

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 27 • oktobar–decembar 2011

Beograd, mart 2012

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
Branko Urošević
Boško Živković

REDAKCIJA

Milojko Arsić (glavni i odgovorni urednik)
Sonja Avlijaš
Danko Brčerević
Mirjana Gligorić
Maja Jandrić
Duško Vasiljević
Aleksandar Radivojević (izvršni urednik)

SARADNICI U OVOM BROJU

Borko Handžiski
Tatjana Karaulac
Aleksa Nenadović
Milan Pejić
Jelena Žarković Rakić
Saša Ranđelović
Svetozar Tanasković
Lazar Šestović
Boško Živković

LEKTURA

Anka Jakšić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA

Alta Nova

TIRAŽ

300 primeraka

Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika (*QM*) osmislila je Kori Udovički, koja je bila glavna urednica prvih šest brojeva *QM*-a. Od sedmog do dvadesettrećeg broja, glavni urednik *QM*-a bio je prof Pavle Petrović. Glavna urednica dvadesetčetvrtog broja *QM*-a bila je Diana Dragutinović. Od broja dvadeset pet dvadeset šest, glavni urednik *QM*-a je Milojko Arsić.

Sadržaj

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

TRENDOVI

1. Pregled	7
2. Privredna aktivnost	11
3. Zaposlenost i zarade	17
4. Platni bilans i spoljna trgovina	22
5. Cene i devizni kurs	30
6. Fiskalni tokovi i politika	34
7. Monetarni tokovi i politika	45
8. Međunarodno okruženje	52

OSVRTI

Osvrt 1

Nova fiskalna pravila za unapređenje kontrole javnog duga u EU	57
---	----

Milojko Arsić, Milan Pejić

POD LUPOM

Pod lupom 1:

Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope	62
--	----

Boško Žiković

Pod lupom 2:

Barijere za trgovinu uslugama u regionu CEFTA	73
--	----

Borko Handžiski i Lazar Šestović

Porezi na potrošnju su regresivni	83
--	----

Gordana Matković, Boško Mijatović

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



Stanje u privredi Srbije, od prvog kvartala 2011. godine ispoljava tendenciju pogoršanja: bruto domaći proizvod (BDP) se smanjuje iz kvartala u kvartal, zaposlenost opada, dok fiskalni deficit i deficit tekućeg platnog bilansa rastu. Rast BDP-a za 2011. inicijalno je planiran na 3%, da bi sredinom godine procena bila smanjena na 2%, dok je ostvareni BDP verovatno i nešto manji. Recesione tendencije u privredi odražavaju se i preko povećanja stope nezaposlenosti – sa 22,9% na 24,4% tokom prethodne godine. Nakon dve godine poboljšanja – u 2011. ponovo je počeo da se povećava deficit u tekućem platnom bilansu. Snažno obaranje inflacije tokom druge polovine 2011. predstavlja jedan od retkih pozitivnih trendova.

Fiskalni deficit je inicijalno planiran na nivou od 4,1% BDP-a – sredinom godine je usled smanjenja stope rasta povećan na 4,5% BDP-a, a prema proceni Fiskalnog saveta ostvareni deficit iznosi oko 4,7% BDP-a. Nepovoljna okolnost za Srbiju jeste to što ona za razliku od mnogih zemalja u okruženju i svetu – i tokom prethodne tri godine nije uspevala da smanji deficit u odnosu na BDP (v. poglavlje “Fiskalni tokovi i politika”). Kao posledica visokog deficita, javni dug je na kraju prethodne godine prešao zakonsku granicu od 45% BDP-a, uprkos visokoj realnoj apresijaciji dinara koja je usporila njegov rast.

Zamrzavanje aranžmana sa Međunarodnim monetarnim fondom (MMF) dodatno je pojačalo ionako visoke rizike za Srbiju, a to će sigurno povećati opreznost investitora pri odlučivanju o ulaganju u Srbiju, pa se mogu očekivati i određena kolebanja na deviznom tržištu i tržištu državnih hartija od vrednosti. Kolika će ta kolebanja biti, i da li će se preneti na inflaciju i privrednu aktivnost, zavisi od ekonomske politike koja će se u Srbiji u narednim mesecima voditi, kao i od percepcije te politike od strane investitora. Povoljna okolnost jeste to što su devizne rezerve NBS visoke, pa je moguće sprečiti nagle promene kursa. Bilo bi dobro da Srbija i u periodu zamrzavanja aranžmana sprovodi ekonomsku politiku, a naročito fiskalnu, koja je na liniji zahteva MMF-a, kao i da dobije potvrdu o tome od Fonda. Dobijanje statusa kandidata za člana EU imaće pretežno srednjoročne efekte, a koliki će oni biti zavisiće kako od reformi u Srbiji, tako i od razvoja situacije u Uniji. U kratkom roku status kandidata će ublažiti rizike koji su nastali nakon zamrzavanja aranžmana sa MMF-om.

Kratkoročne perspektive evropske i svetske privrede postale su nešto izvesnije nego što je to bio slučaj pre nekoliko meseci. Akutni problemi javnih dugova u nekim članicama EU su bar privremeno rešeni, pa je sada izvesno da u toku ove godine neće doći do njihovog bankrotstva, ali su rešenja takva da ne garantuju dugoročnu stabilnost. Stoga je u ovoj godini verovatna blaga recesija u EU, uz relativno neizvesnu perspektivu oporavka u narednim godinama. Ključni strukturni i fiskalni problemi evropskih privreda nisu rešeni i nije izvesno da li je moguće na nivou EU doneti odluke i sprovesti politike koje bi vodile njihovom rešavanju.

Slično kao i u drugim zemljama u Evropi uključujući i užu region – MMF je smanjio projekciju rasta BDP-a Srbije za 2012. godinu, sa ranijih 1,5% na 0,5%. Detaljnije analize ukazuju da ova projekcija predstavlja gornju granicu mogućeg rasta BDP-a (v. poglavlje “Privredna aktivnost”), ali da je verovatnije da će BDP u ovoj godini ostati približno na nivou prošlogodišnjeg. Stagnacija BDP-a u 2012. godini imaće za posledicu dalje smanjivanje zaposlenosti.

Jedna od neposrednih implikacija smanjenja rasta BDP-a jeste smanjenje poreskih prihoda u odnosu na planirane za 0,4–0,6 procentnih poena. Osim toga, javni prihodi za 2012. su preceñeni za oko 0,5% BDP-a, pa će fiskalni deficit u ovoj godini biti za oko jedan procentni poen (oko 300 miliona evra) veći od planiranog, ako Vlada ne preduzme mere za njegovo smanjenje. Ukoliko bi fiskalni deficit u 2012. godini iznosio 5,25% BDP-a – odnos javnog duga i BDP-a bi krajem 2012. dostigao oko 50% BDP-a. Rast duga u odnosu na BDP će se nastaviti i u narednim godinama, tako da je skoro izvesno da će se dostići iznos od oko 55% BDP-a, što bi dodavanjem duga po osnovu restitucije iznosilo oko 60% BDP-a. Eventualna realna depresijacija dinara, rast realnih kamatnih stopa ili sporiji oporavak privrede uticali bi da odnos javnog duga prema BDP-u raste još brže.

Odnos javnog duga prema BDP-u u Srbiji ušao je u kritičnu zonu, kada verovatnoća dužničke krize nije zanemariva. Mada kretanje odnosa javnog duga prema BDP-u zavisi od mnogih činilaca – ključan uticaj na njega ima visina fiskalnog deficita. Sem toga, deficit se nalazi pod snažnim uticajem Vlade, dok na osta-

le činioce koji utiču na odnos duga prema BDP-u (rast BDP-a, realni kurs i kamratne stope i dr.) – njen uticaj je ograničen, indirektan i srednjoročan. Stoga je naglo smanjivanje fiskalnog deficita ključna mera za usporavanje rasta odnosa javnog duga prema BDP-u, a potom i za njegovo smanjenje. To bi konkretno značilo da se već u toku 2012. preduzmu mere kojima bi se fiskalni deficit održao na inicijalno planiranom nivou od 4,25% BDP-a, a da se u sledećoj godini fiskalni deficit smanji na nivo od 2,5–3% BDP-a. Naglo smanjivanje fiskalnog deficita imalo bi snažan uticaj na učvršćenje poverenja investitora u solventnost države Srbije. Smanjivanje fiskalnog deficita bi se nastavilo i u narednih tri do četiri godine, sve dok se ne dostigne nivo od 1% BDP-a – koji obezbeđuje da odnos javnog duga i BDP-a opada. Drugi činilac koji utiče na kretanje odnosa javnog duga prema BDP-u, mimo fiskalnog deficita, a koji se takođe nalazi pod direktnom kontrolom Vlade – jesu garancije. Iako su kvantitativno manje važne od fiskalnog deficita, neophodno je postaviti ograničenja na odobravanje garancija, kako se efekti smanjenja fiskalnog deficita ne bi poništili prebacivanjem javnih rashoda na preduzeća i institucije koji nisu uključeni u bilans opšte države.

Deficit tekućeg platnog bilansa u 2011. iznosio je preko 9% BDP-a, uz tendenciju rasta u toku godine (v. poglavlje “Platni bilans i spoljna trgovina”), što je iznad njegove dugoročno održive vrednosti. Održivi deficit tekućeg bilansa Srbije u “normalnim vremenima” (rast BDP-a 4% ili više, strane direktne investicije oko 4% BDP-a, stabilan realni kurs i realne kamratne stope oko 3% i dr.) – nalazi se u intervalu od 6% do 8% BDP-a. Međutim, u 2012. godini se očekuje stagnacija BDP-a, nizak priliv stranog kapitala, mogući rast realnih kamratnih stopa zbog čega će se javiti pritisak na finansiranje deficita tekućeg bilansa iz deviznih rezervi, koje su visoke, ali ipak ograničene. Situacija se dodatno komplikuje zamrzavanjem aranžmana sa MMF-om, što negativno utiče kako na priliv kapitala i njegovu cenu, tako i na mogućnost povlačenja dodatnih sredstava od MMF-a za obezbeđenje spoljne likvidnosti. Stoga bi bilo važno da se u kratkom roku nakon formiranja nove vlade izvrši rebalans budžeta i ispune ostali uslovi za aktiviranje aranžmana sa Fondom. Imajući u vidu nepovoljna kretanja na tržištu kapitala u svetu, rizike koji postoje u Srbiji, deprecijacija dinara na početku 2012. godine imaće pozitivan uticaj na smanjenje deficita tekućeg platnog bilansa. Sa stanovišta ukupne makroekonomske stabilnosti pozitivan uticaj umerene depresijacije na tekući bilans je važniji od nepovoljnog uticaja na troškove servisiranja privatnog i javnog deviznog duga i inflaciju.

