlozi pada jesu strepnja od ekspanzivne monetarne politike i rast javnog duga²⁶. Tražnja za obveznicama je zabrinjavajuće mala, zbog niskih kamata i zabrinutosti: gde su granice američkog zaduživanja. Međutim, velika potrošnja i visok deficit pomoći će da se SAD izvuče ranije iz recesije od ostalih zemalja, ali to verovatno neće pomoći da krajem godine kurs EUR/USD bude niži od 1,40²⁷. Činilac koji doprinosi promenama u odnosu valuta jeste pad obima „carry“ trgovine, zbog trenda drastičnog smanjenja kamatnih stopa na tržištima gde su ulagali „carry“ fondovi.

Robe

Cena nafte se oporavila

U prethodnoj godini došlo je do smanjenja tražnje za naftom, pre svega u razvijenim zemljama, a proizvodnja nafte je povećana, zbog čega je došlo do porasta zaliha, najviše u SAD. Ipak, pozitivne vesti u vezi sa stanjem ekonomije, i optimizam da je kraj recesije blizu uticali su na cenu nafte i ona je sada oko 60\$ po barelu. Očekuje se dalji skok cena u srednjem roku²⁸, pogotovu što su ulaganja u nova naftna polja i održavanje postojećih kapaciteta nedovoljna da se održi nivo ponude. Prema modelu koji je dobro predvideo pad cene nafte prošle godine, očekuje se cena od 65\$ po barelu krajem 2009²⁹.

Prema prognozama, cena čelika nema prostora za visok rast do kraja godine

Pažnju zaslužuje i osvrt na sirovinu od čije cene zavisi dobar deo izvoza Srbije. Naime, cena čelika se od prošlog leta više nego prepolovila, pre svega zbog smanjenja aktivnosti u građevinarstvu i industriji zemalja u razvoju, posebno u Kini. To je uticalo da se smanji potražnja, a proizvođači zatvore kapacitete širom sveta zbog smanjenja profitne marže i problema sa finansiranjem. Proizvodnja je smanjena i u našoj zemlji. Kako je i ponuda i potražnja opala, cena je dosta stabilna od početka godine, ali teško se može očekivati neki značajniji rast jer su problemi automobilske industrije i ostalih potrošača čelika smanjili prognoze tražnje za čelikom u drugoj polovini godine. Zato su korigovane projekcije za prosečnu cenu evropskih toplih valjanih kojlova čelika na 536\$³⁰ po toni. Kada se koriste metodi tehničke analize, dolazi se do zaključka da ima dosta prostora da cena nastavi da se smanjuje. Međutim, zbog strukturnih promena na strani ponude poslednjih godina, način formiranja cene je drugačiji nego ranije. Danas ima manje prodavaca nego nekada, koji su u nekoj vrsti neformalne veze, a posledice te saradnje podsećaju na efekte OPEC-a, tako da proizvođači simultano i dosta brzo smanjuju ponudu kada vide da tražnja opada. Samim tim, javlja se otpor pri kretanju cene nadole, koji ne postoji u modelima tehničke analize, pa se ne možemo u potpunosti osloniti na njene zaključke. Zbog toga treba uzeti u obzir i pitanje tražnje i visine profita u proizvodnji čelika. Istina je da su troškovi gvozdene rude opali i time su značajno smanjeni troškovi proizvodnje čelika, što ostavlja prostor da profit u čeličnoj industriji bude veći. Proizvođači čelika će imati manje otpora na kretanje cene nadole, ukoliko cene inputa ostanu niske. Po svemu sudeći to će se i desiti³¹, jer proizvođači rude trenutno nemaju veliku moć pregovaranja.

Važan činilac kretanja cena čelika nagore je buđenje protekcionizma u Americi. Kako su proizvođači čelika tradicionalno iskusni lobisti, najverovatnije će vešto iskoristiti recesionu klimu, i uspeti da ubede administraciju da poveća protekcionističke mere koje će štititi industriju čelika u SAD-u. Opravdanje će biti da je cilj tih mera očuvanje radnih mesta. Time će se otvoriti mogućnost da cene čelika u Americi budu veće, a samim tim indirektno i na svetskom nivou.

26 HSBC, Global Investment Perspective, april 2009.

27 Economic Market Monitor, BNP Paribas, april 2009.

28 IMF World Economic Outlook, april 2009.

29 Barclay's Research, 2nd quarter 2009.

30 Prognoza Goldmana Sachsa, dok je Morgan Stanley predvideo cenu od 502\$/t.

31 Cenu gvozdene rude uglavnom određuju pregovori kineskih proizvođača čelika i par najvećih rudarskih kompanija.

**Postoji rizik od rasta
cena žitarica** Cene hrane nisu visoke kao prošle godine, ali postoje rizici da se poveća inflacija te grupe proizvoda. Meso i mlečni proizvodi su imali značajan pad cena i najverovatnije ove godine neće biti drastične promene trenda nagore. Rizik je u žitaricama, jer ponuda može biti osetljiva na sušu ili prirodne nepogode. Od ponude SAD-a zavisice cene kukuruza, soje i pšenice, jer je proizvodnja u Južnoj Americi podbacila. Kina, s druge strane, kupuje neočekivano velike količine hrane, posebno soje, zbog čega je cena soje skočila na sedmomesečni maksimum od 11,6\$ u maju. Ukoliko cena nafte nastavi sa rastom, to će sigurno imati inflatorni efekat na cene hrane. Najozbiljnije posledice bi osetile siromašne zemlje, u kojima se već promenila elastičnost cena hrane. Iako su cene na berzama i u razvijenim zemljama od prošle godine značajno smanjene, na tržištima siromašnih zemalja se cene nisu promenile u toj meri. U toj grupi zemalja su cene postale veoma elastične nagore, a dosta neelastične nadole, što otežava rešavanje socijalnih problema.

OSVRTI

Osvrt 1. Revidiran i dopunjen *stand-by* aranžman MMF-a sa Srbijom

*Bogdan Lissovolik**

Makroekonomska kretanja: kriza dobija na intenzitetu

Globalna finansijska kriza je brzo stigla u Srbiju. Početkom septembra 2008. drastično je usporen priliv privatnog kapitala, a zabeležen je i veliki pad trgovinske razmene. Rast proizvodnje je izrazito usporio, dok je dinar oslabio oko 20% u odnosu na evro od septembra 2008. do januara 2009. godine, uprkos značajnoj neto prodaji deviza koje je sprovela NBS. Vlasti su hitro reagovale na krizu i preduzele nekoliko stabilizacionih mera, od kojih su neke postale, iz predostrožnosti, sastavni deo *stand-by* aranžmana (SA) sa MMF-om odobrenog 16. januara 2006.

Međutim, kao i u velikom delu Istočne Evrope, spoljno i finansijsko okruženje Srbije je nastavilo da se pogoršava otkad je prvi SA sklopljen: nominalni izvoz i uvoz u evrima su u prvom tromesečju bili oko 25% niži na međugodišnjem nivou. Proizvodnja, domaća tražnja i naročito fiskalni prihodi bili su značajno niži od prvobitno projektovanih. Štaviše, naglo usporavanje neto priliva kapitala će verovatno da dovede do velikog finansijskog jaza u periodu od 2009. do 2011. godine, koji se projektuje na ukupno oko 3,5 milijardi evra, bez obzira na očekivano brzo smanjenje visokog deficita tekućeg računa.

Dopunjeni aranžman sa MMF-om: kooperativni pristup na tri stuba

U okolnostima sve lošijeg globalnog okruženja, revidiran i dopunjen SA, odobren 15. maja 2009, predviđa finansijsku podršku MMF-a od oko 2,9 milijardi evra. Program ima za cilj da pomogne uređeno uravnoteženje ekonomije, koje je neizbežno s obzirom na izuzetno neuravnotežen spoljni položaj Srbije i njen visok spoljni dug. Nekada veliki prilivi kapitala ne samo da su presušili, već je i malo verovatno da će ponovo dostići visoke nivoe zabeležene pre septembra 2008. Stoga će i privatni i javni sektor morati da smanje potrošnju u skladu s održivim prihodom i dostupnim spoljnim finansiranjem. Novi SA ima za cilj da olakša – ne da spreči – potrebno prilagođavanje potrošnje u oba sektora

mobilisanjem spoljnog finansiranja, koje inače ne bi bilo dostupno – i da istovremeno stvori okvir za pokretanje dugo odlaganih strukturnih reformi kako bi se ojačala i dalje slaba privredna ponuda.

Stoga je revidirana strategija vlasti zasnovana na sledeća tri stuba:

- **Dodatno fiskalno prilagođavanje:** Budući da su se smanjili potrošnja i prihodi privatnog sektora u odnosu na nivoe tokom njihovog buma, smanjuju se i poreske osnovice. Potrošnja je u nedavnim budžetima Republike, međutim, bila projektovana na pretpostavci da će se ekonomski bum nastaviti i – da nisu preduzete nikakve mere – ona bi dovela do visokih i neodrživih fiskalnih deficita.

- **Finansijske garancije inostranih matičnih banaka:** Te banke su zamoljene da dobrovoljno daju garancije da će zadržati svoju kreditnu izloženost u Srbiji i da će svojim ćerkama obezbediti dovoljno kapitala na osnovu testova stresa.

- **Spoljno finansiranje od strane međunarodnih finansijskih institucija:** Očekuje se da Evropska unija i Svetska banka odobre dodatna sredstva; prema programu, međutim, većinu novog spoljnog finansiranja obezbediće MMF.

Tri navedena stuba se međusobno osnažuju: svaki od njih je neophodan radi postizanja „kooperativne ravnoteže“. Traženje finansijskih garancija od ključnih stranih banaka bi naročito trebalo da smanji neizvesnost i delimično nadomesti nestabilno spoljno okruženje a time i podrži makroekonomsku i finansijsku stabilnost. Osim toga, fiskalno i finansijsko planiranje, za slučaj nepredviđenih okolnosti, koje uključuje i dijagnostičke testove stresa banaka, trebalo bi da učini revidiranu programsku strategiju robustnom u slučaju pesimističnijih scenarija.

Revidirana projekcija: preovlađuju negativni rizici

Okvir programa predviđa niži rast, ali i brže spoljno prilagođavanje nego ranije. Predviđa se pad BDP-a od 2% u 2009. i oporavak u obliku slova „U“, bez rasta 2010. Očekuje se vidno prilagođavanje deficita tekućeg računa usled velikog pada domaće potražnje kao posledice usporavanja rasta plata i kreditnih aktivnosti i određene realne deprecijacije kursa. S obzirom na depresirano međunarodno okruženje, oporavak izvoza se očekuje tek 2011. Projekcija inflacije je na nešto višem nivou nego što se ranije predviđalo, što odražava dosadašnju veliku

* Stalni predstavnik Međunarodnog monetarnog fonda u Srbiji.

deprecijaciju koja će verovatno dodatno da utiče na cene bez obzira na pad cena sirovina i domaće tražnje.

Tabela 1. Srbija: osnovni i negativni scenario, 2008–09

	2008		2009	
	Procena	Program	Program	Negativni scenario
	godišnja promena u procentima			
Realni BDP	5,4	-2		-6
Domaća tražnja	5,9	-5,6		-13,1
Inflacija (kraj perioda)	8,6	10		9
	u procentima BDP-a			
Bilans tekućeg računa	-17,1	-13		-9,3
Kapitalni i finansijski račun	12,4	3,2		-0,9
Fiskalna ravnoteža	-2,5	-3		-4,6
	u milijardama evra			
Jaz u spoljnom finansiranju	0	2,4		2,3

Izvor: Vlasti Srbije i procene i projekcije MMF-a.

Negativni scenario ilustruje rizike koji prete Programu. Premda je projekcija rasta, u suštini, u skladu s drugim predviđanjima za region Jugoistočne Evrope, ta predviđanja su više puta korigovana naniže. Ovaj trend bi mogao da se nastavi zbog daljih korekcija naniže globalnih izgleda, daljeg smanjenja poverenja potrošača i investitora u Srbiji, ili potpunog kreditnog „grča“, dok se banke bore da identifikuju solventne zajmoprimaocce u privatnom sektoru. Eksterno prilagođavanje bi moglo biti i mnogo brže usled smanjene domaće potražnje; međutim, verovatno će jaz u spoljnom finansiranju ostati uglavnom isti s obzirom na manje prilive kapitala

Ka trajnoj fiskalnoj konsolidaciji zasnovanoj na smanjenju rashoda

Fiskalna politika i dalje predstavlja centralni element i izazov Programa. Bez promene ekonomske politike, fiskalni deficit bi porastao na preko 6% BDP-a u 2009. godini i nastavio da raste u srednjem roku. To odražavaju dva ključna činioca: (1) smanjenje udela prihoda u BDP-u kako privreda bude odmicala od (relativno više oporezovane) potrošnje i uvoza, i (2) jaka nominalna inercija u ključnim budžetskim stavkama rashoda kao što su plate u javnom sektoru i penzije, koje čine skoro dve trećine ukupnih budžetskih rashoda. U stvari, nominalne prosečne penzije će ove godine porasti za 13,25% zbog ranijih povećanja, čak i pored nominalnog zamrzavanja u 2009. godini.

Revidirani fiskalni program republičke vlasti za 2009/2010. ograničava fiskalni deficit na 3% BDP-a u 2009. i na 2,5% BDP u 2010. godini. Ti ciljevi predstavljaju kompromis između potrebe da se pošalje signal da će fiskalna održivost biti očuvana i potrebe da se izbegne jaka prociklična fiskalna politika. Uzimajući u obzir značajne negativne rizike po makroekonomiju, možda će biti potrebno ponovo kalibrisati mere fiskalne politike, verovatno kombinacijom dodatnih mera za

finansiranje budžeta i za dalje prilagođavanje. U pogledu daljeg prilagođavanja, Program predviđa rezervne mere, koje uključuju povećanje stope PDV i smanjenje plata u javnom sektoru.

Revidirani plan državnog budžeta za 2009. usredsređuje se na mere vezane za redovne rashode od oko 3% BDP-a. Te mere uglavnom se odnose na smanjenje diskrecione potrošnje na dobra i usluge, subvencije, kapital i neto kreditiranje svih nivoa vlasti, neposrednim smanjenjem budžetskih izdvajanja za ministarstva, transfera lokalnim vlastima i prihoda ministarstava iz sopstvenih izvora. Mere takođe uključuju i smanjenje plata u javnom sektoru i veće prihode (porez na dividende i autorske honorare, akcizne poreze, poreze na imovinu i vozila) i dodatne isplate dividendi. Socijalni rashodi će ostati uglavnom zaštićeni od nominalnih smanjenja.

Ključ je, međutim, u održivosti ovog prilagođavanja. U tom pogledu, fiskalne mere predviđene Programom nose rizike koji zahtevaju pažljiv nadzor i pravovremeno reagovanje. Veliki rizik predstavlja činjenica da će smanjenje potrošnje uzrokovati dodatne budžetske docnje jer su ciljana smanjenja diskrecione potrošnje (od 26%) duboka, budući da su skoncentrisana na nekoliko oblasti. Takođe može doći do kašnjenja, odstupanja ili problema u koordinaciji prilikom sprovođenja budžetskih mera u praksi. Nagomilavanje bilo kakvih zaostalih obaveza ili kašnjenja u plaćanjima je razorno po privredu i mora da se izbegne po svaku cenu.

Program koji je MMF podržao sadrži nekoliko mera usmerenih na opisane fiskalne rizike. One uključuju bolje praćenje zaostalih obaveza, strogu kontrolu preuzetih obaveza, određivanje prioriteta kod mesečnih rashoda i koordinaciju politike na svim nivoima vlasti. Sva kašnjenja u izvršenju ovih koraka bila bi samoporažavajuća. Ovo se naročito odnosi na poboljšanje kvaliteta i ažurnosti podataka, koji su od suštinskog značaja za utvrđivanje ispravne dijagnoze i odgovarajuće aktiviranje predviđenih rezervnih mera.

Fiskalna održivost će u krajnjem ishodu zavisiti od političke volje i delotvornosti strukturnih fiskalnih reformi u kontrolisanju rashoda. Ukoliko mere fiskalnog prilagođavanja iz 2009. godine ostanu na snazi i 2010. to će biti dovoljno da se postigne ciljani deficit od 2,5% BDP-a. Konkretno, vlasti su već najavile da će plate u javnom sektoru i penzije biti zamrznute i tokom 2010. godine. Na srednji rok se predviđaju strukturne fiskalne reforme u sektoru zdravstva, obrazovanja, penzija i javne administracije, delimično uz tehničku pomoć međunarodnih finansijskih institucija i drugih donatora. O ovim koracima će se razgovarati tokom sledećih revizija programa.

Finansijski sektor i monetarna politika

Vlasti su pokrenule inovativni Program podrške finansijskom sektoru (PPFS). Učešće u programu je dobrovoljno i omogućeno svim bankama. Taj Program je zadobio široku podršku tokom koordinacionog sastanka finansijskog sektora u Beču 27. marta sa 10 velikih matičnih banaka i njihovim supervizorima. Supervizori su u principu podržali okvir i izrazili spremnost da pomognu NBS u unakrsnoj proveru podataka. Matične banke, koje su učestvovala na sastanku, potpisale su javnu izjavu podrške ekonomskom programu Srbije u kojoj su izrazile i spremnost da se konkretno obavežu na održavanje nivoa izloženosti i adekvatnu kapitalizaciju svojih supsidijara u Srbiji. Banke su zauzvrat dobile pristup dvema novim olakšicama za jačanje likvidnosti koje je uvela NBS: dinarskim kreditima za likvidnost s rokom dospeća do godinu dana, kao i deviznim svop transakcijama. Skoro sve srpske banke su do sada pristale da dostave pismene izjave potrebne za učešće u PPFS-u.

Proaktivno osnaživanje okvira za restrukturiranje dugova preduzeća i stanovništva biće od ključnog značaja za ublažavanje i prevazilaženje krize. Program podrške finansijskom sektoru već uključuje kombinaciju obaveza i stimulacija koje imaju za cilj da olakšaju restrukturiranje dugova privatnog sektora, ali će možda biti potrebno preduzeti i dodatne inicijative. Štaviše, postoje strahovanja da postojeći okvir za sprovođenje stečajne ne bi bio sposoban da izađe na kraj s velikim porastom broja stečajeva, dok poboljšanje delotvornosti sudskog sistema i kapaciteta stečajnih upravnika zahteva vreme.

Narodna banka Srbije nastaviće da se usredsređuje na inflaciju kao na nominalno sidro i da jača okvir monetarne politike, uključujući i poboljšanje koordinacije prilagođavanja regulisanih cena. Srbija i dalje beleži jednu od najviših inflacija u regionu, uglavnom zbog konstantno visokih inflatornih očekivanja i velikih

povećanja regulisanih cena. Dosadašnje prilagođavanje regulisanih cena u 2009. bilo je više od predviđenog. Ovi trendovi doveli su do povećanja projekcije ovogodišnje inflacije na 10% – gornju granicu ciljane inflacije koju je NBS prethodno najavila, iako bi inflacija mogla da bude niža ukoliko se ostvari lošiji scenario. Bliska saradnja NBS i Vlade biće od suštinskog značaja.

Narodna banka je zbog visoke inflacije zadržala referentnu kamatnu stopu na relativno visokom nivou, ali će uskoro možda biti mogućnosti za određeno popuštanje ukoliko se negativni rizici ostvare. Repo kamata je i dalje jedna od najviših u regionu zbog stalne inflacije i strahovanja vezanih za odliv kapitala. Narodna banka je do sada smanjila referentnu kamatnu stopu na 14%, zbog opšte stabilnosti deviznog kursa i određenog usporavanja rasta regulisanih cena od februara. Sprovođenje monetarne politike tokom 2009. i 2010. moglo bi da bude izazovno i da iziskuje primenu pomoćnih instrumenata ekonomske politike i jaku komunikaciju. Vlasti su i dalje opredeljene za održavanje režima plivajućeg kursa.

Strukturalna politika: ka održivom rastu

Trenutne teškoće predstavljaju priliku da se preduzmu neke ključne strukturalne reforme. Gledajući unazad, više je nego očigledno da nerazvijeni privatni sektor Srbije ograničava domaću štednju, izvozne kapacitete i produktivnost, dok njen preglomazan javni sektor ohrabruje potrošnju, socijalna davanja i prekomerni rast plata. Premda globalna finansijska kriza možda ne pogoduje nastavku i dalje velike agende privatizacije, ona predstavlja ključnu priliku da se reše dugotrajna – politički teška – pitanja kao što su modernizacija propisa o poslovanju, poboljšanje konkurencije i rešavanje problema vezanih za vlasništvo nad zemljom i povraćaj imovine. Ti koraci su od ključnog značaja za stvaranje održivog rasta i izvoza i trebalo bi da budu glavna tema budućih revizija programa.