U poglavlju “Cene i devizni kurs” detaljnije se analiziraju činioce koji su uticali na nagli pad inflacije u prethodnim mesecima, ukazuje se na problematičnost direktne kontrole cena i daju procene o kretanju inflacije do kraja 2012. godine. Izrazito niska inflacija u kombinaciji s recesijom u standardnim okolnostima stvara prostor za povećanje ekspanzivnosti monetarne politike. Međutim, postojanje dvovalutnog sistema u Srbiji bitno ograničava domete monetarne politike i deformiše njene efekte. Osim toga, zbog prisutnih rizika (javni dug, devizno tržište, finansijski sektor i dr.) – neophodna je velika opreznost pri relaksaciji monetarne politike (smanjenju referentne kamratne stope, smanjenju obaveznih rezervi i dr.), jer bi ona umesto željenog podsticanja privrede mogla pre da dovede do rasta kursa i inflacije, kao i odliva kapitala iz Srbije.

U skladu sa uređivačkom praksom i u ovom broju QM-a objavljujemo priloge u rubrikama Osvrt i Pod lupom.

U Osvrtu (Milojko Arsić i Milan Pejić) analiziraju se aktuelne tendencije u unapređenju fiskalnih pravila za kontrolu javnog duga koja su usvojena na nivou EU, kao i posebna pravila koja su usvojena u pojedinim državama članicama. Ocenjujemo da bi bilo vrlo korisno da se neka od tih pravila, u relativno kratkom roku, primene u Srbiji.

Obe Lupe posvećene su analizi stanja i trendova u određenim segmentima ekonomije u Srbiji i zemljama regiona. U prvom Lupi (Boško Živković) analiziraju se trendovi i rizici u bankarskom sektoru, s posebnim fokusom na uticaj kursnog rizika, moguće prenošenje problema iz matičnih banaka na banke u regionu, rastu loših kredita u zemljama regiona. Na kraju se daju i sugestije kojim merama bi država Srbija, mogla da ublaži ove rizike. Druga Lupa (Borko Handžinski i Lazar Šestović) posvećena je detaljnoj analizi barijera u trgovini uslugama (po vrstama usluga) u regionu CEFTA. U ovom broju QM-a objavljujemo i polemički tekst o efektima poreske reforme (Gordana Matković i Boško Mijatović), u okviru koje bi se povećali porezi na potrošnju a smanjili porezi na rad, pod naslovom “Porezi na potrošnju su regresivni”.



TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomske prilike u 2011. godini možemo grubo podeliti na dva perioda. Prvi, početkom godine, kada se privredna aktivnost ubrzano oporavljala od posledica prvog udara ekonomske krize i drugi, koji je započeo već od Q2, u kom je taj oporavak potpuno zaustavljen uz dalji postepeni pad privredne aktivnosti. Inflacija je, po sličnom vremenskom obrascu kao privredni rast, početkom godine bila visoka, pa zatim – od maja – za Srbiju neuobičajeno niska, a tekući deficit je bio relativno stabilan sve do poslednjeg kvartala, kada je snažno porastao. Zapažanje *QM*-a jeste da je ekonomska politika vođena *ad hoc* merama sa zakasnelim i nedovoljno odlučnim odgovorima na pogoršanje trendova u međunarodnom okruženju i u Srbiji. Zbog toga će neophodna prilagođavanja u 2012. godini gotovo izvesno morati da budu znatno oštrija i samim tim i teža za sprovođenje.

Međugodišnji rast BDP-a je u Q4 procenjen na 0,8%, sa čim ukupni rast privredne aktivnosti u 2011. godini iznosi skromnih 1,8%. Nepovoljan je i trend sezonalnog BDP-a koji postepeno opada već treći kvartal zaredom, zbog čega ocenjujemo da se privreda Srbije nalazi u blagoj recesiji. Posmatrano po *upotrebi* BDP-a, investicije su jedine pozitivno doprinosile rastu privrede u 2011, dok su sve druge komponente BDP-a stagnerale ili imale manji pad.

U 2012. godini, međutim, biće teško povećati privrednu aktivnost. Investicije najverovatnije više neće moći da pozitivno doprinosu rastu privredne aktivnosti kao u 2011. godini. Naime, završavaju se veliki investicioni projekti poput FIAT-a i NIS-a, a postoji i neizvesnost po pitanju izvršenja planiranih državnih investicija. Privatna i državna potrošnja takođe teško mogu da pokrenu privredu u 2012, jer država mora da smanjuje fiskalni deficit, a veća privatna potrošnja trenutno nema održiv izvor finansiranja. Stoga, kao jedina preostala komponenta koja može da pozitivno utiče na rast BDP-a u 2012, a, po svemu sudeći, i u srednjem roku – preostaje neto izvoz.

Neto izvoz, međutim, u 2012. ulazi sa značajnim padom. Izvoz robe je u Q4 2011. imao skroman rast od 2%, a uvoz od skoro 17% zbog čega je neto izvoz bio u oštrom padu. Iako je visok rast uvoza u Q4 dobrim delom jednokratani (energenti i kapitalni proizvodi), pa stvarni trend kretanja neto izvoza verovatno nije toliko loš – teško je očekivati pozitivan doprinos neto izvoza rastu privrede početkom 2012. godine. Moguće je da će u drugoj polovini 2012. izvoz kompanije FIAT automobili Srbija da preokrene trend, ali smatramo da će to biti tek dovoljno da kompenzuje očekivani blaži pad proizvodnje ostatka privrede, pa će ukupni rast BDP-a u 2012. biti oko 0% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“).

Uzimajući u obzir da bi neto izvoz (uz pozitivan, ali ipak nešto manji doprinos investicija) morao biti u srednjem roku najbitniji pokretač rasta privrede, u *QM*-u smo razmatrali da li je u 2011. godini vođena odgovarajuća ekonomska politika koja će podržati rast neto izvoza. Zaključak analize je da ni monetarna ni fiskalna politika koje su vođene u 2011. godini nisu bile potpuno adekvatne za prelazak na novi model privrednog rasta zasnovanog na izvozu. Naime, veličina izvoza Srbije u osnovi zavisi od mnogo različitih činilaca. Na neke činioce se ekonomskom politikom ne može uticati – poput nepovoljnih privrednih kretanja u evrozoni zbog kojih je smanjena tražnja na, za Srbiju, vrlo bitnim tržištima; kretanje svetskih cena poljoprivrednih proizvoda i osnovnih metala i drugo. Ipak, pojedini činioци, poput kursa dinara, jednako su bitni za rast izvoza, i što je još važnije, na njih se moglo uticati odgovarajućom ekonomskom politikom.

Monetarna politika je početkom 2011. povećavala restriktivnost podižući referentnu kamatnu stopu tri puta u ukupnom iznosu od 100 baznih poena – sa 11,5% na 12,5%. Razlog tome bila je visoka inflacija koja je samo u periodu od januara do kraja aprila dostigla 6,7%. U *QM*-u smo,

međutim, još tada uočili da je visoka inflacija gotovo isključivo posledica rasta cena hrane i nekih administrativno kontrolisanih cena, a da je tržišna inflacija, na koju utiče monetarna politika, (koju računamo tako što iz ukupne inflacije isključimo cene hrane, energije, alkoholnih pića i duvana) zapravo na vrlo niskom nivou za Srbiju (oko 0,4% mesečno ili 4,5% godišnje). Očekivali smo, dakle, da će inflacija usporiti u drugoj polovini godine i preporučivali da se pažljivo modelira i dozira restriktivnost monetarne politike, kako ona ne bi imala uticaja na apresijaciju dinara i time izazvala negativne posledice na izvozno orijentisani deo privrede Srbije (v. Pregled QM 25).

Inflacija je, u skladu sa očekivanjima, do kraja godine usporila – od maja do decembra rast cena je iznosio svega 0,3%, a NBS je počela da reaguje u drugom smeru, odnosno da smanjuje referentnu kamatnu stopu koja sada iznosi 9,5%. Ali dinar je tokom 2011. realno apresirao u odnosu na evro za oko 7%, za koliko je približno smanjena i cenovna konkurentnost privrede koju merimo preko evro-JTR (v. Grafikon T2-4). Na realnu apresijaciju dinara tokom 2011. godine dodatno su uticali prilivi stranog kapitala koji su nastali po osnovu prodaje domaćih preduzeća i realizacije nekoliko velikih investicionih projekata (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Smanjenje cenovne konkurentnosti nepovoljno utiče na izvoz, ali i proizvodnju za domaće tržište, budući da uvozna roba postaje konkurentnija od domaće.

Negativna posledica suviše jakog dinara jeste njegov uticaj na rast neravnoteže u tekućem bilansu plaćanja. Smatramo, naime, da su kurs dinara, odnosno smanjenje cenovne konkurentnosti, uz pad tražnje u evrozoni i povećani uvoz energenata i kapitalnih proizvoda – bili razlozi za rast tekućeg deficita. Tekući deficit je u 2011. godini iznosio 9% BDP-a, što je znatno više nego u prethodne dve godine kada se kretao oko 7% BDP-a, što ujedno predstavlja i njegovo udaljavanje od ravnotežnog – dugoročno održivog nižeg nivoa (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Do najvećeg pogoršanja došlo je u Q4 kada je tekući deficit bio za čak 700 miliona evra veći nego u istom periodu prethodne godine. Problem može nastati ukoliko se ispostavi da su izvori finansiranja tog povećanog tekućeg deficita u 2011. bili privremeni (*carry trade*, velike jednokratne investicije i sl.), jer ono što sledi s visokim deficitom tekućeg računa i manjkom priliva, ili čak mogućim odlivom na kapitalnom računu – jeste pad deviznih rezervi i/ili nagla depresijacija dinara, koja u ekstremnim slučajevima može da ugrozi i makroekonomsku stabilnost zemlje. Verovatno deo objašnjenja za nešto veću depresijaciju dinara početkom 2012. i intervencije NBS iz deviznih rezervi (od prvog januara do prvog marta kurs dinara je oslabio sa 104,6 dinara za evro na 110,6 dinara za evro, a prodato je oko 250 miliona evra iz deviznih rezervi) – leži i u činjenici da je tekući deficit porastao (v. Odeljak 5. „Cene i devizni kurs“).

Fiskalna politika se tokom čitave 2011. u znatnoj meri oslanjala na kratkoročne mere kojima se pokušavalo odgovoriti na veliki broj problema koji su eskalirali tokom godine. Srbija je u 2011. ušla sa strukturnim deficitom od preko 4% BDP-a, što je onda sa usporavanjem privredne aktivnosti dovelo do ostvarenog godišnjeg deficita od 4,7% BDP-a i rasta javnog duga na preko 45% BDP-a (v. Odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). „Ulje na vatru“ su tokom 2011. dodavale, u osnovi, političke odluke, koje su imale značajne negativne fiskalne posledice – izdvajamo kao najopasnije fiskalno neodgovorne izmene Zakona o finansiranju lokalne samouprave, kojima se učešće lokalnog nivoa vlasti u prihodima od poreza na zarade povećalo sa 40% na 80% – bez neophodnih mera kojima bi se nadoknadio nastali gubitak u centralnoj kasi. Na ovaj način je napravljen trajni gubitak u republičkom budžetu od oko 40 milijardi dinara godišnje.

Stoga su kao nužan odgovor na pogoršavanje makroekonomskog okruženja i iznuđenu promenu zakonskih odredaba u drugom delu 2011. učinjena znatna, ali nesistematska prilagođavanja republičkog budžeta – prihodi su jednokratno povećani preuzimanjem određenih potraživanja iz stečajne mase preduzeća, smanjeni su značajno rashodi za nabavku robe i usluga, smanjena je potrošnja sopstvenih prihoda budžetskih korisnika, a bila su neizbežna i značajna smanjenja izdvajanja za javne investicije. Fiskalni deficit u 2011. je i pored svih preduzetih prilagođavanja bio nešto veći od planiranog i iznosio je 158 milijardi dinara umesto 153 milijarde dinara (4,7% BDP-a umesto 4,5% BDP-a). Još je nepovoljnija činjenica to da su problemi javnih finansija najvećim delom preneti na 2012. godinu.

Planirani fiskalni deficit u 2012. godini od 4,25% BDP-a će stoga teško biti ostvaren. Prihodi budžeta su planirani optimistično čak i kada bi se ostvario malo verovatni privredni rast od 1,5%, a postoje i brojni rizici da se rashodi otrgnu kontroli. U objavljenom edmemoaru (fran. aide-memoire) misije MMF-a iz februara procenjena je „rupa“ u budžetu u iznosu od 34 milijarde dinara, odnosno oko 1% BDP-a. Navedena procena je u skladu sa analizom Fiskalnog saveta iz decembra, gde je budžetski manjak u 2012. procenjen na identičnom nivou.

Javni dug je na kraju 2011. prešao zakonsku granicu od 45% BDP-a i, po svemu sudeći, nastaviće da raste i u 2012. godini. Očekujemo da će na kraju 2012. javni dug premašiti 50% BDP-a jer će fiskalni deficit biti visok (najmanje 4,25% BDP-a), a BDP će stagnirati. Eventualna depresijacija dinara dodatno bi povećala učešće javnog duga u BDP-u. Zbog probijanja granice od 45% BDP-a Vlada Republike Srbije je po Zakonu o budžetskom sistemu u obavezi da sa narednim budžetom pripremi plan kredibilnih mera kojima će javni dug u srednjoročnom periodu da se trajno vrati u zakonski propisane granice. Osim zakonske obaveze, javni dug se mora smanjivati i iz ekonomskih razloga. Empirijska istraživanja pokazuju da za zemlje nivoa razvoja Srbije, investitori mogu da odustanu od kupovine državnih obveznica pri visini javnog duga od oko 50% BDP-a, pa čak i pri nižem dugu (v. Osvrt 1). Napominjemo i da se nekoliko zemalja u regionu (Mađarska, Hrvatska) već suočava s pritiskom investitora u pogledu njihovih državnih obveznica, i zbog toga su primorane da sprovode fiskalnu konsolidaciju (v. Odeljak 8. „Međunarodno okruženje“).

Analiza *QM*-a, ali i važeća zakonska regulativa, ukazuju da je fiskalna konsolidacija nužna i u Srbiji i da je treba sprovesti odmah po formiranju nove Vlade. Već sada je izvesno da je neophodno snažno fiskalno prilagođavanje kojim bi se usporio, a potom i zaustavio rast odnosa javnog duga prema BDP-u. Prvi korak u fiskalnoj konsolidaciji, ostvario bi se kroz rebalans budžeta za 2012, u okviru koga bi se deficit smanjio za oko 300 miliona evra u odnosu na nivo koji bi bio ostvaren uz postojeću politiku. Drugi, ključni korak u fiskalnoj konsolidaciji je smanjivanje fiskalnog deficita u 2013. godini na nivo od 2,5% do 3% BDP-a. Naglo smanjivanje fiskalnog deficita je ključno za usporavanje rasta javnog duga, a time i za održanje poverenja investitora u solventnost države. Smanjivanjem fiskalnog deficita sa nivoa od oko 4,5% BDP-a koliko je iznosio u poslednje tri godine, na 2,5–3%, država bi jasno poslala poruku da su njene finansije pod kontrolom. Pri tome, smatramo, valja voditi računa ne samo o fiskalnoj održivosti – već i o ulozi fiskalne politike u prelasku na novi model rasta privrede zasnovanom na izvozu. Stoga se prilikom fiskalne konsolidacije ne smeju, kao u 2011. godini, „žrtvovati“ izdvajanja za javne investicije, već je, naprotiv, potrebno dodatnim uštedama napraviti dovoljno prostora za njihov značajniji rast. Takođe smatramo da bi u sklopu poreske reforme, koja sada izgleda sve izvesnija, uz povećanje poreza na potrošnju moralo doći i do određenog, svakako manjeg, smanjenja poreskog opterećenja rada.

Visoka nezaposlenost ostaje najveći strukturni problem domaće ekonomije. Po podacima iz ankete o radnoj snazi iz oktobra, nastavljaju se negativni trendovi na tržištu rada. Stopa nezaposlenosti je porasla sa 22,9% na 24,4% između aprila i oktobra 2011, a stopa zaposlenosti je nastavila da pada i dostiže izuzetno niske nivoe – neznatno premašuje 45% (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Pad zaposlenosti se još uvek odvija samo u privatnom sektoru, pošto zaposlenost u javnom sektoru ostaje nepromenjena. Reakcija ekonomske politike (Vlade) na to bila je formulisanje predloga izmena Zakona o radu s ciljem da se poveća fleksibilnost tržišta rada (koji su podneti Socijalno-ekonomskom savetu na razmatranje u oktobru). Predlog je bio glatko odbijen od strane sindikata tako da neće biti nikakvih izmena Zakona o radu do novih parlamentarnih izbora (v. Okvir 1. odeljka 3. „Zaposlenost i zarade“).

Srbija je na sednici Saveta EU od prvog marta 2012. godine dobila status kandidata za članicu EU. Dobijanje statusa kandidata je važna stepenica u procesu evropskih integracija Srbije i samim tim je od velikog značaja i za dalji napredak domaće ekonomije – pre svega kroz povećanje predvidivosti poslovnog okruženja i smanjenje rizika poslovanja. U praksi, povećavaju se mogućnosti korišćenja bespovratnih sredstava iz pretpristupne pomoći EU (pored postojeće IPA 1 i 2, sa kandidaturom je omogućeno korišćenje i IPA 3, 4 i 5 – sektorska podrška razvoju infrastrukture, energetike, poljoprivrede, regionalnog razvoja i podrška razvoju ljudskih resursa).

Ukupan iznos pretpriprustne pomoći EU, koji iznosi oko 200 miliona evra godišnje, ipak će ostati isti u nekoliko narednih godina. Za analize koje sprovodimo u QM-u je posebno važno i ubrzanje procesa integrisanja statističkih podataka i indikatora iz Srbije u standardizovane sisteme EU, kojim će se značajno unaprediti pouzdanost praćenja makroekonomskih trendova u Srbiji i njihova uporedivost sa istim podacima zemalja EU.

Jedno od važnijih pitanja u ovom trenutku odnosi se i na to kako će investitori precipirati rizik Srbije u 2012. godini. S jedne strane, na povećanje rizičnosti deluje zamrzavanje sporazuma sa MMF-om, rast javnog duga preko zakonskih ograničenja i sve neizvesnije održanje fiskalnog deficita pod kontrolom. S druge strane, međutim, napredak u evropskim integracijama je gotovo uvek bio praćen i smanjenjem rizičnosti zemlje koja se kreće ka EU. U 2012. godini smatramo da će se investitori nešto više nego obično rukovoditi makroekonomskim indikatorima i da zbog toga treba što ranije započeti proces fiskalne konsolidacije. Rizik zemlje, meren preko EMBI (Emerging Markets Bond Index), za Srbiju, ali i čitavu tranzicionu Evropu, jeste na relativno visokom nivou. Trenutno za Srbiju EMBI iznosi oko 520 baznih poena (b.p.), dok je pre godinu dana bio skoro za 150 b.p. niži. EMBI Srbije jeste trenutno u rangu sa nekim zemljama koje imaju bolji kreditni rejting (Hrvatske, Mađarske), ali ne treba zaboraviti da i Mađarska i Hrvatska zbog takve percepcije rizika upravo započinju proces fiskalne konsolidacije.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2011

	Godišnji podaci								Kvartalni podaci							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010				2011				
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
Cene i kurs	međugodišnji rast¹⁾															
Indeks potrošačkih cena ²⁾	10,1	16,5	12,7	6,5	11,7	8,4	6,5	4,4	4,0	6,5	9,6	12,7	13,6	10,6	7,9	11,0
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ³⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	79,7	84,1	86,5	85,3	86,1	87,2	86,7	83,0	78,3	79,9	80,5	80,4
Nominalni kurs dinar/evro ³⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	98,60	101,30	105,15	106,56	104,00	99,80	101,51	102,09	101,87
Privredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾															
BDP (u mlrd. dinara)	1.380,7	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.713,2	2.986,6	--	--	--	--	--	--	--	--	3358,8
BDP	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	-0,2	1,0	1,7	1,2	3,9	2,5	0,5	0,8	1,8
Nepoljoprivredna BDV	6,9	5,8	4,9	6,1	4,1	-3,2	1,7	-0,4	1,7	3,3	1,9	3,8	2,4	0,1	0,8	1,7
Industrijska proizvodnja	6,5	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	1,1	7,3	4,3	-1,8	6,4	3,6	-1,8	0,4	2,2
Prerađivačka industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	2,5	8,1	5,8	-0,4	5,8	0,6	-2,1	-0,4	-0,4
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ⁴⁾	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	31.924	34.192	34.372	36.149	35.108	37.994	38.760	40.139	38.000
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2,047	2,056	2,028	1,998	1,997	1,901	1,805	1,838	1,815	1,796	1,773	1,769	1,755	1,755	1,738	1,753
Fiskalni podaci	u % BDP								međugodišnji realni rast							
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,0	2,5	-3,6	-1,3	-2,8	-6,6	-3,8	-4,7	-4,6
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	-1,4	-3,1	-3,2	0,3	-3,0	-4,9	1,1	-5,4	-3,3
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁵⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-24,1	-31,2	-28,8	-52,3	-26,4	-42,4	-44,4	-45,1	-158,2
Platni bilans	u milionima evra, tokovi¹⁾															
Uvoz robe ⁶⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-13.451	-15.917	-11.096	-12.176	-2.659	-3.032	-3.182	-3.302	-3.270	-3.392	-3.440	-3.850	-13.952
Izvoz robe ⁶⁾	2.991	4.006	5.111	6.383	7.416	5.978	7.402	1.473	1.861	1.938	2.129	1.955	2.163	2.169	2.151	8.438
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-760	-615	-519	-188	-761	-621	-683	-903	-2.968
u % BDP ⁷⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-18	-22	-7	-7	-12	-9	-7	-3	-10	-7	-8	-11	-9
Bilans finansijskog računa ⁷⁾	2.377	3.863	7.635	5.176	7.133	2.207	1.986	698	596	488	204	644	566	642	899	2.752
Strane direktne investicije	773	1.248	4.348	1.821	1.824	1.372	860	284	136	176	265	307	259	661	600	1.827
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje	349	1.675	4.240	742	-1.687	2.363	-929	-367	-321	-313	73	168	33	1.078	523	1.801
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda¹⁾															
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	490.534	563.529	547.249	493.899	489.847	460.348	484.971	514.453	606.834	606.834
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾ , u mil. evra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.616	5.652	5.287	4.684	4.609	4.455	4.860	5.083	5.895	5.895
Kreditni nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.389.783	1.523.040	1.583.687	1.656.905	1.658.603	1.700.248	1.714.617	1.784.237	1.784.237
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	604.783	651.132	681.704	732.066	730.892	742.597	744.100	775.600	775.600
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	14,5	17,1	11,4	2,4	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	2,7
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	9,1	19,9	17,9	15,0	4,5	-1,0	-1,1	0,5	0,5
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	47,7	51,3	52,3	53,7	53,2	51,9	50,8	51,2	51,2