4–5%. Jedna od od važnih posledica pada BDP-a jeste i to da bi pri nepromenjenoj fiskalnoj politici realni nivo javnih prihoda bio znatno niži, a fiskalni deficit veći od planiranog. Procenjuje se da bi bez promena u fiskalnoj politici konsolidovani fiskalni deficit u 2009. iznosio oko 6% BDP-a umesto zvanično planiranih 1,75%. Takav nivo fiskalnog deficita nije održiv ni u kratkom roku – zbog nemogućnosti finansiranja, ni u dugom roku – zbog preteranog rasta javnog duga.

je upozorenja da će stopa rasta biti manja od projektovane. Međutim, u tom periodu još uvek nije bilo analitički obrazloženih prognoza kojima je predviđan pad BDP-a u 2009. godini – tek kada su krajem januara objavljeni podaci o padu industrijske proizvodnje u decembru za 2008. godinu, pojavile su se prve procene o tome da bi BDP u 2009. mogao da opadne.

Osvrt 2. Dometi i ograničenja rebalansa budžeta Republike Srbije i pratećih mera ekonomske politike

Milojko Arsić

Makroekonomska kretanja u Q1 2009. godine znatno su nepovoljnija nego što je to planirano u periodu usvajanja ekonomske politike za navedenu godinu. Umesto projektovanog rasta BDP-a od 3,5%, na osnovu kretanja u prvim mesecima 2009, verovatniji je pad¹ od

* Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i FREN.

1 Krajem 2008. godine, kada je kreirana ekonomska politika za 2009, bilo

Kretanja u spoljnoekonomskim odnosima sa inostranstvom u Q1 2009. godine su takođe znatno nepovoljnija od planiranih. Dok je deficit tekućeg bilansa umereno smanjen, suficit u kapitalnom bilansu je drastično redukovano. Štaviše, usled ekonomskih teškoća u regionu i u Srbiji postojala je realna opasnost da strane banke povuku iz Srbije deo ranije plasiranih kredita, što bi značilo da se umesto neophodnog priliva kapitala, Srbija suočava sa odlivom kapitala. Ovakva kretanja u spoljnoekonomskim odnosima su u prvim mesecima 2009. godine uticala na deprecijaciju dinara i smanjenje deviznih rezervi. Nastavak navedenih tendencija mogao bi u relativno kratkom roku da ugrozi deviznu likvidnost zemlje.

(a) *Rebalans budžeta za 2009. godinu i sporazum sa MMF-om*

Stoga je bilo neophodno značajno redefinisati ekonomsku politiku Srbije kako bi se uskladila s izmenjenim makroekonomskim okruženjem. To je prvenstveno podrazumevalo da se fiskalni deficit vrati u održive okvire, ali i da se obezbede dodatna devizna sredstva kako bi se izbegla mogućnost pojave platnobilansne krize. Kako bi se definisale nove mere ekonomske politike u 2009. i 2010. godini, sredinom marta 2009, počeli su pregovori Vlade Srbije i Međunarodnog monetarnog fonda. Najvažnije mere koje su dogovorene sa MMF-om odnose se na fiskalnu politiku i one imaju za cilj da se fiskalni deficit smanji sa nivoa od oko 6% BDP-a², koji bi se ostvario uz inicijalno usvojenu fiskalnu politiku, na nivo od oko 3% BDP-a.

Mere ekonomske politike koje su dogovorene sa MMF-om, krajem aprila su usvojene u Narodnoj skupštini Zakonom o rebalansu budžeta i nizom pratećih poreskih zakona. Prema rebalansu budžeta planirano je fiskalno prilagođavanje u 2009. u iznosu od 3,5% BDP-a. Najveći deo prilagođavanja ostvariće se smanjenjem rashoda za oko 3% BDP-a. Smanjenje rashoda će se ostvariti uštedama na svim nivoima države: od budžeta Republike, preko fondova socijalnog osiguranja, do lokalnih zajednica. Posmatrano po ekonomskoj nameni, smanjenje rashoda obuhvatiće većinu pozicija u okviru javne potrošnje: plate, penzije, tekuće materijalne troškove države, subvencije i dr. Osim smanjenja javnih rashoda, svođenje deficita na oko 3% BDP-a zahtevaće i povećanje poreskih prihoda za oko 0,5% BDP-a.

Najvažnije uštede planirane u programu Vlade su:

- smanjenje diskrecionih (odgodivih) rashoda u budžetu Republike Srbije za 26%, što iznosi oko 40 milijardi dinara ili oko 1,3% BDP-a;
- smanjenje transfera lokalnoj samoupravi za 15 milijardi dinara ili za oko 0,5% BDP-a;
- zamrzavanje plata u državnom sektoru i privremenim smanjenjem zarada u državnom sektoru većih od 40 hiljada dinara i ograničavanjem maksimalnog iznosa zarada na nivo šestostruke zarade u Republici (što će doneti uštedu od 0,4% BDP-a);
- smanjenje troškova zdravstva za četiri milijarde dinara ili za preko 0,1% BDP-a.

Osim toga, dodatne uštede će se ostvariti preraspodelom sredstava u okviru državnog sektora:

budžet Srbije će preuzeti 40% sopstvenih prihoda dela korisnika budžetskih sredstava, čime će se ostvariti ušteda u konsolidovanom sektoru država od 12 milijardi dinara ili 0,4% BDP-a;

javna preduzeća u vlasništvu Republike uplatiće budžetu Republike profit u iznosu od pet milijardi dinara, što iznosi oko 0,2% BDP-a.

Planiranim smanjenjem rashoda i preraspodelama u okviru državnog sektora, ostvariće se uštede od 89 milijardi dinara, što iznosi oko 3% BDP-a Srbije u 2009. godini.

Program Vlade predviđa i povećanje javnih prihoda za oko 16 milijardi dinara (preko 0,5% BDP-a), u okviru čega će se najveći deo prihoda ostvariti:

- povećanjem akciza na naftne derivate (dodatni prihod od oko pet milijardi dinara);
- dodatnim oporezivanjem usluga mobilne telefonije (dodatni prihod od oko tri milijarde dinara);
- dodatnim oporezivanjem imovine veće vrednosti (dodatni prihod od oko tri milijarde dinara).

Osim navedenog, dodatni prihodi ostvariće se usklađivanjem osnovice godišnjeg poreza na imovinu sa tržišnom vrednošću imovine, izjednačavanjem poreskog tretmana autorskih honorara s poreskim tretmanom ostalih dohodaka.

S obzirom na to da je nivo javnih rashoda tokom prethodnih godina bio neprimeren nivou razvijenosti zemlje, opredeljenje Vlade – da se fiskalno prilagođavanje najvećim delom realizuje kroz smanjenje javnih rashoda – ocenjuje se kao pozitivno. Smanjenje javnih

² MMF je zvanično procenio da će pad BDP-a u Srbiji u 2009. godini iznositi 2%. Međutim, MMF-ovoj projekciji fiskalnih budžetskih prihoda koji bi se ostvarili uz nepromenenu fiskalnu politiku, odgovara veći pad BDP-a od navedenog, iz čega se može zaključiti da predložena fiskalna politika sadrži i određenu rezervu, to jest, usvojena fiskalna politika bi bila adekvatna i u slučaju da pad BDP-a bude nešto veći od 2%.

rashoda za oko 3% BDP-a predstavlja najveće fiskalno prilagođavanje u novijoj ekonomskoj istoriji Srbije³. Ostvarenjem planiranog prilagođavanja otklonio bi se značajan deo nasrazmere između visoke javne potrošnje i nivoa razvijenosti zemlje.

(b) *Analiza usvojenih mera*

Usvojene mere mogu se procenjivati kako sa stanovišta njihovih ekonomskih i socijalnih implikacija, tako i sa stanovišta mogućnosti njihove dosledne primene.

Ocenjuje se da je pri koncipiranju mera veliki ponder dat njihovoj političkoj i socijalnoj prihvatljivosti, a da je potcenjen uticaj mera na ukupnu privredu i pojedine sektore (npr. telekomunikacije), preraspodelu dohodaka, funkcionisanje državnog sektora (obrazovanje, kultura i sl.) i drugo. Kao posledica velikog uticaja političkih faktora izostale su mere kako na strani prihoda⁴, tako i na strani rashoda koje bi se odnosile na celu privredu i sve slojeve stanovništva. Usled toga teret krize je prebačen od određene segmente privrede (telekomunikacije, državne institucije koje ostvaruju sopstvene prihode) i slojeve stanovništva (zaposleni u državnom sektoru, honorarci, vlasnici luksuzne imovine), umesto da se široko disperzujе na sve segmente privrede i sve slojeve stanovništva. Odustajanje od korekcija opštih poreza kojim bi se svi opteretili pomalo ima za posledicu to da se neki segmenti privrede i stanovništva prekomerno optereće. Primeri prekomernog opterećenja su mobilna telefonija za koju se uvodi specifičan porez od 10%, kao i neka vrsta konfiskatornog „poreza“ na sopstvene prihode budžetskih korisnika od čak 40%. Ovakvi porezi, kojim se selektivno oporezuju neke delatnosti i ustanove, grubo narušavaju alokativnu neutralnost poreskog sistema.

Procenjuje se da su male šanse da se planirano smanjenje javnih rashoda realizuje u potpunosti. Planirano smanjenje javnih rashoda obuhvata takve mere da se njihova striktna realizacija suočava sa krupnim teškoćama. Jedna od najvažnijih mera u Vladinom paketu je smanjenje diskrecionih rashoda, koji uglavnom obuhvataju troškove tekućeg funkcionisanja državnog sektora, za čak 26% u proseku. Ocenjuje se da će se pojaviti značajne teškoće pri realizaciji smanjenja diskrecionih rashoda za 26%. Dosledna primena navedene mere može da ima za posledicu to da državne institucije prestanu sa redovnim izmirivanjem obaveza prema dobavljačima (komunalnim preduzećima, elektroprivredi, NIS-u, proizvođačima lekova, proizvođačima kancelarijskog

³ Veće prilagođavanje ostvarivano je samo u periodima hiperinflacije, kada je hiperinflacija obezvređivala realni nivo javnih prihoda i rashoda.

⁴ Detaljna analiza mogućnosti obezbeđenja dodatnih poreskih prihoda kroz neki od opštih poreza (PDV, porez na dohodak) data je u osvrtu „Poreska reforme u svetlu pregovora sa MMF-om“ u ovom broju QM-a. U navedenom osvrtu se analiziraju posledice povećanja stopa PDV ili poreza na dohodak građana na privredni ambijent i raspodelu tereta krize na različite slojeve stanovništva.

materijala i dr.). Neizmirivanje obaveza od strane državnih institucija dodatno će pogoršati likvidnost privrede i pojačati recesione tendencije. Osim toga, smanjenje rashoda za navedeni iznos može da ima za posledicu i smanjenje kvaliteta usluga koje državne institucije pružaju građanima i privredi. Zbog navedenih teškoća, ocenjuje da je mala verovatnoća da se planirano smanjenje diskrecionih rashoda za 26% realizuje.

Smanjenje transfera lokalnim zajednicama predstavlja opravdan pritisak u pravcu racionalizacije lokalne administracije, ali će imati i niz negativnih posledica kao što su: smanjenje lokalnih investicija, redukcija socijalnih davanja na lokalnom nivou, kao i povećanje cena komunalnih usluga usled smanjenja subvencija.

Procenjuje se i da su mali izgledi da neke mere, kao što su oduzimanje 40% sopstvenih prihoda od nekih budžetskih korisnika, generišu planirane prihode. Oduzimanje 40% sopstvenih prihoda nekih budžetskih korisnika predstavlja specifičan „porez“ na deo bruto prihoda. Očekuje se da će budžetski korisnici nastojati da kroz različite mehanizme, počev od izuzimanja od primene do prebacivanja dela sopstvenih prihoda na zavisna preduzeća, umanje obim sopstvenih prihoda koje će uplaćivati u budžet. Zbog toga se procenjuje da ni ova mera neće generisati planirani obim prihoda budžeta Republike Srbije.

Osim toga, oduzimanje 40% sopstvenih prihoda nekih budžetskih korisnika kao i ukupnog profita javnih preduzeća – generisaće niz problema kao što su: negativna selekcija, odnosno kažnjavanje budžetskih korisnika koji ostvaruju sopstvene prihode na tržištu i kažnjavanje javnih preduzeća koja ostvaruju profit. S obzirom na to da budžet uzima 40% sopstvenih prihoda nekih⁵ budžetskih korisnika i ceo profit javnih preduzeća to može imati za posledicu smanjenje kvaliteta usluga budžetskih korisnika, odnosno usporavanje razvoja javnih preduzeća. Kao posledica oduzimanja 40% sopstvenih prihoda verovatno će se pojaviti određeni problemi kao što su gomilanje docnji prema dobavljačima od strane budžetskih korisnika, bitno otežavanje funkcionisanja budžetskih korisnika čije prihode delimično prisvaja budžet, pokušaj prevaljivanja troškova na korisnike usluga (povećanje školarina) i dr. Poseban problem jeste u tome što neki od budžetskih korisnika (neki fakulteti, pozorišta i dr.) – čija sredstva će biti uplaćana u budžet – posluju u uslovima konkurencije. U takvim okolnostima postoji realna opasnost slabljenja pozicije državnih ustanova (fakulteta, pozorišta) u odnosu na konkurentne privatne institucije. Zbog navedenih

⁵ Zakon o budžetu predviđa brojna izuzimanja od primene navedene mere, usled čega iskrsava i problem arbitrarne selektivnosti pri deli budžetskih korisnika: na one koji će biti obavezni da uplaćuju deo sopstvenih prihoda u budžet i one koji će biti oslobođeni te obaveze.

slabosti procenjuje se da bi neke od predloženih trebalo zameniti adekvatnijim merama.

U okviru poreskih mera, uz povećanje akciza na naftne derivate, privremeno je uveden specifičan porez na promet na usluge mobilne telefonije (neka vrsta akcize). Uvođenje dodatnog poreza na usluge mobilne telefonije teško se može opravdati s obzirom na to da se radi o propulzivnoj delatnosti koja ima pozitivne eksterne efekte: poslednjih godina ostvarivala je visok rast, privukla veliki iznos stranog kapitala i dr. Poseban problem je i u tome što će Telekom Srbija, dominantno preduzeće u oblasti telekomunikacija u Srbiji, biti pogođeno navedenim merama po dva osnova: uvodi se dodatni porez na njegove usluge i preduzeće mora ceo profit da uplaćuje u budžet. Pri tome je Telekom Srbija visoko zaduženo preduzeće koje posluje u uslovima snažne konkurencije. Ocenjuje se da bi dodatni porez na usluge mobilne telefonije trebalo da bude privremen, tj. da je neophodno da se nakon relativno kratkog perioda primene ukine. Izjednačavanje poreskog tretmana autorskih honorara sa poreskim tretmanom ostalih dohodaka u skladu je sa poreskim principima. Međutim, navedena mera doneta je bez prethodne najave i priprema javnosti, usled čega se može očekivati snažan otpor prema njenoj primeni. Najava da će se odustati od primene ove mere, nakon snažnog otpora zapsolenih u ustanovama kulture, predstavlja dodatni

primer dominacije političkih kriterijuma pri definisanju mera ekonomske politike.

Usvajanjem dogovorenih mera ekonomske politike i prihvatanjem sporazuma sa Srbijom od strane MMF-a, ispunjeni su uslovi za povlačenje tri milijarde evra od te institucije u ovoj i narednoj godini. Povlačenjem navedenih sredstava ojačaće devizne rezerve NBS i značajno će se smanjiti rizik od pojave platnobilansne krize u Srbiji. Sklapanje aranžmana sa MMF-om povoljno će delovati na spremnost stranih banaka da održe postojeći nivo plasmana u Srbiju, kao i na spremnost investitora da ulažu u Srbiju. Generalno, aranžman sa MMF-om omogućiće Srbiji da kroz svetsku ekonomsku krizu prođe sa sličnim troškovima kao i druge zemlje, bez dodatnih udara koji bi nastali usled pojave platnobilansne krize.

Rezimirajući prethodno, zaključuje se da će Vlada Srbije imati ozbiljne teškoće pri realizaciji dogovorenih mera sa MMF-om usled čega se može očekivati da se donesu dodatne mere tokom druge polovine 2009. U kom pravcu će ići dodatne mere velikim delom će zavisiti od kretanja privredne aktivnosti, doslednosti primene usvojenih mera, kao i rezultata njihove primene. Ipak, već sada je verovatno da će biti neophodno usvajanje mera koje bi obezbedile dodatne prihode, ali da nije isključeno ni povećanje fiskalnog deficita i smanjenje nekih rashoda.

Osvrt 3. Poreske reforme u svetlu pregovora sa MMF-om

*Nikola Altiparmakov**

U okviru nedavno odobrenog *stand-by* aranžmana Republici Srbiji, primarni zahtev Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) bio je fiskalno prilagođavanje u visini od 100 milijardi dinara. S obzirom na pogoršanje ekonomske krize, bilo je procenjeno da bi u odsustvu odgovarajućih mera fiskalne politike, konsolidovani deficit sektora države dostigao 190 milijardi dinara, odnosno preko 6% BDP-a. Budući da bi ovaj nivo deficita bio neodrživ, aranžman sa MMF-om je predvideo fiskalno prilagođavanje u visini od 100 milijardi dinara, kako bi se deficit sveo na održiv nivo od 3% BDP-a koji bi mogao da se finansira iz neinflatornih izvora (kredita multilateralnih institucija pre svega).

Kako bi se, kombinacijom smanjenja javnih rashoda i povećanja javnih prihoda, dosegla brojka od 100

milijardi dinara, Vlada Srbije je razmatrala ekonomski, socijalno, i politički prihvatljivije opcije. U ovome tekstu ćemo se osvrnuti na osnovne ekonomske ideje pojedinih poreskih reformi koje su bile razmatrane u cilju povećanja javnih prihoda. Najveći deo opisanih poreskih reformi na kraju nije prihvaćen, te se umesto sistemskih rešenja Vlada opredelila za niz parcijalnih mera – koje su bliže razmatrane u Osvrtu 2 ovog izdanja *QM-a* posvećenom rebalansu budžeta.

Povećanje stope poreza na dodatu vrednost

Osnovni makroekonomski problem u Srbiji predstavlja prevelika potrošnja (kako javna tako i privatna) i izuzetno nizak nivo izvoza (oko 22% BDP-a u 2008. godini). Porez na dodatu vrednost (PDV) predstavlja osnovni oblik oporezivanja (privatne) potrošnje, te se logično nameće kao prva opcija koju bi trebalo razmotriti. Osnovna ekonomska logika govori da bi povećano oporezivanje potrošnje rezultovalo smanjenjem nivoa (privatne) potrošnje u Srbiji. Takođe, treba naglasiti da su izvoznici oslobođeni plaćanja PDV. Dakle, možemo zaključiti da bi povećanje stope PDV ne samo dovelo do neophodnog

* Fiskalni savetnik na USAID-ovom projektu Podrške ekonomskom razvoju Srbije.

povećanja javnih prihoda, već bi imalo i pozitivne efekte u ostvarivanju prioritetnih ciljeva ekonomske politike – smanjenja potrošnje i povećanja izvoza.

Veliki broj ekonomista tokom godina predlažu „prekompoziciju“ strukture javnih prihoda kako bi se povećala regionalna konkurentnost Srbije i stimulisale izvozno orijentisane i radno intenzivnije industrije. Ovo bi se moglo ostvariti smanjenjem direktnih poreza na zarade u korist povećanja indirektnog oporezivanja potrošnje putem PDV⁶. Zbog neophodnosti višeg nivoa javnih prihoda tokom ekonomske krize, postojala je mogućnost da se prvo poveća stopa PDV, a da se zatim, nakon okončanja ekonomske krize, pristupi ekvivalentnom smanjenju fiskalnih nameta na zarade.

Povećanje stope PDV jeste bila prva opcija koja je razmatrana, kako u stručnoj, tako i u široj javnosti. Povećanje stope PDV (opšte od 18% i redukovane stope od 8%) za 1% – značilo bi povećanje javnih prihoda za 18 milijardi dinara na godišnjem nivou. Nažalost, ova opcija je odbačena – čini se isuviše olako, kako u široj javnosti, tako i od strane poslodavaca i sindikata.