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci za 2004, 2005. i 2006. godinu bazirani su na Indeksu maloprodajnih cena. RZS je prešao na obračun inflacije Indksom potrošačkih cena od 2007. godine.

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

4) Podaci od 2008. godine 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. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama.

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

6) Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju spolnotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagodivosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina.

7) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izrađuje 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.

2. Privredna aktivnost

Realni rast BDP-a iznosio je oko 1,8%, u 2011, ali su se trendovi postepeno pogoršavali tokom godine. Desezonirani BDP se smanjuje već tri kvartala zaredom, a zaposlenost je, po poslednjim podacima iz Ankete o radnoj snazi, opadala od aprila do oktobra 2011. godine. Stoga trend u kom se nalazi privredna aktivnost ocenjujemo kao blago recesioni. Prve procene RZS-a ukazuju da se u poslednjem kvartalu (Q4) 2011. nije desila neka značajnija promena: realni međugodišnji rast BDP-a jeste bio pozitivan i iznosio je oko 0,8%, ali je, u poređenju s kvartalom koji mu je prethodio (Q3) – nastavljeno neznatno smanjivanje privredne aktivnosti. Imajući u vidu trend i nivo proizvodnje s kojim se završava 2011. godina, očekujemo da će u 2012. privredna aktivnost stagnirati, odnosno da će rast BDP-a u 2012. iznositi oko 0%. Realna apresijacija dinara tokom 2011. godine uticala je na određeni gubitak cenovne konkurentnosti domaće privrede na šta ukazuje ponovni rast evro-JTR, nakon dve godine pada. Industrijska proizvodnja u Q4 produbljuje pad – najizraženiji u prerađivačkoj industriji. Statistika građevinarstva ukazuje na visok rast građevinske aktivnosti u Q4 koji odudara od ostatka privrede, te se pretpostavlja da je rast možda precenjen.

Bruto domaći proizvod

Rast BDP-a u Q4, oko 0,8%...

Prema preliminarnoj proceni RZS-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti, realni međugodišnji rast BDP-a u Q4 iznosio je oko 0,8%. Ukupni rast privredne aktivnosti u 2011. godini (s procenom za Q4) iznosi oko 1,8%, što je neznatno niže od očekivanih 2%.

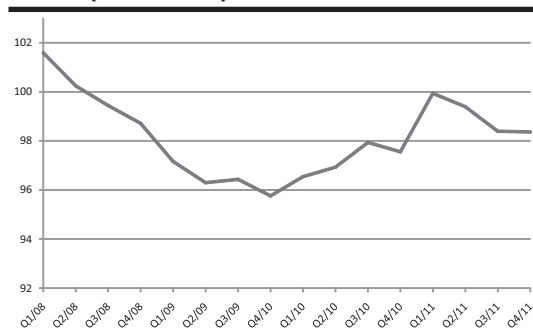
...u 2011. oko 1,8%

Međugodišnji rast se smanjuje

Međugodišnje stope rasta BDP-a se uz manje oscilacije postepeno smanjuju. U Q1 je međugodišnji rast iznosio 3,7% – i od tada u narednim kvartalima beležimo smanjivanje međugodišnjih stopa rasta. U Q4 je privredna aktivnost bila tek neznatno viša u odnosu na prethodnu godinu (0,8%), i gotovo je izvesno da će u Q1 2012. međugodišnja stopa rasta BDP-a biti negativna.

Desezonirani indeksi ukazuju na smanjivanje proizvodnje

Grafikon T2-1. Srbija: Desezonirani rast BDP-a (2008=100)



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

Trend kretanja privredne aktivnosti najbolje se vidi u desezoniranim podacima. U Grafikonu T2-1 prikazani su desezonirani indeksi rasta BDP-a u odnosu na prosek 2008. godine. Uočavamo da je trend oporavka proizvodnje od krize iz 2008. i 2009. zaustavljen nakon Q1 2011. godine. U Q2 je započeo blagi pad proizvodnje koji je produbljen u Q3, te je u Q4 privredna aktivnost već za skoro dva procenta niža od svoje vrednosti iz Q1 2011. godine. Kako je gotovo nemoguće da se u sledećem kvartalu taj pad od 2% nadoknadi, međugodišnja stopa rasta u Q1 2012. godine će najverovatnije biti negativna.

Privreda ispoljava blago recesioni trend

Premda je evidentno usporavanje BDP-a sredinom 2011. godine, njegov intenzitet za sada nije toliko snažan kao u 2008. i 2009. godini (Grafikon T2-1). Navedeni podaci stoga ukazuju na blagu recesiju. Na buduća kretanja ekonomske aktivnosti u Srbiji presudan uticaj će najverovatnije imati rasplet krize u evrozoni s kojom je privreda Srbije tesno povezana. Mada još uvek ne možemo da isključujemo u potpunosti mogućnost dodatnog pogoršanja ekonomskih prilika u narednim kvartalima, procenjujemo da je verovatnija stabilizacija.

U 2012. BDP će verovatno stagnirati

Ukoliko se ostvari naše predviđanje o stabilizaciji prilika u međunarodnom okruženju i privreda Srbije u narednim kvartalima vrati na putanju oporavka (sličnu onoj nakon prvog talasa krize), rast BDP-a u 2012. u odnosu na 2011. godinu će iznositi oko 0%. Razlog za takav rezultat (i pored pretpostavljenog oporavka) leži u tome što je iz 2011. godine „prenet pad“, odnosno u tome da će privreda Srbije započeti 2012. godinu negativnim rastom. O takvom scenariju smo

2. Privredna aktivnost

detaljnije pisali i u Osvrtu prethodnog izdanja *QM-a*.¹ Ocena *QM-a*, za sada, jeste da je ovo najverovatniji scenario kretanja privredne aktivnosti u 2012. godini, ali i da postoji rizik da privredni rast ostvari blagi pad.

Pretkrizni nivo proizvodnje (2008) se neće dostići pre 2013. godine

U Grafikonu T2-1 uočavamo i zanimljiv podatak – da je oporavak proizvodnje zaustavljen pre nego što je BDP dostigao svoj pretkrizni nivo. U Q4 je proizvodnja za oko tri procentna poena niža nego u Q1 2008. godine. Nivo proizvodnje s početka 2008. će dakle, pod optimističnim pretpostavkama, biti dostignut tek u 2013. godini, odnosno tek pet godina nakon izbivanja krize.

U 2011. prednjačio je rast građevinarstva i telekomunikacija

Rast BDP-a posmatran po *proizvodnom* principu prikazan je u Tabeli T2-2. U Tabeli je prikazan rast pojedinačnih sektora privrede zaključno s poslednjim zvaničnim podatkom koji se odnosi na Q3 2011. godine.² Relativno visok realni rast u 2011. godini ostvaruju sektori građevinarstvo i informisanje i komunikacije, dok je u najvećem padu u odnosu na prethodnu godinu trgovina. Do najveće promene trenda je došlo u prerađivačkoj industriji koja je nakon visokog realnog rasta od 7,8% u Q1, u Q3 već imala međugodišnji pad od 1,6% (Tabela T2-2). Slične trendove, posmatrano po sektorima proizvodnje – očekujemo i u Q4, za koji još uvek ne postoje zvanični podaci.

Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2008–2011¹⁾

	Učešće										
	2008	2009	2010	2010				2011			2010
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Ukupno	103,8	96,5	101,0	99,8	101,0	101,7	101,2	103,9	102,5	100,5	100,0
Porezi minus subvencije	101,4	98,3	100,2	100,1	100,1	100,6	100,0	104,5	103,6	101,1	17,5
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	104,5	96,4	101,3	99,9	101,4	102,1	101,6	103,6	102,3	100,3	85,2
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	104,1	95,8	101,7	99,6	101,7	103,3	101,9	103,8	102,4	100,1	89,6 ²⁾
Poljoprivreda	108,7	100,8	99,6	103,5	99,0	97,1	100,2	101,0	100,6	101,2	10,4 ²⁾
Prerađivačka industrija	100,8	84,2	100,9	98,8	102,4	103,4	98,8	107,8	102,4	98,4	14,2 ²⁾
Građevinarstvo	104,7	80,3	92,9	84,8	88,3	95,7	100,2	99,1	110,2	109,2	3,9 ²⁾
Trgovina na veliko i malo	106,7	92,5	101,7	96,7	102,1	105,1	102,4	102,0	96,1	91,7	14,0 ²⁾
Saobraćaj i skladištenje	97,4	90,0	108,2	104,4	108,2	109,5	110,7	108,9	103,1	102,4	5,3 ²⁾
Informisanje i komunikacije	110,8	110,0	105,4	105,2	102,6	107,3	106,5	105,4	108,9	109,3	7,9 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	113,4	105,5	106,7	105,1	106,1	108,1	107,5	106,3	101,4	100,6	3,9 ²⁾
Ostalo	103,7	101,6	100,8	99,9	101,3	101,6	100,6	102,4	102,6	100,7	40,4 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine.

2) Učešće u BDV.

Investicije su pokretale rast proizvodnje u 2011. godini

Pokretač rasta proizvodnje u 2011. su investicije koje ostvaruju realni rast od preko 10% u odnosu na prethodnu godinu. Na visok rast investicija nam ukazuje: (1) rast građevinske aktivnosti koji je u 2011. godini, po zvaničnim podacima, iznosio oko 15%,³ (2) rast uvoza kapitalnih proizvoda u 2011. od čak 48,2% i (3) rast industrijske proizvodnje kapitalnih proizvoda od 3,2%. Sve druge komponente BDP-a su imale blagi realni pad u odnosu na prethodnu godinu. Posebno zabrinjava trend neto izvoza koji ima značajno smanjenje u Q4.⁴ Podsećamo da je neto izvoz u 2010. godini bio pokretač oporavka proizvodnje.

Jedino neto izvoz može pozitivno doprinosti rastu privrede u 2012.

Neto izvoz je posebno interesantan za analizu, zato što je jedina komponenta BDP-a koja može pozitivno da doprinese rastu BDP-a u 2012. godini. Naime, investicije će u 2012, u najboljem slučaju, ostati na nepromenjenom nivou iz 2011. godine, odnosno neće imati pozitivan uticaj na rast BDP-a u 2012. godini. Ovo zaključujemo na osnovu toga što se završavaju veliki investicioni projekti poput FIAT-a i NIS-a, a uz to je neizvesno i da li će država biti u mogućnosti da ostvari svoj ambiciozni plan investiranja. Zaduživanje za nove investicije u 2012. je dodatno otežano usled značajnog rasta premije rizika i posledično kamatne stope na investicione kredite. Rast privatne i državne potrošnje u 2012. godini teško da je moguć, jer država mora da smanjuje deficit, a veća privatna potrošnja pod trenutnim okolnostima nema izvor finansiranja.

1 Za više detalja v. Osvrt 1. "Procena kretanja privredne aktivnosti u 2012. godini", *QM* 25–26.

2 Za pojedine sektore privrede: građevinarstvo, prerađivačku industriju, rudarstvo, proizvodnju električne energije, a donekle i za poljoprivredu, trgovinu i finansijske usluge, postoje indikatori kretanja i u Q4 2011. godine.

3 Analiza *QM-a* ukazuje da zvanična statistika možda nešto precenjuje rast građevinarstva.

4 Za više detalja v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“ ovog izdanja *QM-a*.

U 2012. se ulazi s nepovoljnim trendom neto izvoza...

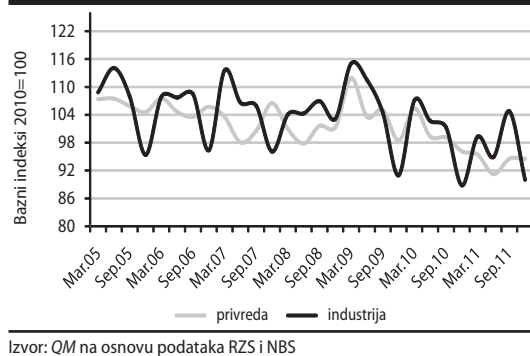
Neto izvoz, dakle, u 2012. godini ostaje ključna komponenta koja bi mogla da omogući eventualni rast BDP-a. Procena *QM-a* jeste da će realni rast svih drugih komponenti (bez neto izvoza) u 2012. iznositi između -0,5% i 0%, te da je za pozitivan rast BDP-a potreban doprinos neto izvoza od najmanje 0,5% BDP-a. To znači da bi izvoz u 2012. godini morao da raste oko 10% – i pri tom najmanje dvostruko brže od uvoza. Poslednji podaci o neto izvozu sa kojima se ulazi u 2012. su, međutim, izrazito negativni. Izvoz je u decembru imao međugodišnji pad od 3,1%, a uvoz rast od čak 18,1%. Iako je visok rast uvoza u decembru dobrim delom jednokratn (energenti i kapitalni proizvodi), pa stvarni trend kretanja neto izvoza verovatno nije toliko negativan – teško je očekivati pozitivan doprinos neto izvoza rastu privrede početkom 2012. godine. Aktuelni problemi Železare Smederevo samo su najkrupnija otežavajuća okolnost.

...ali možda ga FIAT u drugoj polovini godine preokrene

Moguće je, međutim, da će početak proizvodnje i izvoza kompanije FIAT automobili Srbija dovesti do neophodnog rasta izvoza u drugoj polovini 2012. godine. Procena *QM-a* jeste da će u 2012. godini kompanija FIAT automobili Srbija povećati neto izvoz za najviše 0,5% BDP-a, čime bi stopa rasta BDP-a u 2012. godini mogla da dostigne oko 0%. Navedena procena se uklapa u prethodnu analizu putanje desezoniranog BDP-a koja takođe ukazuje da će stopa rasta BDP-a u 2012. iznositi oko 0%. Iz analize BDP-a *po upotrebi* sledi da je moguće da je i prognoza o stagnaciji privrede u 2012. godini blago optimistična.

Jedinični troškovi rada nastavljaju da se smanjuju

Grafikon T2-3. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi i industriji, 2005–2011



Cenovna konkurentnost privrede tokom 2011. se značajno pogoršava

Jedinični troškovi rada⁵ (JTR), mereni u dinarima, u Q4 nastavljaju trend postepenog smanjivanja (uz sezonske oscilacije), što znači da se smanjuje učestće troškova radne snage u ostvarenoj dodatoj vrednosti (Grafikon T2-3). Premda je smanjivanje JTR u osnovi poželjan trend, najbitniji razlog za smanjivanje JTR u odnosu na pretkrizni nivo, jeste, nažalost, značajan pad zaposlenosti, koji je u Srbiji bio veći i od pada proizvodnje.⁶

Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR), ukazuju na međunarodnu cenovnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatnu vrednost. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, (koja proizvodi daleko najveći deo razmenjivih proizvoda) i za ukupnu privredu,⁷ što je prikazano u Grafikonu T2-4. Kao repernu godinu u odnosu na koju posmatramo promenu evro-JTR koristimo 2005, zbog toga što je te godine započeo trend značajnog gubitka cenovne konkurentnosti domaće privrede, usled snažne apresijacije dinara, koji se završio sa eskalacijom ekonomske krize u Srbiji.

Realna apresijacija dinara je smanjila cenovnu konkurentnost u 2011. za oko 10%

Nakon eskalacije krize u drugoj polovini 2008. godine, evro-JTR su počeli snažno da se smanjuju – kao posledica realne depresijacije dinara i promena na tržištu rada. Smanjenje evro-JTR je dovelo do rasta cenovne konkurentnosti domaće privrede, što je nesumnjivo imalo značajan doprinos brzom oporavku izvoza. Napominjemo da je izvoz jedini značajniji makroekonomski agregat koji je prevazišao svoju pretkriznu vrednost. U 2011. godini trend smanjivanja evro-JTR se zaustavlja, a cenovna konkurentnost domaće privrede počinje ponovo da se smanjuje (Grafikon T2-4). Razlog za to je snažna apresijacija dinara tokom 2011. godine.⁸ Smanjena cenovna konkurentnost domaće privrede može biti značajna prepreka za dalje povećanje neto izvoza koji je, kako smo videli, verovatno presudan činilac budućeg ekonomskog rasta. Stoga, dalju realnu apresijaciju dinara smatramo nepoželjnom iz ugla oporavka i budućeg rasta privredne aktivnosti, a poslednje slabljenje kursa dinara u februaru, ukoliko se ne otrgne kontroli, može biti korisno za privredu Srbije u srednjem roku.

5 Jedinične troškove rada u dinarima računamo za privredu (bez sektora Poljoprivreda i sektora Država) i industriju.

6 Za više detalja v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade” ovog izdanja *QM-a*.

7 Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

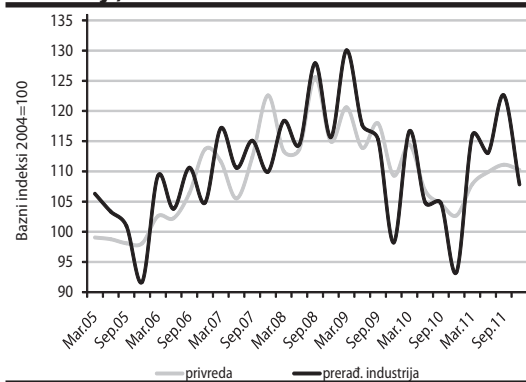
8 Za više detalja v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs” ovog izdanja *QM-a*.

2. Privredna aktivnost

Industrijska proizvodnja nema dobre rezultate u Q4

Produbljuje se pad prerađivačke industrije

Grafikon T2-4. Srbija: realni evro-jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2011



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS
Napomena: rast evro-JTR na Grafikonu predstavlja smanjenje cenovne konkurentnosti

industrijske proizvodnje imaju česte oscilacije i pod uticajem su egzogenih činilaca. Tako je za rast rudarstva u Q4 najvećim delom zaslužan iznadprosečan rast eksploatacije uglja, a ovo je opet bila posledica niskog vodostaja i smanjene eksploatacije hidropotencijala za proizvodnju električne energije. Prerađivačka industrija je u Q4 imala međugodišnji pad od 4,4% (Tabela T2-5) koji je veći od onog iz Q3 (2,1%) i široko je rasprostranjen u najvećem broju oblasti industrijske proizvodnje. Stoga kretanje prerađivačke industrije smatramo pravim indikatorom kretanja industrijske proizvodnje.

Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2007–2011

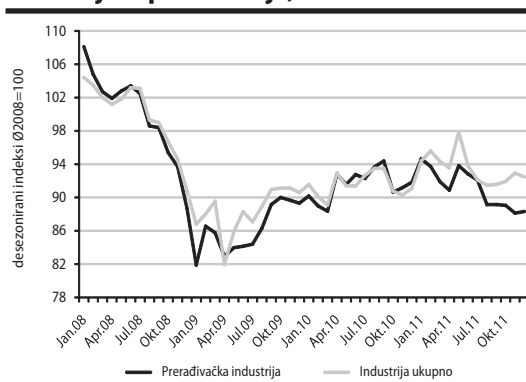
	međugodišnji indeksi					Učešće				
	2007	2008	2009	2010	2011	2011				
						Q1	Q2	Q3	Q4	2010
Ukupno	104,1	101,4	87,4	102,5	102,2	106,4	103,6	98,2	100,4	100,0
Rudarstvo	100,2	105,3	96,2	105,8	110,4	107,5	118,8	103,6	115,0	8,8
Prerađivačka industrija	104,6	101,1	83,9	103,9	99,6	105,8	100,6	97,9	95,6	77,6
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	103,2	102	100,8	95,6	109,7	107,5	113,2	101,7	117,1	13,6

Izvor: RZS

Desezonirani indeksi ukazuju na značajan pad industrijske proizvodnje

U Grafikonu T2-6 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i prerađivačke industrije. Desezonirani podaci ukazuju da, uz određene oscilacije, već od Q1 dolazi do pada industrijske proizvodnje, posebno u prerađivačkoj industriji. Preciznije, od početka godine do Q4 industrijska proizvodnja je smanjena za oko 5%, a prerađivačka industrija je opala još više. I u ovom slučaju smatramo da pravi trend industrijske proizvodnje predstavlja prerađivačka industrija. Imajući u vidu preneti pad s kraja 2011. godine, ali i trend, očekujemo da će prerađivačka industrija u Q1 2012. godine ostvariti međugodišnji pad od oko 5%.

Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2011



Izvor: RZS

Industrijska proizvodnja za preko 10% niža nego pre ekonomske krize

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u Q4 zabeležila međugodišnji rast od 0,4%, što je na prvi pogled nešto povoljniji rezultat nego u Q3 kada je ostvaren međugodišnji pad od 1,8% (Tabela T2-5). Stvarni trend industrijske proizvodnje koji se uočava kada se otklone sezonske i slučajne komponente je, međutim, negativan.

Pre svega, uočili smo da u okviru industrijske proizvodnje visok rast imaju rudarstvo i snabdevanje električnom energijom, a ne prerađivačka industrija – koja je zapravo pravi pokazatelj stvarnih kretanja u industriji. Rudarstvo i snabdevanje električnom energijom su u Q4 imali međugodišnji rast od oko 15%. Ova dva sektora

industrijske proizvodnje imaju česte oscilacije i pod uticajem su egzogenih činilaca. Tako je za rast rudarstva u Q4 najvećim delom zaslužan iznadprosečan rast eksploatacije uglja, a ovo je opet bila posledica niskog vodostaja i smanjene eksploatacije hidropotencijala za proizvodnju električne energije. Prerađivačka industrija je u Q4 imala međugodišnji pad od 4,4% (Tabela T2-5) koji je veći od onog iz Q3 (2,1%) i široko je rasprostranjen u najvećem broju oblasti industrijske proizvodnje. Stoga kretanje prerađivačke industrije smatramo pravim indikatorom kretanja industrijske proizvodnje.

U Grafikonu T2-6 uočavamo i da je industrijska proizvodnja, i skoro tri godine od početka oporavka – još uvek za preko 10% ispod svog pretkriznog nivoa. Poslednji trendovi ne ukazuju da će pretkrizni nivo industrijske proizvodnje biti dostignut u 2012, a možda čak ni u 2013. godini.

Nešto bolji rezultati proizvodnje energije koje smatramo privremenim

Posmatrano po nameni (Tabela T2-7) – uočavamo da su u Q4 gotovo sve namenske grupe proizvoda u negativnoj zoni međugodišnjeg rasta proizvodnje. Izuzetak je jedino proizvodnja energije koja je u Q4 ostvarila međugodišnji rast od oko 15%. Razlog za ovo povećanje je verovatno pomenuta povećana eksploatacija uglja i intenzivniji rad termoelektrana. Budući da je do navedenog povećanja došlo usled delovanja egzogenih činilaca, veći rast industrijske proizvodnje energenata smatramo privremenim.

Proizvodnja svih drugih sektora proizvodnje po nameni produbljuje pad

Od ostalih proizvoda, nešto bolje rezultate ostvarila je proizvodnja investicionih dobara, koja je zadržala nivo proizvodnje iz Q4 2011. godine (Tabela T2-7), ali je i ona u postepenom padu iz kvartala u kvartal. Intermedijarna dobra i potrošna dobra u Q4 imaju međugodišnji pad od oko 10%. Rasprostranjenost usporavanja industrijske proizvodnje na većinu namenskih grupa – ukazuje nam da je pad industrijske proizvodnje najvećim delom posledica širih ekonomskih trendova, ne zanemarujući pri tom ni negativne uticaje koji dolaze od pojedinačnih preduzeća, poput problema u proizvodnji Železare Smederevo.

Tabela T2-7. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2011

	Međugodišnji indeksi											
	2008	2009	2010	2011	2010				2011			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Ukupno	101,4	87,4	102,5	102,1	101,1	107,3	104,3	98,2	106,4	103,6	98,2	100,4
Energija ¹⁾	101,7	98,8	97,7	106,2	95,7	103,9	101,3	92,0	103,7	111,3	96,5	114,5
Investiciona dobra ²⁾	105,9	79,3	93,6	103,2	94,6	93,0	89,8	97,1	132,2	103,7	100,3	99,1
Intermedijalna dobra ³⁾	100,3	78,4	109,2	102,2	123,4	132,5	123,0	109,8	113,8	98,4	93,6	92,9
Potrošna dobra ⁴⁾	101,6	86,8	102,1	95,4	101,1	104,3	100,0	103,0	96,5	98,1	95,8	90,5

Izvor: RZS

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

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

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

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

Građevinarstvo

Zvanični podaci ukazuju na vrlo visok rast građevinarstva u 2011. godini

Poslednji podaci RZS-a iz statistike građevinarstva ukazuju na izuzetno visok međugodišnji rast ovog sektora privrede. Indeks vrednosti izvedenih građevinskih radova, imao je u Q4 međugodišnji realni rast od 16%, sa čim bi ukupan rast građevinske aktivnosti u 2011. godini iznosio oko 15%. Navedene podatke ipak posmatramo sa određenom rezervom, imajući u vidu da je statistika

praćenja građevinske aktivnosti po nekim pokazateljima pristrasna prema državnim projektima i velikim preduzećima.

Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2011

	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	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3

Izvor: RZS

Uzimajući u obzir činjenicu da u građevinskoj delatnosti posluje veliki broj malih i srednjih preduzeća čije je statističko praćenje veoma nepouzđano, kao dodatni indikator za praćenje ovog sektora privrede koristimo indeks proizvodnje cementa⁹ (Tabela T2-8). Smatramo da su podaci dobijeni na ovaj način, i pored nedovoljne preciznosti, dobra dodatna indikacija mogućih trendova u građevinarstvu, budući da je cement neophodan materijal za gotovo sve građevinske radove.

9 Ispravan indikator bila bi potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa prilično dobro aproksimira potrošnju.

Indeks proizvodnje cementa ne ukazuje na visok rast građevinarstva U Tabeli T2-8 uočavamo da je proizvodnja cementa u Q4 zapravo imala pad proizvodnje od 2,3%, a na nivou godine od 1,7%. Navedeni pokazatelj je potpuno neusaglašen sa statističkim podacima o vrednosti izvedenih građevinskih radova koji beleže visok rast i stavlja pod sumnju zvanične podatke o visokom rastu građevineke aktivnosti.

Stvarni rast građevinarstva u 2011. verovatno između 5 i 10% Ocena *QM*-a je da je građevinska aktivnost u 2011. najverovatnije imala rast, koji je približno iznosio između 5 i 10%. Razlog za ovakvu procenu leži u tome što smatramo da je zvanična statistika građevinarstva najverovatnije precenila rast sektora, ali i da proizvodnja cementa nije dovoljno pouzdan indikator da bismo taj podatak mogli da uzmemo kao potpuno reprezentativan.

Procena *QM*-a je da će građevinska aktivnost najverovatnije stagnirati u 2012. godini U 2011, u jeku su bili mnogi investicioni projekti čiji je inicijator država (izgradnja Koridora 10, izgradnja stambenog kompleksa „Stepa Stepanović“, renoviranje „Gazele“, izgradnja mosta na Adi i sl.). Postavlja se pitanje da li će država biti u mogućnosti da sličan nivo građevinske aktivnosti ponovi i u 2012. godini. Dodatno treba uzeti u obzir da je 2012. izborna godina, te postoji mogućnost da dođe do usporavanja aktivnosti na određenim projektima, a možda i do odustajanja od nekih koji su sada planirani. Privatni sektor će takođe u 2012. biti suočen sa smanjenom tražnjom i nepovoljnim investicionim kreditima, te ni iz ovog dela građevinarstva ne očekujemo bitan doprinos rastu ukupne građevinske aktivnosti. Zbog toga je procena *QM*-a da će građevinarstvo u 2012. godini, nakon relativno visokog rasta u 2011, najverovatnije stagnirati na nivou koji je dostignut.

3. Zaposlenost i zarade

Podaci Ankete o radnoj snazi (ARS) za oktobar 2011. ukazuju na nastavak pogoršavanja trendova na tržištu rada – pad stope zaposlenosti i još snažniji rast stope nezaposlenosti. Stopa zaposlenosti opala je za 0,2 procentna poena u odnosu na april 2011. i krajem godine iznosila je 45,3%. Stopa zaposlenosti žena je nastavila da opada, dok je zaposlenost muškaraca neznatno porasla, tako da je zaustavljen dosadašnji trend smanjenja jaza između tih stopa zaposlenosti. Stopa nezaposlenosti je porasla sa 22,9% na 24,4% između aprila i oktobra 2011. godine. Stopa nezaposlenosti lica uzrasta 15–24 godine iznosi izuzetno visokih 51,9%, dok je stopa nezaposlenosti lica od 25–34 godine starosti porasla za 1,7 procentnih poena i u oktobru 2011. je iznosila 32%. Kao i ukupna, i formalna zaposlenost se takođe smanjuje, ali najviše usled smanjenja broja preduzetnika i njihovih zaposlenih. Konačno, ukupan pad zaposlenosti u proteklih godinu dana se odvija u privatnom sektoru, pošto zaposlenost u javnom sektoru ostaje nepromenjena. Prosečna realna zarada nastavlja da raste i u poslednjem kvartalu, nakon njenog konstantnog opadanja u prvih devet meseci 2011. Prosečne realne zarade u Srbiji u Q4 veće su za 2,9% u odnosu na isti period prethodne godine, dok su zarade u privredi u istom periodu povećane za 3,3%, a zarade u javnim preduzećima su porasle za čak 7,3%. U uslovima stagnacije privrede, moguće je da je do rasta realnih zarada došlo usled rasta zarada u sektoru države sredinom prethodne godine, kao i nakon povećanja minimalne najamnine. Takođe, moguće je i da se radi o privremenoj pojavi. Sa ekonomske tačke gledišta, zabrinjava realni rast plata u javnim preduzećima koje su i ranije bile veće nego zarade u privredi i sektoru države. Stoga je neophodno da Vlada uvede čvršću kontrolu primanja u javnim preduzećima i izjednači uslove rada između javnog i privatnog sektora.

Zaposlenost

Nastavljaju se negativni trendovi na tržištu rada

Stopa zaposlenosti opala je za 0,2pp od aprila i u oktobru 2011. iznosi 45,3%

Stopa zaposlenosti žena u oktobru 2011. iznosila je zabrinjavajuće niskih 37,9%, a stopa zaposlenosti muškaraca 52,5%

Kraj 2011. godine obeležio je nastavak negativnih trendova na tržištu rada: pad stope zaposlenosti i broja zaposlenih lica, i to posebno među ženama, i rast broja nezaposlenih osoba.