Uvođenje „solidarnog“ poreza

Uvođenje privremenog (tokom trajanja ekonomske krize) solidarnog poreza na sve kategorije prihoda građana od 6%, bila je sledeća razmatrana mera povećanja javnih prihoda. Kako bi se dodatno tokom krize zaštitili građani sa najnižim prihodima, bilo je predviđeno da se neoporeziv cenzus na zarade udvostruči – sa nepunih šest hiljada na dvanaest hiljada dinara.

Tabela 1. Postojeće i predloženo poresko opterećenje zarada

Nivo neto zarade u dinarima	Solidarni porez		Predložena neto zarada u dinarima
	Iznos u dinarima	% neto zarade	
Minimalna - 15.434	-187	-1,2%	15.621
Granična - 17.628	0	0,0%	17.628
Prosečna - 30.000	1.059	3,5%	28.941
2x Prosečna - 60.000	3.627	6,0%	56.373
3x Prosečna - 90.000	6.195	6,9%	83.805
5x Prosečna - 150.000	11.330	7,6%	138.670

Iz Tabele 1 možemo primetiti da bi se poresko opterećenje progresivno povećavalo, počev od „granične“ neto zarade od 17.628 dinara mesečno. Na ovaj način, ne bi se povećalo (ili bi se neznatno smanjilo) poresko opterećenje za 400.000 zaposlenih sa najnižim primanjima oko minimalne zarade, dok bi se povećanje poreskog tereta prevalilo na milion i po zaposlenih sa višim primanjima. Ideja uvođenja „solidarnog“ poreza paralelno sa udvostručavanjem neoporezivog cenzusa na zarade, u stvari predstavlja jedan oblik povećanja

6 „Dve godine poreza na dodatu vrednost u Srbiji“, *Kvartalni Monitor* br. 7, 2007.

progresivnosti poreza na dohodak u Srbiji – ideje o kojoj se dosta govori proteklih godina⁷.

Sa fiskalnog stanovišta, pozitivna strana solidarnog poreza jeste u tome što bi se primenjivao i na penzije, iznad iznosa od 12,000 dinara. Naime, vanredno povećanje penzija od 10% u novembru 2008. godine dovelo je do fiskalno neodrživog nivoa rashoda za penzije – međugodišnji rast prosečne penzije u novembru 2008. godine iznosio je čak 35% nominalno, odnosno 21% realno! Kao posledica toga, ukupni rashodi za penzije će u 2009. godini iznositi nepunih 14% BDP-a – što će Srbiju svrstati u negativne evropske rekordere, odmah iza Italije. Takođe, odnos prosečne zarade i prosečne penzije u Srbiji (67% u aprilu) je nezabeležen u regionu, pa i u Evropi. Primera radi, taj odnos u Sloveniji iznosi ispod 60%, u Crnoj gori 52%, u Hrvatskoj 41%, a u Bugarskoj ispod 40 procenata!

Planirani prihodi po osnovu solidarnog poreza iznosili su 30 milijardi dinara, ili 30% neophodnog fiskalnog prilagođavanja. Za razliku od ideje povećanja stope PDV, koja je olako odbačena, ideja *solidarnog poreza* je odbačena uz žestoko i burno negodovanje najšire javnosti. Čini se da su glavni uzrok burne reakcije javnosti bile inicijalne neodgovorne izjave zvaničnika namenjene dodvoravanju glasačima, koji su inicijalno mislili da će teret *solidarnog poreza* podneti „tajkuni“ i domaći bogataši. Međutim, činjenica je da nijedna zemlja u svetu, bilo razvijena bilo tranziciona, nije u mogućnosti da efektivno zahvati i oporezuje „bogataše“ koji ostvaruju prihode od kapitala koje mogu (kompletno legalno) registrovati u nekom od velikog broja „poreskih rajeva“. Uostalom, jedan od glavnih zaključaka sa nedavno održanog samita 20 najrazvijenih zemalja sveta jeste potreba koordinisane borbe protiv „poreskih rajeva“ i poreskog izbegavanja. Koliko su ovakva obećanja realna, ostaje da se vidi. Međutim, trenutno činjenično stanje u Srbiji, kao i u većini zemalja, jeste da najveći poreski teret snosi tzv. srednji sloj stanovništva. Robin Hud jeste primamljiva tema za filmske stvaraocce, ali je u stvarnom svetu neizbežna pojava – šerif od Notingema!

Reforma poreza na imovinu

Postojeći sistem poreza na imovinu je isuviše opterećen socijalnim aspektima, tako da prilično slabo obavlja svoju poresku funkciju. Imovina je podložna progresivnom poreskom opterećenju sa četiri poreske stope: 0,4%, 0,8%, 1,5% i 3%. Kod primene poreza na imovinu u praksi, prvenstveno je problematična poreska osnovica – koja se sistematski potcenjuje. Iako poreske vlasti prilično verodostojno procenjuju tržišnu vrednost nepokretnosti

7 „Reforma poreza na dohodak građana“, *Kvartalni Monitor* br. 10, decembar 2007.

kada je u pitanju porez na prenos apsolutnih prava pri kupoprodaji, zvanične procene za potrebe poreza na imovinu se sistematski značajno potcenjuju u odnosu na stvarne tržišne vrednosti.⁸ Ovo je prvi izvor potcenjenih poreskih obaveza po osnovu poreza na imovinu.

Zakon dalje propisuje značajna umanjena poreske osnovice po osnovu amortizacije nekretnine – 1,5% po godini starosti, do maksimalnog iznosa amortizacije od 70%. Međutim, ukoliko poresku osnovicu predstavlja verodostojno procenjena tržišna vrednost nepokretnosti, postavlja se pitanje opravdanosti daljeg umanjena poreske osnovice po osnovu amortizacije? U svakom slučaju, Zakonom propisana godišnja stopa amortizacije od 1,5% je isuviše visoka, dok ukupni dozvoljen iznos amortizacije ne bi trebalo da prelazi tridesetak procenata.

Na kraju, Zakon predviđa poreske kredite u visini od 40% poreske obaveze za vlasnika nepokretnosti u kojoj prebiva, kao i poreske kredite od 10% za članove domaćinstva – do maksimalnog iznosa od 70% umanjena poreske obaveze. Socijalno motivisana poreska umanjena ove vrste su česta u praksi. Teško je, međutim, na ovaj način efikasno ciljati ugrožene slojeve stanovništva. Otuda su socijalni efekti propisanih poreskih kredita veoma diskutabilni. S druge strane, negativni fiskalni efekti velikog broja poreskih umanjena u slučaju poreza na imovinu su sasvim očigledni: prihodi od poreza na imovinu su u Srbiji manji od prihoda poreza na prenos apsolutnih prava pri kupoprodaji nepokretnosti – što predstavlja svojevrsnu anomaliju!

S obzirom na kratak vremenski rok, Vlada se suzdržala od usvajanja sistemskih izmena Zakona „preko noći” i

ograničila svoje napore na operativna unapređenja pri procenjivanju poreske osnovice poreza na imovinu. Sledeći tu ideju, lokalnim samoupravama je preporučeno da se pri proceni zvanične osnovice poreza na imovinu rukovode relevantnim procenama tržišnih vrednosti nepokretnosti pri porezu na prenos apsolutnih prava. Projekcije govore da bi se osnovice poreza na imovinu na ovaj način trebalo da se povećaju za oko 15%, što bi značilo oko milijardu dinara dodatnih javnih prihoda na godišnjem nivou. Međutim, treba imati u vidu da je u procesu fiskalne decentralizacije, sama naplata poreza na imovinu prepuštena lokalnim samoupravama u poslednjih par godina. Tako da ostaje da se vidi sa koliko će uspeha različite lokalne samouprave implementirati preporuke Vlade Srbije.

Zaključak

Nedavni pregovori sa MMF-om podsetili su širu javnost da je proces poreskih reformi u Srbiji zastao nakon uvođenja PDV u 2005. godini. Može se reći da je početkom milenijuma Srbija bila lider poreskih reformi u regionu. U međuvremenu, naši susedi su usvojili nove sisteme poreza na dohodak građana i dobiti preduzeća (najveći broj je uveo *flat-tax* sisteme) i zaokružili poreske reforme u svojim zemljama.

Kako bi Srbija ostala konkurentna u regionu, neophodno je da u najskorije vreme ustanovi održiv i predvidiv poreski sistem. U tom cilju, prvi korak je svakako sveobuhvatna reforma poreza na dohodak, koja bi ustanovila jednostavan, transparentan i regionalno konkurentan sistem oporezivanja dohotka građana.

8 „Reforma poreskog sistema”, CLDS/USAID, 2003.

Osvrt 4. Javni dug Republike Srbije¹

Milojko Arsić, Saša Randelović***

Odnos javnog duga prema bruto domaćem proizvodu predstavlja jedan od najvažnijih pokazatelja održivosti fiskalne politike određene zemlje. Tokom prethodnih godina Srbija je u pogledu održivosti javnog duga bila u komotnoj poziciji: apsolutni nivo javnog duga je iz godine u godinu opadao, a izdaci države za kamate po osnovu javnog duga bili su među najnižim u Evropi. Usled visokih stopa rasta BDP-a i aprecijacije realnog

kursa dinara,² odnos duga prema BDP-u je još brže opadao. Od početka 2009. godine situacija se korenito menja: država počinje da se intenzivno zadužuje kako bi finansirala fiskalni deficit, tako da apsolutni nivo duga raste. Osim toga, u 2009. godini očekuje se pad realnog nivoa BDP-a, kao i deprecijacija realnog kursa dinara, usled čega će odnos javnog duga prema BDP-u dodatno porasti. Država je pokrenula krupne infrastrukturne projekte (autoput na Koridoru 10, gasovod, most preko Save u Beogradu, i dr.) i najavila nove projekte (metro u Beogradu, modernizacija železnice na Koridoru 10, modernizacija pruge Beograd-Bar, izgradnja autoputa prema Jadranu, mostovi na Dunavu i dr.), koji će se najvećim delom finansirati iz kredita. Prethodno upućuje na neophodnost da se pažljivo prati javni dug

* i ** Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i FREN.

1 Počev od narednog broja Kvartalnog monitora analiza javnog duga biće redovan deo poglavlja „Fiskalni tokovi i politika”. S obzirom na to da se ova tema po prvi put analizira u QM-u u ovom broj će se dati kratka rekapitulacija kretanja javnog duga Srbije u periodu od 2001. do Q1 2009. godine. U narednim brojevima Kvartalnog monitora težište analize će biti na tekućim kretanjima javnog duga.

2 Zbog činjenice da je oko 97% javnog duga Srbije u devizama, aprecijacija, odnosno deprecijacija realnog kursa dinara, značajno utiču na odnos duga prema BDP-u.

Srbije kako se iz relativno komotne pozicije u kojoj se država sada nalazi ne bi u relativno kratkom periodu „skliznulo” u visoku zaduženost i dužničku krizu.

(a) *Kretanje javnog duga u periodu 2001–2008. godine*

U periodu od 2000. godine do kraja Q1 2009. godine, ukupan iznos javnog duga Srbije smanjen je sa 14,2 milijarde evra (169,3% BDP-a Srbije) na 8,9 milijardi (28,9% BDP-a). Do značajnog smanjenja iznosa javnog duga zemlje došlo je iz više razloga.

Prvo, nakon 2000. godine postignuti su dogovori sa međunarodnim finansijskim institucijama, kao i klubovima poverilaca o otpisu značajnog dela duga prethodne Jugoslavije (SFRJ i SRJ). Tako je u decembru 2001. godine potpisan Sporazum sa Pariskim klubom poverilaca (države poverioci) o otpisu 66% duga SRJ prema tom klubu (51% nakon potpisivanja aranžmana za produženo finansiranje sa MMF-om, što je učinjeno 2002. godine, a 15% nakon davanja pozitivne ocene o realizaciji trogodišnjeg aranžmana sa MMF-om, što je ostvareno početkom 2006. godine). Sporazum sa Londonskim klubom poverilaca (komercijalni poverioci) o otpisu 62% duga, i otplate ostatka duga u periodu od 20 godina, uz *grace* period od pet godina, potpisan je u julu 2004. godine. U prvih pet godina perioda otplate kamatna stopa iznosi 3,75% godišnje, dok je od šeste do dvadesete godine kamatna stopa 6,75%.

Drugo, država Srbija je u navedenom periodu redovno servisirala dospelu obavezu po osnovu javnog duga. Tako, npr. u periodu od 2001. godine isplaćano je oko 1,4 milijardi evra obaveze po osnovu devizne štednje građana. Dodatno, tokom 2006. i 2007. godine Srbija je prevremeno otplatila deo duga prema Svetskoj banci (u iznosu od preko 400 miliona evra).

Treće, smanjenju apsolutnog nivoa javnog duga u evrima doprinela je i činjenica da je fiskalni deficit tokom prethodnih godina gotovo u celini finansiran prihodima od privatizacije. Tako npr. u periodu 2006–2008. godine prihodi od privatizacije su bili dovoljni za finansiranje fiskalnog deficita od oko 2% BDP-a.

Tabela 1. Srbija: Javni dug, 2000–2009

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra					
	31.12.2000.	31.12.2005.	31.12.2006.	31.12.2007.	31.12.2008.	31.03.2009.
I. Ukupne direktne obaveze	14,2	9,6	8,6	8,0	7,9	8,0
Unutrašnji dug	4,1	4,3	3,8	3,4	3,2	3,2
Spoljni dug	10,1	5,4	4,7	4,6	4,7	4,8
II. Indirektne obaveze ¹⁾	-	0,66	0,80	0,85	0,93	0,96
III. Ukupan javni dug (I+II)	14,2	10,3	9,4	8,9	8,78	8,93
Javni dug / BDP	169,3%	50,2%	36,2%	29,4%	25,9%	28,9%
	Valutna i kamatna struktura javnog duga Republike Srbije					
	Valutna struktura			Kamatna stopa		
	RSD	EUR	USD	Ostale valute	Fiksna	Varijabilna
Na dan 31.12.2007.	3,7%	75,7%	13,8%	6,9%	77,0%	23,0%
Na dan 31.12.2008.	2,6%	75,4%	14,5%	7,6%	76,0%	24,0%
Na dan 28.02.2009.	2,7%	73,9%	15,6%	7,7%	76,0%	24,0%

Izvor: Ministarstvo finansija.

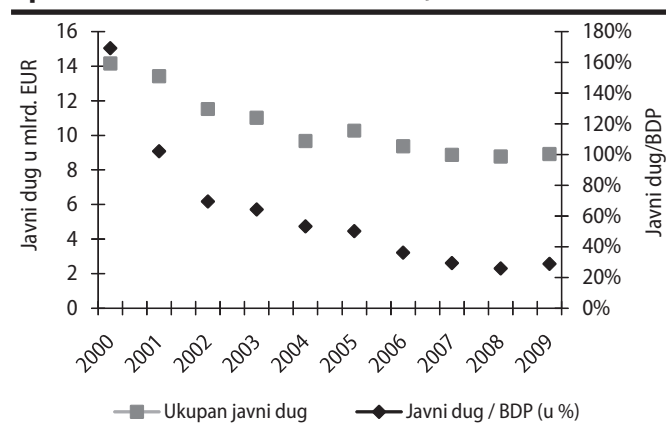
1) Indirektne obaveze se u celini odnose na obaveze prema spoljnim poveriocima tako da ukupni spoljni dug iznosi 5,74 milijardi evra (4,8 direktni dug + 0,96 indirektni dug).

Javni dug u odnosu na BDP kontinuirano je opadao kao rezultat tri činioca:

- smanjenja apsolutnog nivoa javnog duga,
- realnog rasta BDP-a i
- aprecijacije realnog kursa dinara.

Kao rezultat navedenih činilaca, odnos javnog duga prema BDP-u opao je sa gotovo 170%, koliko je iznosio krajem 2000. godine, na 25% BDP-a sredinom 2008. S obzirom na to da je najveći deo duga denominiran u evrima, deprecijacija dinara tokom Q4 2008. godine i još više tokom Q1 2009, uticala je na rast odnosa javnog duga prema BDP-u. Usled kombinovanog dejstva deprecijacije dinara i pada realnog BDP-a, odnos javnog duga prema BDP-u je povećan tokom Q1 2009. za 3 procentna poena.

Grafikon 2. Kretanje javnog duga Srbije u apsolutnom i relativnom iznosu, 2000–2009



Izvor: Ministarstvo finansija.

(b) *Stanje i struktura javnog duga na početku 2009. godine*

Ukupni javni dug Republike Srbije na kraju Q1 2009. godine iznosio je oko 8,9 milijardi evra, tj. 28,9% BDP-a Srbije. Tokom Q1 2009. godine apsolutni iznos javnog duga porastao je za oko 150 miliona evra, odnosno za oko 0,5% BDP-a. Međutim, u toku Q1 odnos javnog duga prema BDP-u u Srbiji povećan je za 3 procentna poena prvenstveno kao rezultat pada BDP-a i deprecijacije dinara, a u manjoj meri kao rezultat povećanja apsolutnog nivoa javnog duga.

U strukturi javnog duga 89% odnosi se na direktne obaveze, dok oko 11% čine indirektne obaveze (nastale po osnovu garancija koje je Republika Srbija dala za zajmove drugih lica, kao što su javna preduzeća; indirektne obaveze u celini se odnose na spoljni javni dug). Posmatrano po poveriocima, 74% javnog duga se odnosi na spoljni dug (direktni i indirektni), dok se 36% javnog duga odnosi na unutrašnji dug. U ukupnom iznosu javnog duga Srbije, čak 97,2% obaveza denominirano je u stranoj valuti (najvećim delom u evrima), dok se svega

2,8% obaveza odnosi na zaduživanje u dinarima. Ovakva valutna struktura javnog duga Srbije ukazuje na snažnu izloženost javnog duga Srbije valutnom riziku. S druge strane, kada je o kamatnim stopama reč, više od tri četvrtine ukupnog duga dobijeno je uz obavezu plaćanja kamate po fiksnoj kamatnoj stopi, dok je za približno jednu četvrtinu duga kamatna stopa varijabilna.

Kamatne stope na veći deo javnog duga Srbije su niske usled čega je učešće troškova kamata na javni dug u odnosu na BDP u prethodnim godinama iznosilo oko 0,7%, što je među najnižim u Evropi. Međutim, sa isticanjem rokova u kojima je Srbija plaćala kredite po koncesionim uslovima stranim kreditorima, kao i sa početkom značajnijeg zaduživanja na domaćem finansijskom tržištu po relativno visokim kamatnim stopama, raste učešće rashoda po osnovu kamata, tako da se procenjuje da će u 2009. godini oni iznositi preko 1% BDP-a.

Tokom februara 2009. godine pokrenuta je serija emisije tromesečnih državnih zapisa po kamatnoj stopi od 16,5% na godišnjem nivou³. Relativno visoka kamatna stopa u kombinaciji sa stabilnošću kursa i obaranjem repo stope NBS doprinela je značajnom interesovanju investitora za državne zapise. Kao rezultat navedenih okolnosti stanje plasmana u državne zapise povećano je sa oko 2 milijarde dinara krajem 2008. godine na 4,5 milijardi dinara krajem marta, da bi se u trećoj dekadi maja 2009. godine dostigao iznos od blizu 40 milijardi dinara. Prema tome, samo u periodu od kraja marta do sredine maja ukupni javni dug Republike Srbije je putem zaduživanja na domaćem finansijskom tržištu povećan za preko 300 miliona evra, odnosno za preko 1% BDP-a. Na osnovu prethodnog zaključuje se da su državni zapisi postali značajan, ali relativno skup, način finansiranja deficita budžeta Republike Srbije.

Prema podacima NBS spoljni javni dug Srbije iznosio je krajem Q1 2009. godine 6,5 milijardi evra, što je za oko 750 miliona više od iznosa spoljnog javnog duga prema podacima Ministarstva finansija. Razlika u nivou spoljnog javnog duga, a time i ukupnog javnog duga, posledica je metodologije prema kojoj NBS u javni dug uključuje i neregulisani javni dug, dok Ministarstvo finansija uključuje samo regulisani javni dug. Najvažniji neregulisani javni dug odnosi se na dug prema Kini (290 miliona evra), Kuvajtu (330 miliona evra), Libiji (38 miliona evra) i Londonskom klubu (63 miliona evra). Izvesno je da će regulisanje navedenog duga imati za posledicu povećanje ukupnog javnog duga, ali nije izvesno koliko će to iznositi. Srbija traži da navedene zemlje otpišu isti procenat duga kao i članice Pariskog kluba (66%), što one za sada odbijaju.