Dalji pad zaposlenosti i još izraženiji rast broja nezaposlenih obeležava 2011. godinu, što je posledica produbljivanja ekonomske krize u Srbiji. Broj zaposlenih na osnovu podataka Ankete o radnoj snazi (ARS) opao je za oko 50.000 lica između aprila 2010. i oktobra 2011. Stopa zaposlenosti je opala za 0,2 procentnih poena u istom periodu i u aprilu 2011. iznosila je 45,3%. Ovaj pad je, međutim, mnogo blaži u odnosu na prethodni šestomesečni period (Tabela T3-1).

Tabela T3-1. Srbija: zaposlenost i nezaposlenost po Anketi o radnoj snazi¹⁾, 2008–2011

		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.		
			1	2	Ukupno	Muškarci	Žene	4	Ukupno	Muškarci	Žene
2008	April	2.652.429	..	54,0	62,3	46,0	432.730	14,0	12,4	16,1
	Oktobar	2.646.215	443.243	53,3	62,2	44,7	457.204	14,7	12,7	17,3
2009	April	2.486.734	437.957	50,8	58,7	43,3	486.858	16,4	15,0	18,1
	Oktobar	2.450.643	411.303	50,0	57,4	42,7	516.990	17,4	16,1	19,1
2010	April	2.278.504	326.623	47,2	54,3	40,3	572.501	20,1	19,4	21,0
	Oktobar	2.269.565	352.724	47,1	54,4	39,9	565.880	20,0	19,0	21,2
2011	April	2.191.392	340.528	45,5	52,2	38,8	649.155	22,9	22,7	23,1
	Oktobar	2.141.920	329.378	45,3	52,5	37,9	690.782	24,4	23,5	25,6

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

Napomene:

1) Anketa o radnoj snazi se od 2008. sprovodi dva puta godišnje - u oktobru i u aprilu.

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

3) Do oktobra 2008. godine u ARS nije postojala klasifikacija 15-64 za broj zaposlenih u poljoprivredi i pomažućih članova domaćinstva, već samo 15+.

Stopa zaposlenosti žena opala je za 0,9 procentnih poena od aprila 2011. godine i u oktobru 2011. iznosila je zabrinjavajuće niskih 37,9%. Stopa zaposlenosti muškaraca je blago porasla, za 0,3 procentna poena u istom periodu i u aprilu 2011. iznosila je 52,5%. Na ovaj način, dosadašnji trend smanjenja jaza između ženske i muške zaposlenosti je prekinut (Tabela T3-1).

3. Zaposlenost i zarade

Stopa nezaposlenosti uvećana je sa 22,9% na 24,4%

Po ARS, broj nezaposlenih između aprila i oktobra 2011. godine porastao je za oko 40.000 lica, što je povećalo stopu nezaposlenosti sa 22,9% na 24,4%. Rast nezaposlenosti je izraženiji kod žena i iznosi 2,5 procentnih poena, dok je kod muškaraca nezaposlenost porasla za manje od jednog procentnog poena. (Tabela T3-1).

Najveći porast stope nezaposlenosti, kao i najveći apsolutni nivo nezaposlenosti, pogodio je lica od 15–24 godine starosti. Njihova stopa nezaposlenosti porasla je između aprila i oktobra 2011. godine za dva procentna poena i iznosila je izuzetno visokih 51,9%.

Značajan porast stope nezaposlenosti pogodio je i lica uzrasta 25–34 godine u istom periodu. Njihova stopa nezaposlenosti porasla je za 1,7 procentnih poena i u aprilu 2011. iznosila je 32%. Posmatrano po nivou obrazovanja, najveći rast stope nezaposlenosti dogodio se kod lica sa srednjom školom, čija je stopa nezaposlenosti porasla sa 25,3% u aprilu 2011. na 26,9% u oktobru 2011. godine.

Stopa nezaposlenosti je porasla, dok je stopa neaktivnosti smanjena

Stopa neaktivnosti, prvi put od početka krize, bila je stabilna u periodu između oktobra 2010. i aprila 2011. godine. A nakon toga i opala za jedan procentni poen i u oktobru 2011. iznosila 40,1%. Ovo, moguće je, ukazuje na to da su se neka od obeshrabrenih lica koja su ostala bez posla u prethodnom periodu ponovo aktivirala da traže zaposlenje, zato što su se percepcije i očekivanja učesnika na tržištu rada o mogućnosti pronalaženja zaposlenja poboljšali. Međutim, moguće je i da su lica koja su ranije prelazila u neaktivnost počela da aktivno traže zaposlenje zato što su im alternativni mehanizmi preživljavanja u međuvremenu iscrpljeni.

Od oktobra 2010. u okviru Ankete o radnoj snazi prate se stope nezaposlenosti četiri regiona. Do tada se posmatrao region Beograda, Vojvodine i Centralne Srbije, a od oktobarske ankete 2010. godine, region Centralne Srbije se posmatra kroz dve celine: Šumadiju i region Istočne i Južne Srbije.

Stopa nezaposlenosti je najviše porasla u regionu Beograda

U periodu od aprila do oktobra 2011. stopa nezaposlenosti je porasla u sva četiri regiona, ali najviše u beogradskom – 1,9%, zatim u regionu Južne i Istočne Srbije –1,8%, a najmanje u regionu Šumadije – 1,3%. I dalje je, međutim, stopa nezaposlenosti najniža u Beogradu i iznosi 20,9%, a najviša u regionu Južne i Istočne Srbije – 27,6%.

Okvir 1. Blokiranje izmene Zakona o radu

U okviru stend baj aranžmana sa Međunarodnim monetarnim fondom, Vlada Republike Srbije se obavezala da će Ministarstvo rada i socijalne politike podneti Socijalno-ekonomskom savetu (SES) na razmatranje nekoliko izmena Zakona o radu do kraja oktobra 2011. Konkretno, prva izmena odnosila se na isplatu otpremnine čija bi se visina utvrđivala u zavisnosti od trajanja zaposlenja isključivo kod poslednjeg poslodavca, umesto dosadašnje prakse koja se bazirala na celokupnom radnom stažu. Najvažniji cilj vezivanja otpremnine za staž kod poslodavca je da poveća tražnju za starijim radnicima sa dužim radnim iskustvom kod privatnih poslodavaca. Druga izmena odnosila se na produženje trajanja ugovora na određeno vreme sa sadašnjih 12 meseci na tri godine. Ova izmena trebalo bi da poveća fleksibilnost na tržištu rada, što je čest zahtev velikih investitora i malih poslodavaca.

Ove dve izmene glatko su odbili reprezentativni sindikati na sastanku Socijalno-ekonomskog saveta u oktobru 2011. Ono što iznenađuje jeste saglasnost resornog Ministarstva sa ovom odlukom. Tačnije, Ministarstvo je predložilo Savetu da se novo pravilo za obračun otpremnina primeni samo na one radnike koji su već primili otpremnine na osnovu celokupnog radnog staža. Ali su i ovaj predlog odbili reprezentativni sindikati, a Ministarstvo je zaključilo da neće biti nikakvih izmena Zakona o radu pre novih parlamentarnih izbora.

Zarade

Prosečna realna zarada i u Q4 nastavlja da međugodišnje raste

Prosečna realna zarada u Srbiji i u poslednjem kvartalu 2011. nastavlja da raste, a ovaj put za 2,9%. Najveći rast zarada se odigrao u javnim preduzećima, čak 7,3%, dok su u privredi (privatnim, društvenim i mešovitim preduzećima) plate porasle za 3,3%. (Tabela T3-3). Rast zarada u privredi može se objasniti povećanjem minimalne zarade sa 95 na 102 dinara po času rada, a upravo najveći broj zaposlenih koji prima minimalnu zaradu radi u privatnom sektoru.

Tabela T3-2. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2008–2011

	Prosečna mesečna zarada (RZS) ¹⁾				Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade (RZS) ²⁾	
	Ukupni troškovi rada ³⁾ , u din.	Neto, u din.	Ukupni troškovi rada, u evrima	Neto, u evrima	Nominalni	Realni
	1	2	3	4	5	6
2008	47.882	29.174	586	357	117,8	104,8
2009	52.090	31.758	554	337	108,8	100,6
2010	55.972	34.159	543	332	107,5	101,2
2011	62.213	38.000	610	373	111,1	100,0
2008						
Q1	43.957	26.814	532	324	119,3	106,0
Q2	47.351	28.846	584	356	119,4	104,2
Q3	48.322	29.435	627	382	117,9	105,2
Q4	51.898	31.599	602	366	115,1	104,0
Decembar	56.399	34.348	637	388	112,0	103,1
2009						
Q1	49.444	30.120	525	320	112,5	102,2
Q2	52.164	31.808	552	337	110,2	101,3
Q3	52.065	31.737	558	340	107,7	99,8
Q4	54.689	33.366	579	353	105,4	99,5
Decembar	60.265	36.789	628	383	106,9	100,2
2010						
Q1	52.261	31.924	530	324	105,7	101,1
Q2	55.989	34.192	548	335	107,3	103,2
Q3	56.435	34.372	537	327	108,4	101,8
Q4	59.204	36.149	556	339	108,3	98,8
Decembar	64.784	39.580	609	372	107,5	97,5
2011						
Q1	57.539	35.108	553	338	110,1	97,7
Q2	62.177	37.994	623	381	111,1	97,7
Q3	63.386	38.760	622	380	112,3	101,5
Q4	65.749	40.139	644	393	111,1	102,9
Decembar	72.056	43.887	700	426	111,2	103,9

Izvor: RZS.

Napomene:

1) Podaci za 2008. godinu su korigovani podaci na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade, u koji ulaze i plate zaposlenih kod preduzetnika.

2) Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade za 2008. godinu su obračunati iz prosečnih zarada za 2007. i 2008. na osnovu starog uzorka koji ne uključuje zaposlene kod preduzetnika. Međutim, ovi indeksi jesu uporedivi sa indeksima za 2009. godinu, s obzirom na činjenicu da je pri proširenju uzorka dinamika rasta zarada zadržana, a samo su njihove nominalne vrednosti umanjene za oko 12%.

3) Ukupni troškovi rada predstavljaju ukupno opterećenje poslodavca po radniku, uključujući sve poreze i doprinose, i iznose oko 164,5% neto zarade. Indeksi rasta bruto zarada i ukupnih troškova rada su jednaki jer su ukupni troškovi rada su veći od bruto zarade za fiksnih 17,9%.