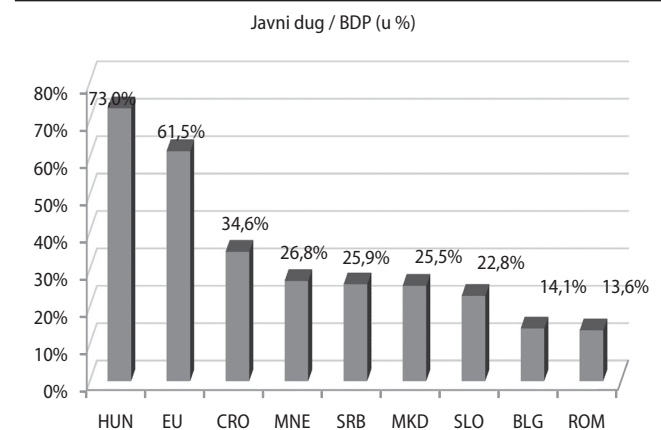
³ Državni zapisi su tokom prethodnih godina emitovani po kamatnoj stopi znatno nižoj od stope inflacije, zbog čega je nivo plasmana u državne zapise bio izrazito nizak.

(c) Nivo javnog duga u zemljama u okruženju

Većina zemalja u okruženju imala je takođe krajem 2008. godine relativno nisko učešće javnog duga u BDP-u. Tako je Rumuniji i Bugarskoj učešće javnog duga u BDP-u zemlje ispod 20%, u Sloveniji, Makedoniji, Srbiji i Crnoj Gori između 20% i 30%, a u Hrvatskoj 34,6%. Od zemalja regiona, po visini učešća javnog duga u BDP-u izdvaja se Mađarska, u kojoj je to učešće čak 73% (što je znatno iznad proseka 27 zemalja članica EU, koji iznosi 61,5%).

Međutim, nivo zaduženosti zemalja regiona na kraju 2008. godine, kao indikator održivosti njihovog javnog duga, treba uzeti s rezervom. Neke od njih su u toku procedure za dobijanje značajnih dodatnih zajmova od EU i međunarodnih finansijskih institucija kako bi jačale devizne rezerve i obezbedile stabilnost fiskalnog sistema, što može značajno promeniti sliku o nivou njihove zaduženosti. Osim toga, realna deprecijacija nacionalnih valuta, kao i očekivani pad realnog nivoa BDP-a u 2009. godini, dodatno će značajno povećati odnos javnog duga prema BDP-u u većini zemalja u Regionu.

Grafikon 3. Učešće javnog duga u BDP-u u zemljama regiona



Izvor: Eurostat i sajтови odgovarajućih ministarstava finansija.

(d) Očekivano kretanje javnog duga Srbije u srednjem roku

U 2009. i narednim godinama očekuje se zaokret u kretanju apsolutnog nivoa javnog duga Srbije, kao i njegovog odnosa prema BDP-u. Fiskalni deficit od oko 3% BDP-a u 2009. godini, i nešto manji planirani deficit u narednim godinama, većim delom će se finansirati zaduživanjem države na međunarodnom i domaćem finansijskom tržištu. U okviru toga naročito su značajni zajmovi od međunarodnih finansijskih institucija (Svetske banke, EBRD, EIB), EU i stranih vlada namenjeni za realizaciju infrastrukturnih projekata. Osim toga, očekuje se zaduživanje države na domaćem finansijskom tržištu putem emisije kratkročnih državnih

zapisa, a moguće je i neposredno zaduživanje države kod konzorcijuma domaćih banaka. Procenjuje se da će neto povećanje javnog duga Srbije u 2009. i naredne dve godine iznositi dve do tri milijarde evra, što iznosi 7–10% BDP-a Srbije u 2009. godini.

Održivost javnog duga Srbije u narednom srednjoročnom periodu zavisice kako od kretanja apsolutnog nivoa duga, tako i od rasta BDP-a i kretanja realnog kursa dinara. Pretpostavljajući da će stanje javnog duga Srbije krajem 2011. godine iznositi oko 12 milijardi evra, kao i da će BDP u 2011. godini biti za oko 5% veći nego u 2009. godini, a da će realni kurs dinara prema evru ostati nepromenjen⁴ sledi da bi odnos javnog duga prema BDP-u u 2011. godini mogao da iznosi oko 38% BDP-a.

Povećanje učešća javnog duga prema BDP-u, uz očekivano zaduživanje pod tržišnim uslovima povećace i troškove servisiranja javnog duga. Pretpostavljajući da će prosečna kamatna stopa na javni dug iznositi oko 4%⁵, troškovi po osnovu plaćanja kamata porasli bi na oko 1,5% BDP-a u 2011. godini, što je znatno više nego sada.

Očekivani brzi rast javnog duga u narednom srednjoročnom periodu, dodatno aktuelizuje pitanje unapređenja upravljanja javnim dugom. Tako, na primer, uzimajući u obzir postojeći izrazito nizak nivo kamatnih

4 Obzirom da je oko 97% duga u stranoj valuti, deprecijacija realnog kursa povećala bi učešće javnog duga u BDP-u, dok bi aprecijacija realnog kursa dinara smanjila odnos javnog duga prema BDP-u.

5 Relativno niska prosečna kamatna stopa posledica je niske kamatne stope (2%) na deviznu štednju građana, koja učestvuje sa oko 30% u ukupnom javnom dugu Srbije.

Osvrt 5. Dubina recesije primorava Narodnu banku Srbije na popuštanje monetarne i prudencione politike

*Srđan Kokotović**

Iako je Narodna banka Srbije (NBS) već u Q4 pokušala da stimuliše novo zaduživanje banaka u inostranstvu radi povećanja ponude kredita u zemlji, i to u povoljnim uslovima opadajućih kamatnih stopa na evropskom tržištu novca (tzv. EURIBOR), izostali su značajniji efekti u vidu kreditne aktivnosti. Glavni razlog za to bio je, s jedne strane, sam nedostatak raspoloživih sredstava na evropskom tržištu koje je bilo u potpunoj blokadi, a, s druge strane, percepcija rizika Srbije bila je vrlo nepovoljna. Vlada Srbije i NBS su zbog toga u februaru donele paket mera za subvencionisanje kredita privredi

stopa na svetskom finansijskom tržištu, čini se da je ovo pogodna prilika za refinansiranje dela postojećeg javnog duga (dug prema Londonskom klubu poverilaca, a moguće i prema još nekim poveriocima). Na taj način bi se mogle ostvariti značajne uštede u pogledu kamate koja će biti plaćana u narednim godinama.

Takođe, aktuelizuje se i pitanje efikasne upotrebe sredstava do kojih država dolazi zaduživanjem. S obzirom na to da su krediti koje država uzima većinom namenjeni za realizaciju javnih investicija, neophodno je da se unapredi selekcija i realizacija investicionih projekata. Unapređenje efikasnosti javnih investicija, uz pozitivne eksterne efekte koji se od njih očekuju, može da doprinese ubrzanju rasta BDP-a, što bi povećalo održivost javnog duga Srbije.

U okviru novog aranžmana sa MMF-om, dogovoreno je povlačenje kredita za jačanje deviznih rezervi zemlje u iznosu od oko tri milijarde evra, što iznosi oko 10% očekivanog BDP-a u 2009. godini. Mada dug NBS prema MMF-u formalno nije deo javnog duga, taj dug je sastavni deo duga javnog sektora, i za njega u krajnjoj instanci garantuje država. Dug NBS prema MMF-u značajno će doprineti povećanju spoljne zaduženosti zemlje. Pretpostavljajući konstantan realni kurs, kao i nulti rast BDP-a u 2010. godini, navedeni dug će uticati na povećanje spoljnog duga Srbije u odnosu na BDP za oko 10 procentnih poena. Uzimajući u obzir i planirano zaduživanje države u inostranstvu, kao i zaduživanje privatnog sektora – ukupan obim spoljnog duga bi već u 2010. ili 2011. godini mogao da dostigne granicu od oko 80% BDP-a.

za likvidnost i investicije, kao i za potrošačke kredite. Taj paket u domenu monetarne politike i politike supervizije banaka podrazumeva: (a) olakšice prilikom izdvajanja obavezne rezerve na devizne depozite u iznosu plasiranih subvencionisanih kredita, (b) relaksaciju zahteva u pogledu odnosa plasmana stanovništvu prema kapitalu (povećanje sa maksimalnih 150% na 200%) i (c) ukidanje polaganja obaveznog depozita od 30% za potrošačke kredite. Paralelno s tim, NBS je u više navrata snažno smanjivala referentnu kamatnu stopu koja je sa početnih 17,75% dostigla 14% početkom maja. Po tom osnovu, i uz pomenute subvencije iz budžeta, došlo je do izvesnog rasta kreditne aktivnosti u Q1, barem što se tiče kredita privredi za likvidnost. Izvori za te kredite bile su rezerve koje su banke držale kod NBS i u manjoj meri porast devizne štednje. Iako je ovaj paket mera imao pozitivan efekat na likvidnost preduzeća, izvori su bili isključivo domaći.

* *Kvartalni monitor*, FREN.

Mnogo veću opasnost u 2009. predstavljao je potencijalni odliv od oko pet milijardi evra po osnovu otplate *cross-border* kredita u uslovima ograničenih mogućnosti za refinansiranje tih obaveza, barem na komercijalnoj osnovi. Otplata tih *cross-border* kredita ne samo što bi odvela u nelikvidnost najveći broj preduzeća, već bi, u uslovima visokog trgovinskog deficita, dovela i do krize domaće valute. Zbog toga je MMF, u okviru pregovora o povećanju *stand-by* aranžmana na tri milijarde evra, pokrenuo nekonvencionalnu inicijativu o reprogramu obaveza preduzeća po *cross-border* kreditima koje dospevaju u 2009. U tom cilju je 27. marta u Beču održan sastanak MMF-a, NBS, 10 najvećih bankarskih grupa koje posluju u Srbiji i domicilnih supervizora tih bankarskih grupacija. Pregovori su rezultirali zajedničkim kominikeom učesnika sastanka, u kojem su banke izrazile želju da zadrže ukupni nivo izloženosti (zbir kredita i potraživanja po osnovu depozita datih bankama, pravnim i fizičkim licima u Srbiji, umanjen za obaveze prema tim istim licima) prema Srbiji na nivou s kraja 2008. Osim toga, u kominikeu je saopšteno da će biti sprovedeni „stres-testovi” kojima će se ispitati da li neke od banaka koje posluju u Srbiji mogu postati potkapitalizovane u izrazito nepovoljnom razvoju ekonomske krize (tj. da im regulatorni kapital padne ispod zakonskog minimuma) Iskazana je i spremnost da se u tom slučaju izvrši neophodna dokapitalizacija. Narodna banka je saopštila da se do kraja roka koji je ostavljen bankama za izjašnjavanje čak 31 od ukupno 34 banke koje posluju u Srbiji izjasnila potvrdno o ovom predlogu, što znači da se i najveći broj ostalih banaka pored pomenutih 10 najvećih pridružio inicijativi.

Narodna banka Srbije je zauzvrat donela niz olakšavajućih mera za banke koje su odlučile da pristupe ovom planu („šargarepa”) koje će im popraviti likvidnost i oprezno ublažiti kriterijume za obračun adekvatnosti kapitala i izdvajanja za rizične plasmane. Među najbitnijim olakšavajućim merama su devizne svop (engl. *swap*) transakcije između banaka i NBS, koje značajno umanjuju potrebu banaka da obavljaju kupoprodaju deviznih sredstava na međubankarskom deviznom tržištu radi izmirenja obaveza i regulatornih zahteva NBS-a. Na taj način će doći do smanjenja deviznog prometa između banaka po tom osnovu što sa druge strane može imati za efekat ublažavanje dnevnih oscilacija kursa dinara prema evru. Ova mera je već primenjivana u drugim zemljama čije su valute beležile velike dnevne oscilacije usled nedostatka deviza (prvenstveno u državama jugoistočne Azije ali i između centralnih banaka najrazvijenijih država). Devizne svop transakcije omogućiće bankama da, ukoliko imaju kratkoročnu potrebu za devizama i višak dinarskih sredstava, privremeno prodaju Narodnoj banci te dinare

u zamenu za devize s obavezom da sprovedu suprotnu transakciju nakon dogovorenog roka i međusobnog namirenja po osnovu kamata za obe valute.

Osim toga, NBS će bankama odobravati i kratkoročne dinarske kredite za likvidnost *po osnovu zaloge* (na hartije od vrednosti NBS i Republike Srbije, dugoročnih dinarskih i deviznih hartija Republike Srbije, slobodnih deviznih sredstava na posebnom računu kod NBS i po osnovu portfolia osiguranih hipotekarnih kredita). U segmentu *obavezne rezerve na devizne depozite*, bankama je omogućeno da u dinarima izdvajaju 35% umesto dosadašnjih 40% obračunate obavezne rezerve na devizne depozite. Ova mogućnost uticala je na delimično povlačenje deviza sa tržišta, ali je s druge strane poboljšala dinarsku likvidnost banaka, što se i vidi tokom maja po BEONIA kamatnoj stopi koja je prvi put posle duže vremena niža od repo stope (kamatna stopa na prekonocne međubankarske pozajmice). Realni dobitak za banke od ove mere će biti u poboljšanju profitabilnosti, pošto se na dinarskim plasmanima može zaraditi značajno više nego na plasmanima u evrima (što podrazumeva i relativno stabilan kurs), a ovo poboljšanje likvidnosti banaka će im dati prostora za povećanje dinarskih plasmana (u repo plasmane, trezorske zapise Ministarstva finansija i kredite drugim bankama, privredi i građanima). Što se tiče tzv. *otvorene devizne pozicije banaka* postoji najava da će ponovo moći da budu „kratke” ili „duge” u devizama (da imaju manju, odnosno veću deviznu aktivu od devizne pasive) i to do 20% u odnosu na kapital (krajem prethodne godine je bilo dozvoljeno 10%). Ova mera imaćeti dva pozitivna efekta. Banke će moći da plasiraju veći iznos kredita sa valutnom klauzulom i da tako iskoriste postojeću visoku dinarsku likvidnost. Na taj način, moglo bi delimično da se „oporavi” i tržište nesubvencionisanih kredita privredi i stanovništvu. Sa druge strane, biće to organizaciono olakšanje, budući da je prethodni nivo od 10% iziskivao od banaka stalnu kontrolu dnevnih promena otvorene devizne pozicije koja je vrlo dinamična i u većini banaka se značajano menja u toku svakog dana, i pri svim značajnijim deviznim transakcijama. Manji problem u vezi s ovom merom je moguće smanjenje raspoloživih deviza na deviznom tržištu koje bi banke mogle da kupe i drže na svojim računima radi zaštite od valutnog rizika. Ovde je reč o potencijalnom maksimalnom iznosu deviza koje se mogu povući sa deviznog tržišta od oko 400 miliona evra. Ipak, ovaj efekat neće imati snažnije posledice zbog povećanih kapaciteta NBS-a da održi likvidnost na međubankarskom deviznom tržištu nakon zaključenja *stand-by* aranžmana sa MMF-om i priliva od tri milijarde evra u devizne rezerve. Osim toga, uvođenje deviznih svop transakcija između centralne banke i komercijalnih banaka, ali i nemogućnosti

banaka da otplate devizne obaveze prema inostranstvu – imaće pozitivan efekat na tekuću ravnotežu deviznog kursa.

Narodna banka Srbije je takođe izašla u susret bankama koje su pristupile programu reprograma obaveza prema inostranstvu ublaživši kriterijume za obračun tzv. adekvatnosti kapitala, time što je dozvolila da subordinirane obaveze (obaveze po kreditima sa rokom dospeća dužim od pet godina, i koji se isplaćuju nakon izmirenja svih drugih dugova i obaveza a pre akcija) nose do 75% učešća prema osnovnom kapitalu umesto dosadašnjih 50%. Centrale inostranih banaka preuzele su sa svoje strane obavezu da sprovedu dokapitalizaciju svojih afilijacija u Srbiji ukoliko „stres-testovi” NBS pokažu da te afilijacije ne ispunjavaju zakonske zahteve u vezi sa tako obračunatom adekvatnosti kapitala. Ova mera je kompromis između Narodne banke, koja je pokušala da iznudi od banaka još jednu rundu dokapitalizacije (i priliva stranih direktnih investicija) po ranijem receptu i komercijalnih inostranih banaka – koje u uslovima bitno ugrožene solventnosti nisu spremne da više ulažu kapital u svoje srpske afilijacije. U svakom slučaju, po tom osnovu ne treba očekivati nikakve bitnije devizne prilive jer banke u Srbiji već sada imaju veoma visok nivo kapitala i tzv. racio adekvatnosti kapitala (odnos kapitala prema rizičnoj aktivi), tako da kad bi se čak i dodatno pogoršalo stanje u privredi, i po tom osnovu morale da se izdvajaju nove rezervacije za nenaplativne kredite (koje za direktnu posledicu imaju smanjenje kapitala i racia adekvatnosti kapitala) – najverovatnije ne bi bilo potrebe za novim dokapitalizacijama. I konačno, ublaženi su i kriterijumi za obračun rezervacija i procenu naplativosti potraživanja, putem eksplicitne dozvole da se reprogram kredita ne posmatra kao pogoršanje finansijskog stanja korisnika kredita, pod uslovom da taj reprogram podrazumeva značajno produženje ročnosti kredita i konverziju iz indeksiranih u „čiste” dinarske kredite. Ova poslednja mera, čija je namera smanjivanje stepena evrizacije kredita, neće imati značajnije efekte, sve dok

je razlika između kamatnih stopa na dinarske kredite *sa i bez* valutne klauzule (kamatni diferencijal) veoma visoka – kakva je sada (procena oko 10 p.p.). Za uspeh takve mere je potrebno značajnije smanjiti repo stopu, čime će se i kamatni diferencijal smanjiti i pospešiti pomenutu konverziju kredita sa valutnom klauzulom u „čiste” dinarske kredite.

Procenjujemo da je sada povoljan trenutak da NBS smanji repo stopu. Naime, očekuje se dodatno popuštanje inflatornih pritisaka, koji ionako u 2009. nisu bili plod rastuće tražnje, već ispravljanje dispariteta administrativno kontrolisanih cena. Kako tekuća recesija utiče na brzu dezinflaciju, smanjivanje repo stope neće bitnije ugroziti ispunjavanje cilja u pogledu inflacije, ali može imati veoma dobar efekat po smanjivanje evrizacije i stimulisanje privredne aktivnosti. U tom kontekstu Vlada Srbije je donela mere za subvencionisanje dinarskih kredita bez valutne klauzule sa 3,5 p.p. u odnosu na repo stopu (čime se nominalna kamatna stopa za kredite za likvidnost spušta na podnošljivih 10,5%, dok je repo stopa 14%), što može da dovede do izvesnog napretka i smanjenja stepena evrizacije kredita. Ipak, prava mera bi bilo smanjivanje repo stope NBS i uspostavljanje normalnih kreditnih tokova po obostrano prihvatljivim uslovima, između banaka i privrede bez intervencija države. Ovu tezu podupire i činjenica da je sada (sredina maja) značajno povećana dinarska likvidnost bankarskog sektora, tako da banke drže, u proseku, od pet do deset milijardi dinara više na svojim beskamatnim žiro računima nego što su u obavezi (prema obračunu obavezne rezerve). Osim toga, iznos repo plasmana je blizu 100 milijardi dinara, a plasmana u trezorske zapise Ministarstva finansija oko 45 milijardi dinara. Sumirajući sve ove viškove likvidnosti, procenjujemo da bi banke mogle da plasiraju dobar deo od ovih 150 milijardi u formi „čistih” dinarskih kredita preduzećima i građanima a da pri tome ne ugroze svoju likvidnost. To bi moglo imati veoma povoljan efekat na već pomenutu evrizaciju, ali je potrebno pre toga smanjiti repo stopu.

Osvrt 6. Statistika rada u tranziciji

Zaključci sa okruglih stolova FREN-a¹

Zaključci i preporuke Prvog okruglog stola pod nazivom „Podaci o statusu na tržištu rada: postojeći izvori podataka, njihov značaj i pouzdanost”, održanog 29. decembra 2008. godine:

¹ FREN je u saradnji sa Republičkim zavodom za statistiku i Timom potpredsednika Vlade Republike Srbije za implementaciju Strategije za smanjenje siromaštva, od decembra 2008. do februara 2009. sproveo projekat Statistika rada u tranziciji, u okviru kojeg su održana dva stručna okrugla stola, čije zaključke ovde prenosimo.

1. Anketa o radnoj snazi (ARS) je osnovni i najvažniji zvanični izvor informacija o radnom statusu stanovništva. Jedino ARS pruža zvanične, međunarodno uporedive podatke o aktivnosti, zaposlenosti i nezaposlenosti stanovništva radnog uz-rasta i posebno o relativnim izrazima ovih indikatora.

Premda je ovaj zaključak dobro poznat samim učesnicima, potrebno je učiniti ozbiljan dodatni napor u isticanju značaja ARS i njenih rezultata među predstavnicima medija, kreatorima ekonomske politike, ali i među ekonomistima koji nisu specijalisti za tržište

rada i drugim stručnjacima i javnim delatnicima, kako bi se izbegla paralelna upotreba i mešanje podataka o radnom statusu iz drugih, pre svega administrativnih izvora. Paralelna ili pretežna upotreba administrativnih podataka može ponekad da bude korisna u detaljnim stručnim analizama, ili u istraživanjima zaposlenosti u formalnom sektoru i administrativno registrovane nezaposlenosti, ali je treba izbegavati u javnom diskursu, posebno pri predstavljanju stanja na tržištu rada uz pomoć sumarnih indikatora, jer unosi konfuziju i derogira rezultate ARS. U skladu sa ovim, **Republički zavod za statistiku (RZS) bi trebalo da prestane da izračunava i objavljuje administrativnu stopu nezaposlenosti za Srbiju.**

2. Međunarodna uporedivost ARS je na veoma visokom nivou. Ipak, ima prostora za dodatna unapređenja.

Metodološkim promenama 2004. i 2008. godine, pre svega u upitniku, ARS je dostigla veoma visok nivo usaglašenosti sa standardima i preporukama Međunarodne organizacije rada (MOR) i Eurostata. Ipak, tokom diskusije korisnici su istakli da postoji nekoliko manjih odstupanja u odnosu na standarde i preovlađujuću svetsku praksu u pogledu populacije koja se obuhvata, jedinica posmatranja, kao i koncepta i definicija. U pogledu jedinica posmatranja, treba istaći da je reč o licima u okviru domaćinstava, a ne o domaćinstvima, te je u skladu s tim potrebno precizirati proceduru anketiranja, kako bi se lično intervjuisali svi članovi domaćinstva stariji od 15 godina, kad god je to izvodljivo. U pogledu koncepta i definicija, manjom adaptacijom upitnika bilo bi moguće temeljnije i preciznije definisati podzaposlenost i stvarne i uobičajene časove rada.

3. Metodološka unapređenja ARS u 2004. i 2008, međutim, predstavljaju izazov za praćenje informacija o radnom statusu odraslog stanovništva kroz vreme.

Metodološkim izmenama u 2008. uneta su dodatna pitanja koja celovitije obuhvataju razne oblike atipičnog radnog angažovanja odraslog stanovništva. Hipotetičkim izostavljanjem tih pitanja, dobija se alternativni rezultat koji je metodološki uporediv sa rezultatima prethodne ankete. Tako se grubo može zaključiti da je od četiri procentna poena pada u stopi nezaposlenosti između oktobra 2007. i oktobra 2008. (sa 18,8% na 14,7%), otprilike tri četvrtine posledica unošenja dodatnih pitanja u anketu, a preostala jedna četvrtina rezultat pozitivnog trenda.

Veći izazov, međutim, predstavljaju izmene načinjene 2004. godine, kada je ukinuto pitanje koje je razvrstavalo pripadnike radne snage u četvrtu kategoriju, nepostojeću

u standardima MOR-a, tzv. povremeno aktivne. Potrebna je dalja saradnja istraživača i statističara da bi se utvrdilo da li je moguće pronaći algoritam kojim bi podaci iz ARS pre i posle oktobra 2004. postali uporedivi.

4. Prezentacija podataka iz ARS treba da se delimično izmeni i proširi novim sadržajima.

Format saopštenja o rezultatima ARS koje je dostupno na Internetu trebalo bi izmeniti tako da se osnovni apsolutni i relativni indikatori koji se predstavljaju javnosti zasnivaju na podacima o stanovništvu radnog uzrasta (starosti od 15 do 64 godine), a ne o odraslom stanovništvu (starosti od 15 i više godina). Novi sadržaji koje bi trebalo obuhvatiti saopštenjima uključuju, najmanje: podzaposlenost, stvarne i uobičajene časove rada, obehrabrene nezaposlene i širi koncept nezaposlenosti.

Takođe, potrebno je intenzivirati saradnju između „proizvođača” i „korisnika”, kako bi se detaljni godišnji bilten ARS dodatno obogatio podacima i indikatorima, uključujući i ocene neformalne ekonomije, tipova nezaposlenosti, zarada i drugih složenijih kategorija koje predstavljaju iskorak od tabuliranja prema analitičkom predstavljanju.

5. ARS treba da se sprovedi najmanje dva puta godišnje, a optimalno tromesečno.

Tokom 2009. veoma je važno očuvati novouspostavljenu polugodišnju dinamiku sprovođenja ARS, koju bi u 2010. ili najkasnije 2011. trebalo pretvoriti u kvartalnu, u skladu sa evropskim standardima. Kvartalna učestalost bi omogućila precizniju identifikaciju sezonskih uticaja i pomogla u istiskivanju korišćenja administrativnih izvora podataka o radnoj snazi u javnom diskursu.

6. Anketa RAD predstavlja dobar izvor podataka o formalnoj zaposlenosti, ali se nipošto ne može koristiti kao zamena za ARS, čak ni u analizi zaposlenosti.

Anketa RAD obuhvata formalni sektor – preduzeća, ustanove i organizacije, kao i preduzetnike i samozaposlene koji legalno posluju. Reč je o anketi koja prati poslovne subjekte, a ne direktno zaposlena lica i domaćinstva. Ona nije potpuno obuhvatna ni kad je reč o formalnom sektoru, jer izostavlja, najmanje, vojsku i policiju. S druge strane, ona verovatno precenjuje samozaposlenost i zaposlenost kod preduzetnika, jer kao kriterijum uzima formalnu prijavu uplate doprinosa za zdravstveno osiguranje, koja može biti i sama sebi svrha. Ipak, pošto se podaci o zaposlenosti u sektoru preduzeća prate mesečno i praktično su cenzusnog obuhvata za kategorije velikih i srednjih firmi, kontrolisana i oprezna upotreba ankete RAD u analitičke i istraživačke svrhe, može biti korisna. Ipak, preporučuje se da se njena

ograničenja uvek jasno istaknu.

7. Potrebno je dodatno unaprediti brzinu objavljivanja rezultata ARS.

Republički zavod za statistiku je već unapredio brzinu procesiranja ARS na manje od tri meseca od kompletiranja terenskog rada do objavljivanja saopštenja sa rezultatima. Međutim, sasvim je izvodljivo da ovaj period bude skraćen na tri do četiri nedelje.

8. Potrebno je obezbediti veću dostupnost detaljnih podataka (uključujući individualne) u istraživačke svrhe.

Broj analitičkih studija zasnovanih na detaljnim individualnim podacima iz ARS, RAD-a i administrativnih registara NSZ i dalje je veoma mali. Kako bi se podstakla istraživanja u oblasti tržišta rada, preporučuje se da organizacije u čijoj su nadležnosti ovi podaci omoguće lakši pristup podacima za istraživačke organizacije, uz nužna ograničenja koja se odnose na zaštitu privatnih informacija.

Zaključci i preporuke Drugog okruglog stola pod nazivom „Neformalna zaposlenost: Potencijalni izvori podataka i istraživačka praksa”, održanog 10. februara 2009. godine:

1. Neformalna zaposlenost se statistički može obuhvatiti na dva osnovna načina – praćenjem neformalnih preduzeća i porodičnih biznisa – drugim rečima, praćenjem zaposlenosti u neformalnom sektoru - i praćenjem neformalnih poslova, bez obzira da li se odvijaju u neformalnom ili formalnom sektoru. Premda oba koncepta imaju svoje prednosti, smatramo da je pristup koji polazi od obuhvata neformalnih poslova precizniji i da daje bolje rezultate u našim uslovima.

Iako su ova dva koncepta naizgled veoma slična, postoje i bitne razlike među njima. Drugi pristup, koji polazi od pojedinaca koji obavljaju neformalne poslove, u stanju je da napravi precizniju razliku kada je reč o nekim u srpskim uslovima relativno čestim graničnim slučajevima. Na primer, pojedinci mogu da budu neformalno zaposleni (neprijavljeni) i u preduzećima koja pripadaju formalnom sektoru. Takođe, oni mogu da deo radnog vremena provode radeći na poslovima u formalnom sektoru, a deo u neformalnom. Praksa ‘duplih platnih spiskova’ kao svojevrsan oblik neformalnosti u formalnim preduzećima takođe se može identifikovati kroz analizu radnog angažovanja pojedinaca i njihovih poslova, a teže ju je obuhvatiti kroz analizu preduzeća. Na osnovu rezultata Ankete o radnoj snazi, do sada je jednom bila ocenjena **zaposlenost u neformalnom sektoru** na osnovu kriterijuma razvrstavanja preduzeća po veličini (Svetska banka, 2006), i jednom **neformalna zaposlenost**, na osnovu analize poslova po novijoj

metodologiji Svetske konferencije statističara rada iz 2003. godine (Republički zavod za statistiku, 2008). Ova potonja analiza je postala moguća tek uvođenjem novih pitanja za razvrstavanje formalnih i neformalnih poslova u Anketu o radnoj snazi RZS, počev od aprila 2008. godine.

2. Postoje dodatne mogućnosti za precizniji obuhvat obima neformalne zaposlenosti kroz sagledavanje časova rada pojedinaca na formalnim i neformalnim radnim mestima, odnosno poslovima.

Smatramo da metodologija zasnovana na karakteristikama poslova (registracija preduzeća, postojanje ugovora o radu, socijalnog osiguranja, plaćanje poreza) koju je primenio RZS sledeći preporuke MOR-a i Međunarodne konferencije statističara rada pruža realističniju sliku neformalne zaposlenosti. Ipak, ona bi se mogla dodatno rafinirati, jer za sada ona svakog pojedinca razvrstava ili u formalnu ili u neformalnu zaposlenost, čime se propušta mogućnost da se formalna i neformalna zaposlenost (i njihovo srazmerno učešće u ukupnoj zaposlenosti) iskažu i u izrazima radnih časova.

3. Neformalna zaposlenost u Srbiji u oktobru 2008. godine ocenjena je na 646.000 zaposlenih, ili 23% od ukupnog broja zaposlenih. Očekivano, neformalna zaposlenost je najraširenija među pomažućim članovima u porodičnom poslu (100%, po definiciji), u poljoprivredi, i među samozaposlenima izvan poljoprivrede.

Ovaj sumarni procenat neformalne zaposlenosti od 23% je značajno niži od dosadašnjih procena zaposlenosti u neformalnom sektoru iz ARS (37% 2006. godine) i iz Anketa o životnom standardu 2002. i 2007. (33% i 35%, respektivno). Nažalost, iz napred navedenih razloga, ovi rezultati nisu direktno uporedivi, te stoga nisu ni međusobno kontradiktorni, niti zahtevaju posebnu interpretaciju, osim ukazivanja na suštinske metodološke razlike među njima.

4. Kao zanimljiv i izazovan sporedni efekat ocene formalne nepoljoprivredne zaposlenosti na osnovu ARS (izračunate oduzimanjem broja neformalno zaposlenih od ukupnog broja zaposlenih, izvan poljoprivrede) pojavljuje se potreba za objašnjenjem značajne razlike od oko 100.000 manje formalno zaposlenih izvan poljoprivrede prema ARS u odnosu na ocenjenu formalnu nepoljoprivrednu zaposlenost prema anketi RAD. Da bi se ova razlika objasnila, neophodno je svestrano se upoznati sa osobinama i metodologijom ankete RAD, što će biti tema sledećeg okruglog stola.

Prema ARS iz oktobra 2008, ocenjena nepoljoprivredna zaposlenost je 1,973.000, a prema RAD iz septembra

2008, ona je 1,993.000. RAD, međutim, ne obuhvata zaposlenost u vojsci i policiji, koja se procenjuje na najmanje dodatnih 80.000 lica, što širi razliku ocenjenog nivoa nepoljoprivredne zaposlenosti između dve ankete na oko 100.000. Tokom debate je razmatrano nekoliko potencijalnih objašnjenja za ovu razliku (mogućnost višestrukog računanja radnih mesta prema RAD-u, što je isključeno u ARS; prikazivanje većeg broja zaposlenih u javnom sektoru u anketi RAD u odnosu na stvarni broj; potencijalno potcenjivanje veličine stanovništva u radnom dobu na osnovu uzorka ARS), ali je zaključeno da je neophodno da se učesnici detaljnije upoznaju sa metodologijom ankete RAD, kako bi se pozdanije identifikovali uzroci ovog značajnog numeričkog nepodudaranja.

5. Istraživački izazovi u domenu praćenja kretanja i strukture neformalne zaposlenosti obuhvataju, najmanje, sledeće: pitanja „intenziteta” neformalne zaposlenosti, kvaliteta neformalne zaposlenosti, fonda neformalnih plata izraženog kao procenat ukupnog platnog fonda.

Pod „intenzitetom” neformalne zaposlenosti podrazumevamo okolnost da ocenjenih 23% od ukupnog broja zaposlenih može da ima u proseku značajno veći ili manji broj časova rada u odnosu na formalno zaposlene. Stoga je relevantno prikazati i koliki je udeo neformalnih časova rada u ukupnom broju časova rada.

Kad je reč o kvalitetu neformalne zaposlenosti, pod njom se podrazumevaju njene strukturne karakteristike, a pre svega obrazovna, kvalifikaciona, sektorska i geografska struktura. Praćenjem strukturnih promena kroz vreme može se doći do važnih saznanja o evoluciji karakteristika neformalne zaposlenosti, pri čemu je pretpostavljeni smer u odnosu na stanje s kraja devedesetih i početka dvehiljaditih prema „taloženju” neformalno zaposlenih među manje obrazovanim, niže kvalifikovanim grupama zaposlenih, u slabije plaćenim sektorima i u nerazvijenijim regionima.

Ocena fonda neformalnih zarada kao procenta ukupnog platnog fonda, na osnovu ARS bila bi značajan doprinos oceni učešća neformalne ekonomije u BDP, jer bi ocenjeni „neformalni platni fond” mogao da posluži kao jedan od ključnih proksija za ocenu veličine neformalne ekonomije. Ovde postoje značajni problemi koji bi iziskivali dodatni istraživački rad i kreativan pristup, a koji uključuju najmanje sledeće okolnosti. Prvo, ustaljeno je mišljenje da ispitanici više prikrivaju dohodak iz neprijavljenih nego iz legalnih poslova, a među neprijavljenim po pravilu potpuno izostavljaju zarade stečene protivzakonitim aktivnostima. Drugo, kao što je već spomenuto, ovakvo istraživanje bi moralo da razgraniči zarade istih osoba ukoliko su držaoci višestrukih poslova različitog statusa formalnosti, a posebno da pruži i razgraničenje dvostrukih platnih spiskova u formalnim privatnim preduzećima.

POD LUPOM

Javne nabavke u Srbiji – dometi reformi

Dr Predrag Jovanović*

Učešće javnih nabavki u bruto domaćem proizvodu razvijenih evropskih zemalja, prema procenama OECD-a, kreće se oko 15%. U Srbiji je prvi zakon o javnim nabavkama stupio na snagu 13. jula 2002. godine, čime je, na savremen način, uređena oblast javnih nabavki čija se godišnja vrednost u Srbiji procenjuje na četiri milijarde evra. Novi Zakon o javnim nabavkama, koji je stupio na snagu 6. januara 2009. godine, uređuje postupke javnih nabavki i rad regulatornih institucija na način koji je, u velikoj meri, usklađen, bez i sa evropskim standardima i „dobrom praksom”. Krucijalno odstupanje kako u odnosu na evropske standarde, tako i na realne potrebe, ogleda se u resursima (kapacitetima) koje je država stavila na raspolaganje regulatornim telima za obavljanje njihovih zakonom propisanih poslova, čime su stvorena ozbiljna ograničenja u domenu sprovođenja zakona. Pored nedovoljnih kapaciteta nekih institucija, drugi veliki problem je pasivnost važnih kontrolnih institucija, kao što su Državna revizorska institucija i pravosudni organi, kada je u pitanju provera i procesuiranje zloupotreba u oblasti javnih nabavki. Ključne slabosti sistema javnih nabavki u Srbiji ne nalaze se u regulatornoj sferi, već u oblasti kapaciteta i primene propisa.

1. Uvod

Javnim nabavkama se, u razvijenim zemljama, pridaje izuzetno veliki značaj. Učešće javnih nabavki u bruto domaćem proizvodu razvijenih evropskih zemalja, prema procenama OECD-a¹, kreće se oko 15%. To jasno ukazuje na značaj koji javne nabavke imaju za privredni i socijalni razvoj razvijenih država..

U manje razvijenim zemljama učešće javnih nabavki u bruto domaćem proizvodu je veće i dostiže 30%. Stoga su zemlje u tranziciji počele da uređuju javne nabavke sredinom devedesetih godina prošlog veka, tako što su donosile posebne zakone o javnim nabavkama: Slovačka 1993. godine, Češka 1995, Slovenija 1997. itd.

U Srbiji je Zakon o javnim nabavkama stupio na snagu 13. jula 2002. godine i to je ujedno bio prvi sistemski, antikorupcijski zakon, usvojen posle promena 2000. godine. Na taj način je, na savremen način, uređena oblast javnih nabavki čija se godišnja vrednost, u Srbiji, procenjuje na četiri milijarde evra.

Polazeći od velikog značaja koji javne nabavke imaju za razvoj privrede, funkcionisanje svih državnih institucija i kvalitet i obim usluga koje država pruža građanima, cilj ove analize je da ukaže na domete izgradnje sistema javnih nabavki do sada, ključne slabosti i načine kako da se one prevaziđu u predstojećem periodu.

U analizi će, najpre, biti ocenjen regulatorni (zakonski) okvir, pre svega sa aspekta njegove usaglašenosti sa evropskim direktivama i „dobrom praksom” razvijenom u zemljama EU. U nastavku će biti razmotren institucionalni okvir čiji je zadatak da omogući primenu zakonskih rešenja u praksi. Takođe će biti sagledani realni efekti primene Zakona, tokom proteklih godina, uz ukazivanje na oblasti u kojima se, u predstojećem periodu, mogu ostvariti najveće uštede. U zaključku, biće sumirane praktične mere koje je potrebno preduzeti kako bi se sistem javnih nabavki učinio efikasnijim i ekonomičnijim.

* Direktor Uprave za javne nabavke.

1 "Integrity in public procurement – good practice from A to Z", OECD, Paris, 2007.

2. Javne nabavke – regulativa

U Srbiji, javne nabavke čine 15% bruto domaćeg proizvoda, iz čega jasno proizlazi zašto je važno da se ova oblast zakonski uredi.

Prvi i osnovni zakon koji uređuje postupke javnih nabavki jeste Zakon o javnim nabavkama koji je stupio na snagu 13. jula 2002. godine. Drugi važan zakon koji uređuje kontrolu regularnosti, ali i opravdanosti (svrsishodnosti) javnih nabavki jeste Zakon o Državnoj revizorskoj instituciji. Pored toga, internu proveru regularnosti u javnim nabavkama uređuje Zakon o budžetskom sistemu. Konačno, istragu i sankcionisanje većih zloupotreba u oblasti javnih nabavki uređuje Krivični zakonik i Zakon o krivičnom postupku.

Zakon o javnim nabavkama i Zakon o Državnoj revizorskoj instituciji pisani su po ugledu na slovenačke zakone koji regulišu ove oblasti. Pored toga, komparativna analiza² sistema javnih nabavki u zemljama EU, pokazuje da procedure i institucije predviđene domaćim Zakonom o javnim nabavkama imaju vrlo visok stepen podudarnosti sa onima koje već postoje u EU.

S druge strane, Krivični zakonik nema posebnu normu koja bi sankcionisala kršenje postupka javnih nabavki, već se takvo delo podvodi pod „zloupotrebu službenog položaja”. Ovaj nedostatak svakako je predstavljao značajno ograničenje za efikasno sankcionisanje kršenja Zakona o javnim nabavkama.

Može se zaključiti da je Zakon o javnim nabavkama, kojim su uređeni postupci javnih nabavki i rad regulatornih institucija, u velikoj meri usklađeni sa evropskim standardima i „dobrom praksom”. Isto se može reći i za Zakon o Državnoj revizorskoj instituciji.

Međutim, Krivični zakonik je, kada se ocenjuje sa aspekta javnih nabavki, zbog odsustva norme na osnovu koje bi se, na adekvatan način, sankcionisalo nezakonito ponašanje u oblasti javnih nabavki, manjkav.

U narednom poglavlju ćemo pokušati da damo ocenu adekvatnosti institucionalnih kapaciteta u odnosu na zakonske nadležnosti. Drugim rečima, pokušaćemo da ocenimo u kojoj meri regulatorne institucije u oblasti javnih nabavki raspolazu kapacitetima da efikasno sprovedu zadatke koji su im propisani Zakonom.

3. Institucionalni okvir

U Srbiji postoji 12.000 direktnih i indirektnih budžetskih korisnika koji godišnje, u proseku, zaključe oko 150.000 ugovora o javnim nabavkama. Sistem karakteriše visok stepen decentralizacije u kome svaki naručilac ima pravo da sprovede nabavku za sebe, ali je istovremeno i odgovoran za regularnost postupka.

Pored naručilaca, sistem se oslanja na tri regulatorna stuba koja čine:

- 1) Ministarstvo finansija kao resorno ministarstvo koje predlaže zakon i podzakonske akte i daje tumačenja i mišljenja vezana za zakonske odredbe, zatim Republička komisija za zaštitu prava u postupcima javnih nabavki koja deluje kao drugostepeni organ zaštite prava u postupcima javnih nabavki i koja donosi konačne odluke po žalbama ponuđača u smislu da poništava postupke (delimično ili u celini) ili odbacuje žalbu ponuđača kao neosnovanu i Uprava za javne nabavke koja vrši praćenje postupaka javnih nabavki, a posebno onih koji se sprovedu u pregovaračkom postupku po osnovu, navodno, vanrednih okolnosti.
- 2) Sistem revizije koju čine jedinice interne revizije kod svakog naručioca, i eksterna revizija koju predstavlja Državna revizorska institucija čiji je zadatak ne samo da proverava regularnost postupaka već i opravdanost javnih nabavki, tj. njihovu svrsishodnost.
- 3) Pravosudni sistem, koji čine tužilaštva koja rukovode istragom i pokreću postupke protiv onih koji krše Zakon, i sudova koji izriču sankcije za kršenje Zakona.

Pri ocenjivanju izgrađenosti institucija javnih nabavki u celini, neophodno je sagledati koliko je svaka od njih pojedinačno izgrađena i funkcionalna, kao i u kojoj meri deluju na međusobno koordiniran način.

Republička komisija za zaštitu prava u postupcima javnih nabavki još uvek nije samostalna, već funkcioniše kao organ pri Upravi za javne nabavke, iako je novim Zakonom o javnim nabavkama koji je stupio na snagu 6. januara 2009. godine predviđeno da Komisija bude samostalno telo čije će članove birati Narodna skupština. Samostalnost

² „Structure and capacities of central procurement bodies in the EU countries”, SIGMA paper no. 40, Paris, 2007.

Javne nabavke u Srbiji – dometi reformi

Komisije i njena nezavisnost od izvršne vlasti je neophodna jer je Komisija drugostepeni organ koji donosi konačne odluke o žalbama na regularnost postupka javne nabavke. Pošto se u žalbenom postupku osporava odluka naručioca, proizlazi da je, praktično kod svakog postupka zaštite prava, organ izvršne vlasti jedna od strana u postupku. Stoga, ako bi telo koje donosi konačnu odluku u ovakvim sporovima (Komisija) takođe bio deo izvršne vlasti, to bi moglo da dovede u pitanje njegovu objektivnost i nepristrasnost u odlučivanju.

Pored statusa, Komisija mora imati i dovoljan broj saradnika i adekvatan budžet kako bi mogla da obavlja izuzetno odgovoran posao koji joj je poveren, uz poštovanje kratkog roka predviđenog za odlučivanje koji iznosi 15 dana.

Uprava za javne nabavke u Srbiji ima višestruko manji broj zaposlenih od srodnih institucija u bivšim zemljama u tranziciji koje su 2004 i 2007. godine postale članice EU. Ovome treba dodati da je i budžet Uprave znatno manji u poređenju sa institucijama koje obavljaju iste vrste poslova u zemljama u tranziciji (uporedni podaci za 2008. godinu prikazani su u Tabeli 1).

Tabela 1. Uporedni podaci broja zaposlenih i budžeta agencija za javne nabavke, po zemljama u 2008. godini

Zemlja	Budžet (u evrima)	Broj zaposlenih	Naziv institucije	Broj stanovnika države (u milionima)*
Albanija	540.000	36	Agencija za javne nabavke	3,2
Rumunija	2.500.000	96	Agencija za javne nabavke	21,6
Mađarska	5.700.000	82	Savet za javne nabavke	10,1
Slovačka	1.475.000	110	Agencija za javne nabavke	5,4
Srbija	294.600	19	Uprava za javne nabavke	7,4
Litvanija	1.330.000	73	Agencija za javne nabavke	3,4

Izvor: Uprava za javne nabavke.

*Broj stanovnika je uključen kao posredan pokazatelj veličine tržišta javnih nabavki u datoj državi.

U pogledu jedinica interne revizije, planom za 2007. godinu, bilo je predviđeno da se one formiraju, na savremenim osnovama, kod 18 većih naručilaca i tri velika fonda: Fond zdravstvene zaštite, Fond PIO i Nacionalna služba za zapošljavanje. Do danas su ovakve jedinice uspostavljene kod svega šest naručilaca (a ima ih ukupno 12.000).

U pogledu eksterne revizije situacija je takođe praktično na početku – Savet Državne revizorske institucije je izabran, ali ona još uvek nije pripremila ni jedan revizorski izveštaj.

Pravosuđe, takođe, nije bilo u mogućnosti da na adekvatan način obavlja funkciju u sankcionisanju zloupotreba u javnim nabavkama. Prema podacima o pravnim i odgovornim licima koji su pravosnažno kažnjeni za prekršaje po osnovu kršenja Zakona o javnim nabavkama u 2006. godini, koje je objavila „Transparentnost Srbija”, proizlazi da je, u toj godini, iz čitave Srbije samo 27 naručilaca prekršajno kažnjeno i to 17 njih (ili 2/3 ukupnog broja) najblažom kaznom – opomenom ili novčanom kaznom do 10.000 dinara, iako su zakonom zaprećene kazne do 200.000 dinara. U odnosu na vrednosti nabavki koje se kreću i do nekoliko miliona, pa i desetina miliona dinara, ovako blage kazne deluju zaista neprimereno³.

Od 28 sankcionisanih odgovornih lica, u 2006. godini, 13 je kažnjeno opomenom ili kaznom do 5.000 dinara. Osim prekršajnih kazni, nema podataka da je iko pravosnažno osuđen za zloupotrebe u postupcima javnih nabavki po osnovu zloupotrebe službenog položaja ili nekoj drugoj kvalifikaciji iz Krivičnog zakonika od 2002. godine, kada su procedure javnih nabavki uređene Zakonom.

Može se zaključiti da su u Srbiji poslovi (zadaci) regulatornih institucija (Komisije i Uprave) definisani u skladu sa evropskim standardima⁴. Krucijalno odstupanje kako u odnosu na evropske standarde, tako i na realne potrebe, ogleda se u resursima (kapacitetima) koje je država stavila na raspolaganje regulatornim telima za obavljanje njihovih zakonom propisanih poslova. Time je sprovođenje Zakona ozbiljno ograničeno.

Pored nedovoljnih kapaciteta nekih institucija, drugi veliki problem je pasivnost važnih kontrolnih institucija, kao

³ Recimo, u jednom slučaju, gde je Uprava za javne nabavke podnela prekršajnu prijavu za kršenje Zakona u višemilionskom postupku, sudija za prekršaje je izrekao pravnom licu opomenu uz obrazloženje „da bi novčano kažnjavanje predstavljalo izdatak za budžet”.

⁴ Sigma, 2007.

što su Državna revizorska institucija i pravosudni organi kada je u pitanju provera i procesuiranje zloupotreba u oblasti javnih nabavki.

Sledeći korak jeste da se sagledaju posledice neadekvatnog institucionalnog okvira, u realnoj sferi, u periodu 2002–2008. godina.

4. Rezultati ostvareni u oblasti javnih nabavki (2002–2008)

Godišnja vrednost javnih nabavki u Srbiji koja je prijavljena u izveštajima koje su naručioci dužni da dostavljaju Upravi za javne nabavke svake godine, kreće se oko dve milijarde evra ili oko 8% bruto domaćeg proizvoda (Tabela 2).

Tabela 2. Vrednost javnih nabavki (u milijardama evra) i njihovo učešće u bruto domaćem proizvodu (u %)

Godina	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Javne nabavke	1,5	1,5	1,5	2	2,5	2,9
Učešće	8,4	7,6	7,1	7,9	7,84	8,6

Izvor: Uprava za javne nabavke.

Međutim, imajući u vidu da je svega dve hiljade naručilaca, od ukupno dvanaest hiljada naručilaca, koliko ih ima u Srbiji, izvršilo svoju zakonsku obavezu i dostavilo godišnje izveštaje Upravi za javne nabavke, izvesno je da je vrednost javnih nabavki veća.

Da bismo napravili što realniju procenu, pošli smo od procene OECD-a⁵ da se učešće javnih nabavki u bruto domaćem proizvodu, u razvijenim evropskim zemljama, kreće oko 15%. Ukoliko pretpostavimo da je učešće javnih nabavki u Srbiji 15%, koliko i u razvijenim zemljama EU, proizlazi da je vrednost javnih nabavki iznosila četiri milijarde evra godišnje, što bi predstavljalo konzervativnu procenu.

Osnovni cilj kod javnih nabavki jeste da se postigne najveća vrednost za novac („value for money”). Da bi se to postiglo, preduslov je da se ostvari slobodna konkurencija među ponuđačima, a ona se obezbeđuje tako što se svakom potencijalnom ponuđaču mora omogućiti da pravovremeno sazna za nabavku, kako bi imao vremena da pripremi ponudu, kao i da zahtevi koji se postavljaju u konkursnoj dokumentaciji ne budu diskriminatorni. Zbog toga su načela *transparentnosti* i *nediskriminacije* dva ključna načela javnih nabavki. Oni se najbolje ostvaruju u konkurentnim postupcima koji podrazumevaju objavljivanje javnog poziva i učešće svih zainteresovanih ponuđača.

S druge strane, pregovarački postupak podrazumeva da naručilac zove samo neke ponuđače ili čak samo jednog i da sa njim/a pregovara u netransparentnim uslovima. Rezultat toga je da su, u ovakvim postupcima, cene više, a kvalitet niži, nego kada se sprovede konkurentni postupci koji podrazumevaju slobodno delovanje konkurencije.

Zbog toga je jedan od primarnih parametara na osnovu kojih se ocenjuje uspešnost sistema javnih nabavki zastupljenost pregovaračkih postupaka u ukupnom broju postupaka.

Tokom prethodnog perioda, Uprava za javne nabavke je, kao jedan od osnovnih zadataka imala da daje mišljenja o ispunjenosti uslova za postupke sa pogađanjem bez prethodnog objavljivanja. U Tabeli 3 se može videti kako se, tokom proteklih sedam godina, kretao relativan značaj ovog postupka u odnosu na konkurentne postupke koje karakteriše objavljivanje javnog poziva i učešće svih potencijalno zainteresovanih ponuđača koji ispunjavaju tražene uslove.

Tabela 3. Konkurentni vs. pregovarački postupci (u %)

Vrsta postupka	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Konkurentni postupci (otvoreni i restriktivni)	36	79	76	73	73	72	70
Pregovarački postupci	64	21	24	27	27	28	30

Izvor: Uprava za javne nabavke.

⁵ OECD, 2007.

Javne nabavke u Srbiji – dometi reformi

Učešće pregovaračkih postupaka u 2002. godini, prvoj godini primene Zakona, jasno ukazuje na tendenciju naručilaca da većinu ugovora zaključuju u pregovaračkom postupku. Međutim, tokom prve dve godine rada Uprave za javne nabavke (2003. i 2004. godine), udeo pregovaračkih postupaka se značajno smanjuje i pada na ispod 1/4.

Da bi se objektivno ocenilo da li je ovo učešće zadovoljavajuće ili ne, poslužićemo se PEFA metodologijom⁶ koju koristi Svetska banka pri vrednovanju sistema javnih nabavki u svojim redovnim godišnjim izveštajima. Proizlazi da je Srbija od rejtinga C u 2002. godini, u 2003 i 2004. godini dostigla najviši rejting A.

Međutim, počev od 2005. godine pa sve do 2008, Srbija beleži pad učešća konkurentnih postupaka (Tabela 3) i ostvaruje niži rejting B.

Poboljšanje u prvom periodu vezujemo za početak rada Uprave za javne nabavke, 15. januara 2003. godine, čiji je prevashodni cilj bio suzbijanje pregovaračkih postupaka kroz davanje mišljenja. Naime, ukoliko bi naručilac nameravao da pokrene pregovarački postupak, bio je u obavezi da se prethodno obrati Upravi za javne nabavke kako bi ona procenila da li postoje objektivne ili vanredne okolnosti, predviđene Zakonom, koje opravdavaju ograničavanje konkurencije. U praksi je Uprava, u većini slučajeva, davala negativna mišljenja za pregovaračke postupke i upućivala naručioce na otvoreni postupak. Time je ona delovala preventivno, sprečavajući da se nekonkurentni postupci uopšte pokrenu.

U kasnijoj fazi, međutim, naručioci su uočili slabosti u sistemu provere i kontrole postupaka javnih nabavki i počeli su sve više da ih zloupotrebljavaju. Naime, dok je faza izbora najpovoljnije ponude kontrolisana od strane Uprave za javne nabavke, prva faza (planiranja javne nabavke) i treća faza (izvršavanje ugovora) nalaze se van nadležnosti Zakona o javnim nabavkama i Uprave. Kontrola planiranja javnih nabavki uređena je Zakonom o Državnoj revizorskoj instituciji tako što ova institucija proverava opravdanost, odnosno svrsishodnost javne nabavke – recimo da li nekom državnom organu sa 10 zaposlenih treba 30 računara ili pet službenih automobila, uzimajući u obzir poslove kojima se on bavi.

Treću fazu, kako se izvršavaju ugovorne obaveze, treba da prate i kontrolišu Državna revizorska institucija, budžetska inspekcija, pa i policija, ukoliko se jave sumnje da je došlo do zloupotreba. Naime, u praksi se može dogoditi da se ugovor, nakon zaključenja, izmeni (aneksira) tako što se cena poveća, rokovi isporuke produže itd, tako da izabrani ponuđač na kraju postane najskuplji i najnepovoljniji. Zbog toga se proveru izvršenja ugovora, u svim uređenim zemljama, poklanja posebna pažnja, kako bi se izbegle zloupotrebe koje obesmišljavaju čitav postupak javne nabavke. Ključnu ulogu u ovoj proveru ima Državna revizorska institucija⁷.

Uočivši odsustvo provere i kontrole u prvoj i trećoj fazi javnih nabavki, naručioci su se, od 2005. godine naovamo, sve češće odlučivali da koriste ove slabosti. Stoga je rastao i broj poslova koji su se dodeljivali ponuđačima koji su već imali zaključene ugovore, tako što bi se postojeći ugovori jednostavno aneksirali i produžavali. Time su drugi ponuđači ostajali bez šansi da konkurišu, a odsustvo transparentnosti i konkurencije svakako da je negativno uticalo na cene i druge uslove. Pojavni oblik ove tendencije jeste rast relativnog značaja pregovaračkog postupka (po kome su se ugovori aneksirali) u odnosu na konkurentne, tokom poslednje četiri godine⁸.

Uređenje postupka javnih nabavki dovelo je do ušteta koje su se, u periodu 2002–2008. godina, kretale između 8 i 15% godišnje (Tabela 4).

Tabela 4. Usporedni pregled ostvarenih ušteta*

	2002*	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Vrednost ušteta (milijardi din.)	1,1	10,3	7,7	16,3	16,2	18,2	25,5
Udeo u javnim nabavkama (%)	9	12	8	15	11	11	13

Izvor: Uprava za javne nabavke

* Uštede se mere kao razlika između procenjene i ugovorene vrednosti javne nabavke. Procenjena vrednost javne nabavke se određuje na osnovu cene iz prethodno ugovorene javne nabavke za isti predmet nabavke, a ako dati predmet javne nabavke nije bio kupovan u toku godine, kao procenjena vrednost se uzima tržišna vrednost predmeta nabavke u tom trenutku.

6 Prema PEFA metodologiji koju koristi Svetska banka, rejting C se dobija ukoliko je učešće konkurentnih postupaka manje od 50%, rejting B, ukoliko je udeo ovih postupaka između 50 i 75% i rejting A, ukoliko je učešće konkurentnih postupaka veće od 75%. (Public Expenditure and Financial Accountability), Public Financial Management Performance Measurement Framework, PEFA Secretariat, World Bank, Washington DC, USA, June 2005.

7 Prema izjavama čelnika slovenačke Državne revizorske institucije, oko 80% aktivnosti ove institucije vezano je za proveru postupaka javnih nabavki.

8 Podatke o tome da li postoje aneksi moguće je utvrditi samo putem istrage „na terenu“ koju bi sprovele interne i eksterne revizije (Državne revizorske institucije), inspeksijski organi i organi istrage. Ovome treba dodati i činjenicu da adekvatno i efikasno (u smislu primerenih rokova) sankcionisanje zloupotreba u ovoj oblasti koju bi sproveli sudovi ima snažan preventivni (odvrtačući) efekat na potencijalne počinioce, te se ključna uloga pravosudnih organa nikako ne sme izgubiti iz vida.

U oceni da li je ovaj nivo ušteta zadovoljavajući ili ne, uputno je izvršiti poređenje sa međunarodnim standardima. Prema proceni OECD-a, po osnovu korupcije u javnim nabavkama, u razvijenim zemljama, gubi se oko 20% ukupne ugovorene vrednosti. Međutim, u manje razvijenim zemljama, ovaj procenat je veći i kreće se od 40 do 50% ugovorenih vrednosti javnih nabavki⁹. Imajući ovo u vidu, mogu se izvući sledeći zaključci:

- 1) Prosečne godišnje uštede od oko 10%, koliko smo ostvarivali u periodu 2003–2008. godina, zahvaljujući regulisanju postupaka javnih nabavki, i koje su se, u apsolutnim iznosima kretale između 200 i 300 miliona evra, značajne su.
- 2) Potencijal za dodatne uštede koje bi se mogle ostvariti unapređenjem sistema javnih nabavki, pre svega u domenu efikasnije provere i kontrole postupaka, iznosi oko 20% ili između 400 i 600 miliona evra.
- 3) Kada bi se iskoristio celokupan potencijal za uštede u javnim nabavkama, samo po osnovu korupcije, to bi, u ukupnom iznosu, Srbiji godišnje donosilo između 600 i 900 miliona evra.

Kada se govori o mogućnostima za uštede u javnim nabavkama, važno je identifikovati kategorije naručilaca kod kojih postoje najveći potencijali. Ako pogledamo strukturu javnih nabavki po naručiocima (Tabela 5), uočavamo da najveći udeo, iz godine u godinu, imaju javna preduzeća i to kako ona na republičkom, tako i ona na lokalnom nivou (javna komunalna preduzeća) koja zajedno učestvuju sa gotovo 2/3 u ukupnoj vrednosti javnih nabavki. Iz ovoga proizlazi da jedan procenat ušteta kod ove kategorije naručilaca ima dvostruko veće efekte nego procenat ušteta kod svih ostalih naručilaca zajedno.

Tabela 5. Javne nabavke po grupama naručilaca (u %)

Grupa naručilaca	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
državni organi	33	26	20,06	17	15	16	23,42
javna preduzeća	63,7	59	56,4	56	65	63	57,46
javne ustanove	3,3	11	14	22	13	12	12,7
gradska i opštinska uprava	-	4	9	5	8	9	6,42

Izvor: Uprava za javne nabavke.

Izmenama i dopunama Zakona iz 2004. godine uvedena je preferencijalna prednost za domaće proizvođače u iznosu od 20% u odnosu na strane proizvođače. Kao što podaci iz Tabele 6 pokazuju, ova mera je imala značajan efekat na vrednosnu strukturu javnih nabavki, kada se posmatra relativan odnos domaćih i stranih ponuđača.

Tabela 6. Uporedni pregled nabavki prema vrednosti ugovora dodeljenih ponuđačima iz Srbije, EU i država van EU (u %)

Država ponuđača	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Srbija	79	84	91	91	91	95	93
EU	19	13	6	4	5	2	4
Države van EU	2	3	3	5	4	3	3

Izvor: Uprava za javne nabavke.

Ova mera je, međutim, vremenski ograničena na period tranzicije, jer pravila EU zabranjuju bilo kakav trajni oblik diskriminacije. Stoga je Sporazumom o stabilizaciji i pridruživanju predviđeno da preferencijalna zaštita za domaće proizvođače u visini od 20% ostane dve godine po stupanju SSP na snagu, da se u trećoj godini smanji na 15%, u četvrtoj godini na 10%, a u petoj godini da se ukine.

⁹ OECD, 2007.

5. Zaključak

Ključne slabosti sistema javnih nabavki mogu se sumirati, po oblastima, na sledeći način.

U normativnoj sferi – Krivični zakonik nema posebnu normu koja bi sankcionisala kršenje postupaka javnih nabavki.

U institucionalnoj oblasti – kapaciteti Uprave za javne nabavke i Komisije za zaštitu prava u postupcima javnih nabavki daleko su ispod standarda koji već postoje u regionu i, što je posebno važno, ne odgovaraju ciljevima i zadacima koji proizlaze iz Zakona o javnim nabavkama. Tela interne i eksterne revizije nisu operativna. Pravosudni organi nemaju aktivnu ulogu u istrazi i procesuiranju slučajeva kršenja Zakona o javnim nabavkama.

Iz ovoga jasno proizlazi da se ključne slabosti sistema javnih nabavki u Srbiji ne nalaze u regulatornoj sferi, već u oblasti kapaciteta i primene propisa.

Ova pojava (da su propisi dobri, ali da nema uslova za njihovu efikasnu primenu) je opšte obeležje antikorupcijskih mehanizama u Srbiji danas.

Tako je, prema nedavno iznetim nalazima američke organizacije «Global integrity» koja prati postojanje i efikasnost antikorupcijskih mehanizama u zemljama širom sveta, Srbija ocenjena, za 2008. godinu, sa 62 poena od 100 mogućih, pri čemu valja napomenuti da je to za dva poena manje nego što je Srbija pre dve godine dobila kada je, takođe, ocenjivana.

Zakonski okvir ocenjen je sa 75 poena, a primena zakona sa svega 45. Najlošije su ocenjene administracija i javne službe sa 41 poen, pri čemu su javne nabavke, u ovom segmentu, dobile najvišu ocenu – 66, dok je najslabije ocenjena privatizacija sa 24 poena.

Gotovo istovetni zaključci i preporuke sadržani su i u izveštajima Evropske komisije o napretku Srbije u okviru Procesu stabilizacije i pridruživanja. Tako se, u Izveštaju za 2007. godinu, navodi:

„Sistem javnih nabavki je nedovoljno izgrađen, te je neophodna izgradnja ne samo u regulatornom, već i u administrativnom pogledu. U tom smislu, potrebno je da Srbija uloži značajne napore ne samo u pravcu unapređenja regulative, već i podizanja institucionalnih kapaciteta.

Negativne tendencije su, u izvesnoj meri, kompenzirane profesionalizmom onih koji rade u institucijama nadležnim za javne nabavke.”

I u narednom izveštaju (za 2008. godinu) zadržana je, i u izvesnoj meri čak produbljena, pređašnja konstatacija i preporuka:

„Institucije javnih nabavki, Uprava za javne nabavke i Komisija za zaštitu prava, raspolažu nedovoljnim materijalnim i ljudskim resursima... Funkcionisanje nediskriminatornog i efikasnog sistema javnih nabavki ugroženo je nepostojanjem interne revizije, nefunkcionisanjem Vrhovne revizorske institucije, kao i postojanjem korupcije.

Pravci aktivnosti u predstojećem periodu treba da budu: primena strategije javnih nabavki i jačanje administrativnih kapaciteta neophodnih za primenu Procesu stabilizacije i pridruživanja.”

Polazeći od uočenih slabosti sistema javnih nabavki u Srbiji, kao i preporuka međunarodnih organizacija, mere koje je neophodno preduzeti u predstojećem periodu, mogu se sumirati na sledeći način.

- 1) Vlada treba da pripremi i usvoji Strategiju unapređenja sistema javnih nabavki.
- 2) Formirati Republičku komisiju za zaštitu prava u postupcima javnih nabavki kao nezvisno i samostalno telo kome će biti obezbeđen adekvatan budžet i prostorije za rad, i to u što kraćem roku.
- 3) Obezbediti Upravi za javne nabavke adekvatne prostorije za rad, opremu i kadrove kako bi mogla da obavlja nove zadatke predviđene nedavno usvojenim Zakonom o javnim nabavkama.
- 4) Obezbediti da Državna revizorska institucija obavlja efikasno zadatke propisane Zakonom u domenu provere opravdanosti i regularnosti sprovedenih postupaka javnih nabavki.
- 5) Formirati jedinice interne revizije u skladu sa Zakonom o budžetskom sistemu.
- 6) Sprovesti sveobuhvatnu obuku službenika za javne nabavke kod naručilaca kako bi se osposobili da efikasno i pravilno sprovedu postupke javnih nabavki u skladu sa novim Zakonom.
- 7) Obezbediti preduslove za aktivnije angažovanje pravosudnih organa na istrazi i sankcionisanju zloupotreba u oblasti javnih nabavki.

Literatura

- “Integrity in public procurement – good practice from A to Z”, OECD, Paris, 2007.
- “Structure and capacities of central procurement bodies in the EU countries“, SIGMA paper no. 40, Paris, 2007.
- Izveštaji Evropske komisije o napretku Srbije u okviru Procesu stabilizacije i pridruživanja EU, Brisel, 2007. i 2008.
- Godišnji izveštaji Uprave za javne nabavke (2003–2009)
- „Efikasne javne nabavke“, Transparentnost Srbija, Beograd, 2005.

Novi Zakon o hartijama od vrednosti – neophodan faktor konkurentnosti Srbije

*USAID
Program podrške
ekonomskom
razvoju Srbije*

Evidentno je da postojeći Zakon o tržištu hartija od vrednosti sadrži niz značajnih konceptualnih nedostataka koji sprečavaju dalji razvoj tržišta kapitala u Srbiji. Nacrt novog zakona ima za cilj usklađivanje regulative sa EU Direktivama i IOSCO Principima i drugim međunarodnim praksama te podrazumeva novu strategiju razvoja tržišta koja predlaže unapređenje statusa tržišta Beogradse berze isključenjem hartija od vrednosti za čijim trgovanjem nema interesovanja, eliminisanje obaveze trgovine vlasničkim hartijama od vrednosti preko berze kao i jačanje Komisije za hartije od vrednosti pružanjem adekvatnih nadležnosti za nadzor i obezbeđenje primene zakona u skladu sa IOSCO standardima. Pored donošenja novog zakona, neophodne su istovremene izmene Zakona o privrednim društvima, naročito ako postoji namera da se omoguće javne ponude hartija od vrednosti.

Iako postojeći Zakon o tržištu hartija od vrednosti u svakom slučaju predstavlja poboljšanje u odnosu na raniji, taj Zakon, i pored toga, nije usaglašen sa pravom Evropske unije u brojnim aspektima. Zakon izostavlja mnoge ključne zahteve predviđene direktivama EU, a upravo ti zahtevi odražavaju najbolju praksu vezanu za hartije od vrednosti koja se može i mora primeniti u Srbiji. Osim toga, Zakon o tržištu hartija od vrednosti ne uzima u obzir niz ciljeva i principa regulisanja tržišta hartija od vrednosti (IOSCO Principi) koje je izradila Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti (IOSCO). Budući da je članica IOSCO-a, Komisija za hartije od vrednosti je dužna da uloži svaki napor kako bi usvojila propise o hartijama od vrednosti usaglašene sa zahtevima IOSCO-a. Štaviše, postojeći Zakon o tržištu hartija od vrednosti sadrži niz značajnih konceptualnih nedostataka koji sprečavaju razvoj dobro regulisanog tržišta kapitala u Srbiji.

Uzimajući u obzir sve navedeno, svrha Nacrta novog zakona, koji su pripremili i predložili stručnjaci USAID-a sa Programa podrške ekonomskom razvoju Srbije, jeste da u potpunosti zameni Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (iz 2006. godine), kao i da ispuni dva glavna cilja: (1) uskladi propise o hartijama od vrednosti s direktivama EU u najvećoj mogućoj meri, imajući u vidu postojeće okolnosti i (2) uskladi propise o hartijama od vrednosti sa IOSCO Ciljevima i principima regulisanja hartija od vrednosti i drugim međunarodnim najboljim praksama u regulativi hartija od vrednosti.

Usklađivanje sa pravom EU

Kako bi probudila interesovanje i zadobila poverenje stranih investitora, Srbija treba da pristupi harmonizaciji svojih propisa o hartijama od vrednosti s međunarodnim standardima, sledeći primer okolnih zemalja. Nacrt zakona je u potpunosti usaglašen sa pravom EU, s izuzetkom Direktive o preuzimanju i direktive koja se bavi institucijama kolektivnog investiranja u prenosive hartije od vrednosti (UCITS), uz sledeća tri izuzetka: tzv. pasoši „pass porting”, „šeme kompenzacije investitora” i „sistemski internalizatori”.

Nacrt zakona ne sadrži odredbe Direktive o preuzimanju pošto Srbija ima poseban Zakon o preuzimanju akcionarskih društava. Stručna javnost je u velikoj meri saglasna da je Zakon o preuzimanju izuzetno loš, bez obzira na to hoćemo li ga porediti sa standardima EU ili drugim međunarodnim standardima, te pisanje novog zakona za ovu oblast mora biti prioritet zakonodavstva.

Slično prethodnom, Nacrt zakona ne sadrži odredbe UCITS Direktive koja se primenjuje na investicione fondove, budući da postoji poseban Zakon o investicionim fondovima. Iako su neophodne određene izmene kako bi se u potpunosti usaglasio sa UCITS Direktivom i rešio manji broj problema, ovaj Zakon je dobar i u velikoj meri usaglašen s međunarodnim standardima.

Nacrt zakona je usaglašen s odredbama Direktive o prospektu u pogledu obaveze objavljivanja Prospekta i postupka davanja saglasnosti za objavljivanje Prospekta, kao i u pogledu izuzetaka od obaveze objavljivanja Prospekta. Jedino odstupanje je da se ne primenjuje dvostruki pristup¹ na objavljivanje Prospekta iz Direktive o prospektu, zbog procene da bi primena dva niza propisa o Prospektu predstavljala nepotrebnu komplikaciju. Kako su postojeće obaveze izveštavanja vezane za javne ponude daleko od standarda međunarodne najbolje prakse i kako zapravo nije ni bilo javnih ponuda, za Srbiju bi najbolji pristup bio primena jedinstvenog propisa o Prospektu za sve javne ponude i uključenja na trgovanje, kao i propisivanje izuzetaka od obaveze objavljivanja Prospekta za privatne plasmane u skladu s Direktivom.

Osim toga, autori Nacrta zakona smatraju da Srbija nije obavezna da primenjuje odredbe EU o tzv. „pasošima“, kojima se priznaju mere nadzora u vezi s hartijama od vrednosti država članica EU, kao dovoljne za prihvatanje ponuda hartija od vrednosti i uključenje u trgovanje hartija od vrednosti izdavalaca država članica na tržište u Srbiji, sve dok Srbija i sama ne postane članica i dobije istovetne privilegije. Za sada, Nacrt sadrži niz odredbi u vezi s takvim ponudama koje nisu ograničene na ponude iz država članica EU ili OECD-a, kao što je slučaj s odredbama postojećeg Zakona, ali se zadržava ovlašćenje Komisije da analizira i daje saglasnost na takve inostrane ponude.

Pitanje preuzimanja odredbi EU o kompenzacionim šemama za obezbeđenje investitora ukoliko brokersko-dilersko društvo bankrotira, jeste pitanje o kom će se verovatno još diskutovati. Nacrt ne sadrži te odredbe uz obrazloženje da bi u trenutnim ekonomskim uslovima takvi zahtevi predstavljali dodatno opterećenje za brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke, koji su ionako već u teškoj situaciji. Štaviše, broj lica koja poseduju brokerski račun u Srbiji je toliko mali da, za razliku od štednje u bankama gde je neophodno osiguranje depozita, ne može predstavljati veliki sistemski rizik ukoliko brokersko-dilersko društvo propadne.

Kada je u pitanju koncept sistemskih internalizatora i nekoliko drugih definicija, autori veruju da je ovo trenutno nepotrebno i da se može rešiti podzakonskim aktima, kada i ako se aktivnosti predviđene ovim konceptima dogode u Srbiji.

U vezi sa stupanjem na snagu odredbi EU sadržanih u Nacrtu zakona, autori preporučuju da se, što je pre moguće, usvoji zakon koji sadrži osnove prava EU, a da je prihvatljivo odlaganje datuma primene određenih odredbi.

Usklađivanje sa IOSCO Principima

Nasuprot ovome, agresivniji pristup je korišćen u Nacrtu zakona u vezi s primenom IOSCO Principa. Komisija za hartije od vrednosti je član IOSCO-a od 2002. godine. Kao član, Komisija je u obavezi da u skladu sa IOSCO podzakonskim aktima, učini sve napore u primeni IOSCO Principa. Međutim, trenutno postojeći Zakon o tržištu hartija od vrednosti i podzakonska akta Komisije – u značajnoj meri ne ispunjavaju ove Principe. Nema nikakvog opravdanja za dalje odlaganje usvajanja regulative koju zahtevaju IOSCO Principi, naročito kada je u pitanju međunarodna saradnja. Naime, odlukom IOSCO-a obavezuju se članovi da ulože sve napore kako bi do 2010. godine postali potpisnici IOSCO Multilateralnog memoranduma o razumevanju kojim se olakšava saradnja, razmena informacija između regulatora tržišta hartija od vrednosti širom sveta i nadzor nad primenom propisa.

Uloga zakona o hartijama od vrednosti u zaštiti investitora

U Nacrtu je jasno naznačeno da je ispravna uloga propisa o hartijama od vrednosti uređenje *javne ponude* i *sekundarnog trgovanja* finansijskim instrumentima. U postojećem Zakonu o tržištu hartija od vrednosti je pogrešno navedeno da je uloga zakona i regulatora uređenje uslova i postupka izdavanja hartija od vrednosti. Ispravni cilj zakonske regulative iz oblasti hartija od vrednosti jeste da propiše koji su podaci obavezni da se objave prilikom upućivanja javne ponude i trgovanja hartijama od vrednosti, a sve u cilju zaštite investitora od prevara, obmana i manipulacija. Odredbe Zakona o privrednim društvima i postojećeg Zakona o tržištu hartija od vrednosti kojima se predviđa da Komisija odobrava skoro sve emisije hartija od vrednosti, predstavljaju ozbiljnu grešku i treba ih eliminisati.

Nove definicije javnog društva i javne ponude

Jedan od većih problema postojećeg Zakona o tržištu hartija od vrednosti jesu netačne definicije. Nacrt Zakona koristi

¹ Odredbe Direktive o prospektu primenjuju se na javne ponude čija vrednost prelazi 2,5 miliona evra. Direktiva predviđa blaže zahteve za javne ponude između 100.000 i 2,5 miliona evra, pod uslovom da ishod ove ponude nije uključenje na regulisano tržište kada se primenjuju stroži uslovi.

pojmove koji su ili doslovno preuzeti iz direktiva EU ili su pak u skladu sa njihovim odredbama. Na primer, ozbiljni nedostaci u definicijama „javnog društva“ i „javne ponude“ u važećem zakonu korigovane su u skladu s Direktivom o prospektu. Stiče se utisak da postojeći Zakon o tržištu hartija od vrednosti polazi od pogrešne pretpostavke da je jedini način na koji društvo može postati javno društvo – putem uspešne javne ponude hartija od vrednosti tog društva, koju odobrava Komisija. Ovo jednostavno nije tačno. Postoji niz slučajeva kada društvo može postati javno društvo bez odobrenja prospekta za javnu ponudu od strane Komisije.

U Nacrtu zakona predviđena su tri načina na koje izdavalac hartija od vrednosti može biti smatran javnim društvom. Javno društvo je izdavalac: (a) koji je uspešno izvršio javnu ponudu hartija od vrednosti za koju je Komisija dala odobrenje; ili (b) čijim se hartijama od vrednosti trguje na tržištu hartija od vrednosti u Republici; ili (c) ako ima više od 100 akcionara jedne klase vlasničkih hartija od vrednosti tog izdavaoca na kraju poslednje fiskalne godine.

Ova definicija ne sprečava javno društvo sa manje od 100 akcionara da bude uključeno na tržište. Međutim, ukoliko je javno društvo isključeno sa tržišta Beogradske berze a i dalje ima 100 ili više akcionara, ono će se i dalje smatrati javnim društvom u skladu sa odredbama Nacrta zakona, jer broj od 100 ili više akcionara predstavlja dovoljan interes akcionara da bi se primenjivale odredbe o zaštiti investitora Zakona o hartijama od vrednosti.

Nacrt zakona o hartijama od vrednosti takođe predviđa izmene i „javne ponude“ iz Zakona o tržištu hartija od vrednosti. U Nacrtu zakona „javna ponuda hartija od vrednosti“ je poziv: (a) u bilo kom obliku, upućen licima čiji broj je jednak ili prelazi 100 lica, isključujući kvalifikovane investitore, ili (b) upućen kao opšti poziv ili putem oglašavanja, uključujući i elektronske medije, koji daje dovoljno podataka o uslovima ponude i hartijama od vrednosti iz ponude tako da se investitoru omogući donošenje odluke o kupovini ili upisu ovih hartija od vrednosti. Ova definicija se primenjuje i na plasman hartija od vrednosti putem finansijskih posrednika.

Postupak javne ponude je zasnovan na odredbama Direktive o prospektu. Ključne izmene sadržane u Nacrtu zakona jesu da: primarna i sekundarna ponuda mogu biti uključene u istu ponudu, može se primenjivati tzv. „block building“ pristup EU za objavljivanje prospekta, uz prospekt su neophodni i finansijski izveštaji sa izveštajem revizora, „preliminarno obaveštenje“ je uvedeno kako bi se dozvolila ponuda, ali ne i prodaja hartija pre dobijanja odobrenja prospekta od Komisije, sva obaveštenja i objavljivanja se mogu obavljati elektronskim putem. Objavljivanje obaveštenja u novinama je dozvoljeno, ali ne i obavezno.

Ishod ovih izmena jeste da nije neophodno odobrenje Komisije za većinu izuzetaka, ali se Komisiji daje više ovlašćenja u slučajevima koji mogu imati veći uticaj na male investitore.

Regulisano tržište, tržište hartija od vrednosti i OTC tržište

U Nacrtu zakona koriste se tri definicije tržišta: (1) **regulisano tržište**, pojam iz MiFID direktive; (2) **tržište hartija od vrednosti** koje uključuje licencirana tržišta kao što je Beogradska berza, koja ispunjavaju mnoge ali ne i sve kriterijume EU za regulisana tržišta, i (3) „**OTC tržište**“ koje je definisano kao nezvanično tržište, ne mora imati organizatora, sistem trgovanja je neformalan i ne obavezuje kupce i prodavce; drugim rečima, dozvoljeno je pregovaranje. Ove definicije su različite od pojma „organizovanog tržišta“ i vanberzanskog tržišta iz Zakona o tržištu hartija od vrednosti, koje su odbačene zbog ozbiljnih manjkavosti.

Nije bilo moguće koristiti samo pojam „regulisanog tržišta“ u skladu sa MiFID direktivom i ostalim direktivama EU. Razlog je u tome što se u najboljem slučaju jedino „berzansko“ tržište Beogradske berze može smatrati regulisanom komponentom tržišta. Sve druge akcije, kojima se trguje na tzv. „vanberzanskom“ tržištu Beogradske berze, ne ispunjavaju uslove u pogledu dostupnosti informacija o emitentima niti u pogledu transparentnosti samih transakcija ovim hartija od vrednosti. Kako bi se ovaj problem rešio, Nacrt zakona o hartijama od vrednosti uvodi i pojam „tržište hartija od vrednosti“, kao što je Beogradska berza, koja će i dalje imati dozvolu za rad organizatora tržišta i prema Nacrtu zakona.

Kao što ćemo kasnije obrazložiti, Beogradska berza se sada ne može smatrati regulisanim tržištem, jer trenutno ne ispunjava uslove obelodanjivanja i izveštavanja shodno propisima EU, a ima više od 1.800 izdavalaca uključenih na tržište. Ne čini to ni u vezi s osnovnim odredbama iz postojećeg Zakona o tržištu hartija od vrednosti.

Nacrt zakona daje definiciju pojma „OTC tržišta“ kao tržišta koje ne mora da poseduje dozvolu za rad niti organizatora tržišta a sistem trgovanja se zasniva na obavezujućim ugovorima i pravilima. Zakon o tržištu hartija od vrednosti sadrži pogrešnu premisu da OTC tržišta moraju biti tržišta sa organizatorom tržišta i da sva OTC tržišta kao

i njihovi organizatori moraju posedovati dozvolu za rad. Međutim, većina država ima OTC tržišta, naročito za dužničke hartije od vrednosti koja nisu organizovana, regulisana niti licencirana tržišta i koja nemaju organizatore tržišta. Prema direktivama EU, OTC tržište jedne države ne mora biti regulisano tržište, a IOSCO Principima nije propisana obaveza da sva tržišta moraju imati dozvolu za rad koje izdaju regulatori.

Važne izmene Zakona o privrednim društvima

Od izuzetne je važnosti da predložene izmene Zakona o privrednim društvima budu koordinirane s usvajanjem novog Zakona o hartijama od vrednosti, naročito ukoliko postoji namera da se omoguće javne ponude. Predložene izmene preciziraju da akcionarsko društvo direktno vrši upis svojih hartija od vrednosti kod Centralnog registra bez uključivanja Komisije u taj proces, zato što Komisija ima funkciju regulatora tržišta hartija od vrednosti, a ne registra privrednih društava. Takođe je predloženo da zatvorena akcionarska društva ne treba da budu izuzeta od odredbi o javnoj ponudi i izveštavanju javnih društava iz Nacrta zakona, jer zatvorena akcionarska društva moraju imati manje od 100 akcionara i ne mogu upućivati javne ponude.

Kada je reč o pretvaranju zatvorenih akcionarskih društava u otvorena, Zakon o privrednim društvima treba izmeniti tako da je jedino obavezna izmena osnivačkog akta kada zatvoreno akcionarsko društvo prelazi u otvoreno akcionarsko društvo. Komisija ne bi bila uključena u ovaj postupak sve dok takvo otvoreno društvo ne predloži upućivanje javne ponude, zatraži prijem na tržište ili pak na drugi način ispuni definiciju javnog društva.

Predložene izmene Zakona o privrednim društvima bi takođe dozvolile otvorenom akcionarskom društvu da prikuplja osnovni kapital bilo javnim putem ili *nejavnom ponudom*. Sadašnji uslovi javne ponude ograničavaju formiranje kapitala i za ishod imaju prerano otvaranje društava što može imati štetne posledice po investitore. Zloupotrebe nejavnih ponuda kojih je ranije bilo, mogu se preduprediti tako što će se u Nacrt zakona o hartijama od vrednosti i, u idealnom slučaju, u Zakon o privrednim društvima, uneti odredba koja razjašnjava na koji način će se određivati broj investitora i akcionara.

Obaveze javnog društva

Jedan od najvećih problema u vezi s važećom zakonskom regulativom u oblasti hartija od vrednosti u Srbiji jeste to što su aktuelne prakse finansijskog izveštavanja takve da prosto prizivaju nevolju. Nužne su značajne promene ukoliko želimo dobro razvijeno tržište hartija od vrednosti u koje će investitori imati poverenje.

Nacrt zakona predlaže obaveze javnih društava u skladu s Direktivom o transparentnosti EU koja se primenjuje na izdavaoce hartija od vrednosti uključenih u trgovanje na regulisanom tržištu.

Nacrt zakona zahteva mnogo ažurnije podnošenje revidiranih godišnjih i nerevidiranih polugodišnjih finansijskih izveštaja i zahteva da izveštaj revizora bude priložen uz godišnji revidirani finansijski izveštaj, umesto sadašnje prakse da se sačinjava čitavih tri meseca kasnije. U skladu s tim, Nacrt zakona predlaže 30. april kao rok za objavljivanje godišnjih revidiranih finansijskih izveštaja, a za polugodišnje nerevidirane finansijske izveštaje predloženi rok je 60 dana nakon isteka prvih šest meseci.

Promene u sekundarnom trgovanju

Jedan od ciljeva postojećeg Zakona jeste da centralizuje celokupno trgovanje vlasničkim hartijama od vrednosti na Beogradskoj berzi. Iako je razumno pretpostaviti da Srbiji nije potrebno više od jednog regulisanog tržišta hartija od vrednosti, ipak postoje dva važna problema:

Problem br. 1: Srbija ima mnogo manje kompanija nego što se očekivalo koje su sposobne da posluju kao održiva javna društva, za čijim akcijama postoji dovoljno interesovanja i koje postižu dovoljnu likvidnost u trgovanju;

Problem br. 2: Zakon o tržištu hartija od vrednosti koji je previše preskriptivan u pokušaju da diktira način sekundarnog trgovanja hartijama od vrednosti.

Oba ova problema uzrok su nedovoljno optimalnog okruženja za razvoj Beogradske berze i usklađivanje tržišta kapitala i regulative u Srbiji sa zahtevima EU. Nacrt zakona predlaže sledeća rešenja:

Rešavanje problema br.1 – Smanjenje broja kompanija uključenih u javno trgovanje – Kao što je već ranije pomenuto, razložno je očekivati da će se broj javnih društava u Srbiji, koja će eventualno biti u stanju da zadovolje

Novi Zakon o hartijama od vrednosti – neophodan faktor konkurentnosti Srbije

temeljne zahteve berzanske kotacije i čije akcije će privlačiti dovoljno interesovanja koje bi omogućilo kontinuirano trgovanje – svesti na 100 do 200 kompanija. Prema tome, kreatori politika treba da shvate da pokušaj da se po sili zakona obezbedi trgovanje akcijama više od 1.800 kompanija na Beogradskoj berzi nije bio dobra ideja. **Strategija za dalji razvoj tržišta kapitala u Srbiji koju predlaže novi Nacrt zakona podrazumeva unapređenje statusa tržišta Beogradske berze isključenjem iz trgovanja onih društava za čijim akcijama ne postoji značajno interesovanje i distanciranjem Beogradske berze od ovih društava što je više moguće. Eventualno trgovanje njihovim akcijama bilo bi dozvoljeno na OTC tržištu uz posredovanje ovlašćenih brokersko-dilerskih društava.**

Tabela 1. Broj hartija od vrednosti kojima se trguje na berzanskim tržištima

Berza	Izdavaoci vlasničkih HoV
Bratislava	Glavno tržište: 27; Paralelno tržište: 110; Regulisano slobodno tržište: 190
Bukurešt	Tri listirana tržišta: 69; Nelistirane akcije: 31
Budimpešta	Listing A: 21; Listing B: 22
Bugarska	Zvanično tržište: 22; Nezvanično tržište: 315
Ljubljana	Ukupno izdavalaca: 86, od kojih se 7 nalazi na Prime market
Prag	Glavno tržište: 17; Slobodno tržište: 11
Varšava	Glavno tržište: 310; Paralelno tržište: 38
Zagreb	Ukupno izdavalaca: 376

U suštini, broj društava uključenih u javno trgovanje na Beogradskoj berzi predstavlja značajnu prepreku za usklađivanje sa zahtevima EU vezanim za obaveze izveštavanja i obelodanjivanja.

Sve berze navedene u tabeli, sa izuzetkom Poljske koja je daleko najuspešnija, nalaze se u zemljama koje su sprovele, a u nekim slučajevima još uvek sprovode, masovnu privatizaciju hiljada kompanija koje su bile u državnom vlasništvu, uz raspodelu akcija hiljadama radnika i ostalih građana besplatno ili po vrlo niskim cenama. U svakoj od tih zemalja, rezultat je bila privatizacija velikog broja kompanija s velikim brojem akcionara i mogućnost trgovanja velikim brojem akcija. Međutim, rezultat je bio i to da se akcijama velikog broja tih kompanija nikada nije trgovalo, dok se akcijama drugih trgovalo samo u ograničenom obimu. Kompanije koje su se našle u ovoj kategoriji, sa stanovišta njihove veličine, kvaliteta menadžmenta, poslovnih rezultata

i konkurentnosti, prosto nisu bile podobne da se njihovim akcijama javno trguje. One nisu privlačile nikakvo interesovanje investitora.

Gorenavedene berze su takođe interesantne, budući da se sve, osim Zagrebačke berze, nalaze u državama članicama EU, a i Hrvatska se krupnim koracima približava članstvu u EU. Sve te berze u zemljama EU uvidele su da je neophodno, kako bi se sertifikovale kao regulisana tržišta u skladu sa zahtevima MiFID-a i drugih propisa EU, da ograniče broj kompanija uključenih u trgovanje na ona javna društva koja su spremna da poštuju obaveze u vezi s obelodanjivanjem informacija i izveštavanjem u skladu sa Direktivom o transparentnosti EU. Berze su shvatile da one, isto kao i regulatorno telo, imaju odgovornost da administriraju i obezbede sprovođenje ovih zahteva i da kompanije čija trgovina će se nastaviti na njihovim posebnim nelistiranim, paralelnim ili nezvaničnim tržištima treba da budu samo one koje zaista imaju potencijal da postanu održiva javna društva.

Konačno, sve ove berze nalaze se u zemljama koje su ekonomski razvijenije od Srbije prema parametrima kao što je npr. BDP po glavi stanovnika. Iako neke od tih zemalja imaju manji broj stanovnika, logično je da bi sve trebalo da imaju veći broj kompanija koje posluju kao održiva javna društva.

Četiri berze sa spiska – sve u državama članicama EU (Rumunija, Mađarska, Slovenija i Republika Češka) – nemaju više od 100 izdavalaca čije akcije su uključene u trgovanje, bez obzira na način podele tržišta. Takođe, bez obzira na način podele izdavalaca, na ovom spisku nema berze sa više od 500 izdavalaca vlasničkih hartija uključenih u trgovanje.

Nasuprot tome, preko 1.800 izdavalaca akcija uključenih u trgovanje na Beogradskoj berzi predstavljaju veliki problem sa stanovišta kvalifikovanja Berze kao regulisanog tržišta prema kriterijumima EU i njene sposobnosti da primeni odredbe Nacrta zakona u vezi s obavezama javnih društava. Posebno jasno je propisano MiFID direktivom da se za regulisano tržište može smatrati da posluje na pravičan, uređen i efikasan način, jedino ukoliko održava delotvorne aranžmane kojima se proverava da li izdavaoci akcija uključenih u trgovanje ispunjavaju svoje pravne obaveze kada je

reč o početnim, tekućim i *ad hoc* zahtevima u vezi s obelodanjivanjem informacija. Kada je reč o Beogradskoj berzi i Komisiji za hartije od vrednosti, to sada jednostavno nije slučaj, čak ni u pogledu najosnovnijih zahteva u vezi s obelodanjivanjem informacija i izveštavanjem, a nema nikakvog načina da se to obezbedi za preko 1.800 izdavalaca ukoliko bi se primenili strožiji zahtevi koje predviđa Nacrt zakona.

Prema tome, očigledno rešenje jeste da se većina ovih kompanija ukloni sa Beogradske berze. Pri tom, namera nije da se obezbedi trgovanje akcijama ovih kompanija na nekom drugom OTC tržištu. Ukoliko se ovim akcijama sada ne trguje, nema nikakvog razloga za pretpostavku da će se njima trgovati na nekom drugom mestu. Uklanjanje ovih kompanija sa Berze počiva na razložnom očekivanju da se njihovim akcijama neće trgovati ili da će eventualna trgovina biti vrlo ograničenog obima. U suštini, to je urađeno u Rumuniji i drugim pomenutim zemljama.

Postoji još jedan vrlo važan razlog zbog kojeg je neophodno smanjiti broj kompanija uključenih u trgovanje na Beogradskoj berzi. Srbija trenutno ima oko 35 revizorskih firmi sa otprilike 200 zaposlenih koji su osposobljeni za obavljanje revizije. To je možda jedan od razloga zbog kojeg Zakon o računovodstvu i reviziji trenutno toleriše izuzetno spornu i rizičnu praksu kojom se kompanijama dozvoljava izrada godišnjih finansijskih izveštaja čak do 30. juna naredne godine, sa rokom za revidirane finansijske izveštaje do 30. septembra.

Ovi rokovi i odvojeno podnošenje izveštaja o reviziji i godišnjih finansijskih izveštaja su u ozbiljnom konfliktu sa IOSCO Principima u vezi s obelodanjivanjem i finansijskim izveštavanjem, kao i sa Direktivom o transparentnosti EU, koja zahteva da godišnji finansijski izveštaji i izveštaji o reviziji budu javno dostupni najkasnije četiri meseca po isteku finansijske godine obuhvaćene izveštajem. Nema nikakvog načina da se ovo postigne sa preko 1.800 kompanija. Moguće je zadovoljiti te ciljeve sa 100 do 200 kompanija, i to je broj s kojim većina drugih berzi posluje, a verovatno i maksimalan broj srpskih kompanija za koje će javni investitori ikada biti ozbiljno zainteresovani.

Rešavanje problema br. 2 – Dozvoliti trgovinu hartijama od vrednosti izvan Beogradske berze. Pri rešavanju ovog problema, važno je imati na umu da je jedno od fundamentalnih prava građana svake zemlje da poseduju imovinu, uključujući hartije od vrednosti, i da je jedno od najosnovnijih prava vlasništva pravo na otuđenje ili prenos vlasništva. Tržišta hartija od vrednosti imaju za cilj da omoguće pojedincima da kupuju i prodaju hartije od vrednosti, a ne da uvode suviše propise koji krše vlasnička prava pojedinaca koji žele da učestvuju u kupoprodajnim transakcijama. Na žalost, postojeći zakon sadrži nekoliko odredbi koje ignorišu i otežavaju pomenute ciljeve.

Konkretno, koncept prema kome trgovanje hartijama od vrednosti na Beogradskoj berzi zahteva javnu ponudu pogrešan je i nije potreban da bi se olakšalo funkcionisanje sadašnjeg sistema aukcijskog trgovanja povezivanjem ponude i potražnje. Postoje okolnosti na mnogim tržištima hartija od vrednosti, uključujući aukcijska tržišta zasnovana na naložima, koje omogućavaju da se o trgovanju u bloku i trgovanju pri kome se vrši saldiranje kupovnih i prodajnih naloga bez evidentiranja trgovine na berzi pregovara privatno, bez javne ponude, i ona se samo obavljaju ili prijavljuju na regulisanom tržištu. Naravno, na nelikvidnom tržištu kakvo je tržište Srbije postavlja se i pitanje šta investitor da uradi da bi prodao svoje akcije, ukoliko pokuša preko svog brokera da plasira javnu ponudu za prodaju akcija na Berzi, a niko ne uputi javnu ponudu za kupovinu. Da li investitoru treba onemogućavati da proda svoje akcije drugim putem?

Nacrt zakona počiva na pretpostavci da uloga države nije da propisuje kako će se odvijati trgovanje na tržištima hartija od vrednosti. Jedina uloga države jeste da osigura da tržišta budu pravična i uređena i da predupredi manipulacije ili prevare investitora. U skladu s tim, Nacrt zakona uvodi zahteve regulative Evropske unije i IOSCO Principe u regulisanju sekundarnog trgovanja hartijama od vrednosti. Prema tim zahtevima, Zakon mora da dozvoli tržišnu konkurenciju. Beogradska berza treba da nastavi da posluje kao sekundarno tržište za mnogo manji broj javnih društava, poželjno manje od 500, i da obezbedi mesto za trgovanje korporativnim i opštinskim dugom koje zadovoljava potrebe izdavalaca i investitora.

Međutim, Nacrt zakona mora da dozvoli mogućnost da se pojave alternativna tržišta. Proširenje Nacrta zakona na OTC tržišta je neophodno radi regulisanja tržišta državnim hartijama od vrednosti, koje već postoji, i drugih OTC tržišta, koja mogu da se pojave. Takođe je moguće i poželjno na nelikvidnom tržištu da postoji aukcijsko tržište koje dobro funkcioniše sa transparentnim cenama o kojima se može pregovarati. Međutim, ozbiljnu prepreku predstavljaju važeće odredbe postojećeg Zakona o tržištu hartija od vrednosti koje zahtevaju da sve sekundarne ponude budu javne ponude.

Nacrt zakona predlaže eliminisanje obaveze trgovanja vlasničkim hartijama od vrednosti na Beogradskoj berzi kako bi se rešavala nelikvidnost koja trenutno preovlađuje u pogledu većine izdatih akcija uključenih u trgovanje na Berzi.

Novi Zakon o hartijama od vrednosti – neophodan faktor konkurentnosti Srbije

Predlog je izmenjen da ne bi došlo do mogućih manipulacija kako bi se postiglo trgovanje izvan berze i predstavlja ono što se obično naziva „agency cross“ transakcija. Izmenjeno pravilo dozvoljava jednom ili više brokersko-dilerskih društava koja su članovi tržišta hartija od vrednosti da ugovore transakciju kupovine ili prodaje hartije od vrednosti koja je uključena u trgovanje na tržište hartija od vrednosti, pod uslovom da pre izvršenja transakcije brokersko-dilersko društvo (a) bez odlaganja unesu predloženu transakciju u sistem za trgovanje tržišta hartija od vrednosti, kako bi omogućili jednom ili više brokersko-dilerskih društava – članova – da ponude bolju cenu za celokupnu transakciju u okviru cenovnih parametara i u vremenskom periodu propisanom pravilima tržišta hartija od vrednosti. Ukoliko bolje cene nisu ponuđene u propisanom vremenskom roku i parametrima, predložena transakcija će biti odobrena i bez odlaganja unesena u sistem tržišta hartija od vrednosti za izveštavanje o transakcijama.

Uloga Komisije za hartije od vrednosti

Jedan od glavnih ciljeva Nacrta zakona jeste da Komisiji za hartije od vrednosti pruži adekvatne nadležnosti za nadzor i obezbeđenje primene zakona koje predviđa regulativa EU i IOSCO Smernice i da preusmeri njen rad na one regulatorne aktivnosti koje su najvažnije za zaštitu investitora i pravično i uređeno trgovanje hartijama od vrednosti.

Uklanjanjem nadzora koji sprovodi Ministarstvo finansija, Komisija postaje istinski nezavisna institucija, u skladu sa IOSCO Principima. Važno je naglasiti da se IOSCO Principi s jedne strane zalažu za nezavisnost, dok s druge strane insistiraju da se regulator mora ponašati transparentno i odgovorno u svim svojim aktivnostima. Ovo je omogućeno predviđenim samofinansiranjem Komisije, pri čemu se naknade objavljuju u Pravilniku o tarifi koji je predmet javne diskusije, kao i zahtevom da sve odluke Komisije moraju biti javno dostupne.

Nacrt zakona takođe predviđa dodatne nadležnosti Komisije, ovlašćenje za izdavanje dozvola za rad, regulisanje i nadzor kreditnih rejting agencija i ovlašćenje za sprovođenje odredaba novog Zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma, kada je reč o licima nad kojima Komisija vrši nadzor.

Povrh toga, Nacrt zakona predlaže veće nadležnosti Komisije u obezbeđenju primene zakona i nalaže uzimanje u obzir rizika povezanih s različitim tržišnim učesnicima u vršenju kontrole.

Da li je suviše rano za regulativu u oblasti hartija od vrednosti koja je usklađena sa EU?

Direktive Evropske unije nisu namenjene samo razvijenim ekonomijama. U stvari, postoji već osam bivših socijalističkih zemalja čije je iskustvo u oblasti tržišnog razvoja i tranzicije slično iskustvu Srbije i koje su uspešno postale članice EU. Postoje i neke druge države članice EU čija tržišta nisu razvijena tržišta u punom smislu reči. Uz to, imamo i primere bivših jugoslovenskih republika koje će uskoro verovatno postati članice EU, pre Srbije. Na primer, Hrvatska je usvojila sveobuhvatan Zakon o tržištima kapitala koji je stupio na snagu 1. januara 2009. godine i koji je u potpunosti usklađen s relevantnim direktivama EU.

Ankete i dalje pokazuju da velika većina građana Srbije podržava ulazak u Evropsku uniju. Takođe izgleda da veliki broj tržišnih učesnika podržava zakon usklađen s direktivama EU. Činjenica da je srpsko tržište kapitala izgubilo jednu deceniju razvoja tokom devedesetih, dok su druge zemlje napredovale ka tržišnoj ekonomiji nije dobar argument da se odlaže usvajanje regulative u oblasti hartija od vrednosti usklađene sa EU, već je argument za ubrzanje procesa. U suprotnom, jaz u tržišnom razvoju između Srbije i drugih zemalja će se dalje produbljivati.

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