Rast prosečne nominalne zarade je usporen u Q4 u odnosu na Q3. Posmatrano u evrima, prosečna zarada nastavlja da međugodišnje raste i u Q4 2011. godine. Troškovi rada blago rastu i to sa 622 evra u Q3 na 632 evra u poslednjem kvartalu 2011. (Tabela T3-2).

Najveći rast zarada u javnim preduzećima

U poslednjem kvartalu 2011. plate u javnim preduzećima rasle su više nego dvostruko u odnosu na rast plata u privatnim preduzećima i u sektoru opšte države (Tabela T3-3). Realni međugodišnji rast iznosio je 7,3%. S obzirom na to da je njihovo učešće u ukupnoj zaposlenosti malo, doprinos rasta plata u javnim preduzećima ukupnom rastu realnih plata iznosio je 21,23%. Do ovog povećanja je došlo usled odmrzavanja zarada krajem 2010. godine, nakon toga su usledile isplate bonusa, regresa i zakasnelih zarada, što se sve odrazilo na rast zarada i u Q4. Međutim, i pre ovog povećanja zarade u javnim preduzećima su bile veće u odnosu na plate u privatnom sektoru i opštoj državi. Iako ne postoje empirijski dokazi, anegdotska evidencija sugerise da poje-

3. Zaposlenost i zarade

dinci sa istim kvalifikacijama primaju znatno veće zarade u javnim preduzećima od zaposlenih u privatnom sektoru. To govori o dualnom karakteru srpskog tržišta rada, odnosno postojanju sektora s relativno sigurnim i bolje plaćenim radnim mestima, kakva su javna preduzeća, i privatnog sektora sa nestabilnim i manje plaćenim radnim mestima i slabo zaštićenim pravima radnika. Za početak, neophodno je uvesti čvršću kontrolu zarada u javnim preduzećima. Iznad prosečne zarade, međutim, samo su jedna od posledica strukturnih problema u javnim preduzećima. Stoga, neophodno je raditi na otklanjanju ovih nedostataka kako bi se eliminisala zaštićenost javnih preduzeća i izjednačili uslovi rada između javnog i privatnog sektora.

Tabela T3-3. Srbija: bruto zarade u javnom sektoru 2004–2011, međugodišnji realni indeksi

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Ostalo (privreda) ¹⁾	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 ²⁾	105,5 ²⁾
2009	95,1	96,3	97,0	97,9	97,8	104,1 ²⁾	101,1 ²⁾
2010	99,1	95,1	94,3	98,1	98,0	104,5	101,2
2011	99,2	95,5	97,2	104,0	95,1	101,1	99,9
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	99,8	97,9	99,4	98,4	100,8	105,1	102,5
Q2	94,0	97,4	98,1	99,0	99,3	104,8	102,0
Q3	93,6	96,2	96,9	98,1	95,4	102,9	100,1
Q4	93,0	93,6	93,5	96,0	95,9	104,0	99,9
2010							
Q1	95,8	96,1	96,1	102,2	98,0	103,5	101,1
Q2	101,0	96,7	95,1	102,1	98,3	106,6	103,2
Q3	100,4	95,1	94,6	94,5	99,8	105,8	101,8
Q4	99,4	92,5	91,2	93,5	95,7	102,4	98,8
2011							
Q1	98,1	89,4	92,0	100,6	92,2	100,4	97,7
Q2	97,8	94,4	97,4	99,9	94,3	98,3	97,7
Q3	100,7	97,5	97,6	108,3	95,1	102,5	101,5
Q4	100,0	100,8	102,0	107,3	98,8	103,3	102,9

Izvor: RZS.

Napomene:

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

1) 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) Međugodišnji realni indeksi u kolonama 6 i 7 za 2008. i 2009. su izračunati na osnovu proširenog uzorka za obračun prosečne zarade, koji uključuje i zaposlene kod preduzetnika.

Okvir 2. Veliko smanjenje sredstava za aktivne programe tržišta rada

Uprkos pogoršanju ključnih indikatora tržišta rada tokom 2011. godine i ranijim najavama u Vladi Srbije da će povećati izdvajanja za aktivne politike tržišta rada (APTR), u budžetu za 2012. sredstva za ove namene su značajno smanjena. U 2011. ona su iznosila 0,18% bruto domaćeg proizvoda (BDP), a u 2012. pašće na 0,1% BDP-a. Ovo je u suprotnosti sa Nacionalnom strategijom zapošljavanja, usvojenom za period 2010–2020, kojom se predviđa da izdvajanja za APTR budu povećana na 0,4% BDP-a do 2013, a 0,5% BDP-a do 2020. godine. Treba napomenuti da se, zahvaljujući smanjenju izdataka za pasivne programe tržišta rada (koje u osnovi čine naknade za nezaposlenost) – kao posledica novih pravila uvedenih Zakonom o zapošljavanju i osiguranju od nezaposlenosti 2009. godine, ukupna sredstva za aktivne i pasivne programe tržišta rada ne bi povećavala, već bi samo došlo do njihove preraspodele u korist aktivnih programa. Prema ovogodišnjem budžetu doći će do smanjenja ukupnih izdvajanja za nezaposlene, u situaciji u kojoj njihov broj stalno raste.

Smanjenje sredstava za aktivne politike će svakako uticati da mnogi od ciljeva, utvrđenih krajem 2011. kroz Nacionalni akcioni plan o zapošljavanju za 2012, budu ostvareni u skromnijoj meri. Prema najnovijim projekcijama Ministarstva ekonomije i regionalnog razvoja, broj subvencija za zapošljavanje biće smanjen sa preko 30.000, koliko ih je bilo tokom 2011, na oko 12.000 u 2012. godini. Sredstva za obuke nezaposlenih kao i subvencije za novo zapošljavanje biće trostruko manje. Najzad, broj nezaposlenih pojedinaca koji će moći da učestvuju u javnim radovima biće smanjen sa 5.000 na 3.500.

U Tabeli T3-4 dat je pregled aktivnih programa tržišta rada u zemljama OECD-a s posebnim naglaskom na njihovoj efektivnosti. Smatra se da je program efektivan kada prosečna verovatnoća zapošljavanja ili ponovnog zapošljavanja učesnika u programu poraste kao posledica tog učešća.

Tabela T3-4. Aktivne politike tržišta rada u zemljama OECD-a: tipovi programa, njihovi troškovi i efektivnost

Tip programa	A. Troškovi
	B. Zaključci o efektivnosti
a. Usluge službi za zapošljavanje (posredovanje i savetovanje)	A. relativno jeftini B. veoma efektivni (opšta saglasnost)
b. Obuke	A. skupi B. efektivni (mešoviti zaključci)
c. Subvencije za zapošljavanje i samozapošljavanje	A. relativno skupi B. efektivni (mešoviti zaključci)
d. Direktno kreiranje poslova i zapošljavanje u javnom sektoru (javni radovi)	A. relativno skupi B. nisu efektivni (opšta saglasnost)

Izvor: Lehmann, 2010.

Premda su evaluacije aktivnih programa tržišta rada tek nedavno počele da se sprovode u Srbiji, u poslednjih nekoliko godina publikovano je više studija koje su nastojale da utvrde efikasnost i efektivnost aktivnih programa tržišta rada.¹

U studiji autora Arandarenko i Krstić (2008)² ocenjen je uticaj svih glavnih tipova programa tržišta rada koje je primenjivala Nacionalna služba za zapošljavanje u periodu 2002–2007. godine na kretanje korenspondirajućih indikatora tržišta rada. Autori nalaze da su najefektivniji programi posredovanja i savetovanja, zatim subvencija za zapošljavanje i obuka, a da najslabije efekte imaju programi javnih radova. Ipak, studije Bonina i Rinea (2006)³ i Marine Petrović (2010)⁴ ukazuju da je učešće u javnim radovima pozitivno uticalo na korisnike preko rasta njihovog samopouzdanja i povećanja zadovoljstva životom. Uopšte, treba imati u vidu da aktivna politika tržišta rada ima za cilj ne samo veću efikasnost, nego i borbu protiv isključenosti na tržištu rada. Čak i kada su njeni rezultati sa stanovišta efikasnosti relativno skromni, ona ima svoje opravdanje ukoliko unapređuje jednakost na tržištu rada.

Studija Nojković i dr. (2010)⁵ evaluirala je efekte projekta 'Otpremninom do posla', koji je sproveden u periodu 2007–2009. godine, kao inovativni program čija ciljna grupa su bili radnici otpušteni tokom procesa privatizacije i restrukturiranja. Rezultati studije pokazuju snažnu pozitivnu uzročnu vezu između učešća u programu i verovatnoće zaposlenosti.

1 Više o aktivnim programima tržišta rada u Srbiji može se naći u: Arandarenko, Mihail (2011), Tržište rada u Srbiji – trendovi, institucije, politike, CID, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

2 "Impact Analysis of Employment Policy and Active Labour Market Programmes in the Republic of Serbia, 2003-2007" Government of the Republic of Serbia, Deputy Prime Minister's Poverty Reduction Strategy Implementation Focal Point.

3 "Beautiful Serbia", IZA Discussion Paper No. 2533 (December 2006).

4 "Subjective Well-Being of Social Assistance Recipients in Serbia: Experience of Public Work Participants" World Bank International Conference on Poverty and Social Inclusion in the Western Balkans, Brussels, Belgium, December 14-15, 2010

5 "Otpremninom do posla". Vlada Srbije i UNDP

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Deficit tekućeg računa platnog bilansa je u porastu, i u 2011. godini iznosi 2,97 milijardi evra (9,0% BDP-a). To je približno za jednu milijardu evra iznad deficita ostvarenog u 2009. i 2010. godini. Najviša vrednost tekućeg deficita u 2011. zabeležena je na kraju godine (Q4: 903 miliona evra, tj. 10,7% BDP-a). Iako je ostvareni deficit u 2011. godini znatno niži od pretkriznih vrednosti, njegov rast je zabrinjavajući jer predstavlja udaljavanje od dugoročno održivog nivoa kojem se tekući bilans približio tokom prethodne dve godine. Na porast tekućeg deficita na kraju 2011. godine uticao je rast deficita spoljnotrgovinskog bilansa. Naime, tokom 2011. uvoz ubrzava rast, dok izvoz znatno usporava, naročito tokom Q4. Pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa može se objasniti nekim privremenim okolnostima, ali i visokom realnom apresijacijom dinara u 2011. godini. Posmatrano na nivou godine, povećanju tekućeg deficita u 2011. godini je značajno doprineo smanjeni priliv tekućih transfera (kao posledica smanjenog priliva doznaka). Priliv inostranog kapitala u 2011. godini bio je visok tako da je pokrio povećani deficit u tekućem bilansu, omogućio porast deviznih rezervi, ali i uticao na realnu apresijaciju dinara. Međutim, priliv kapitala u 2011. godini bio je vezan za nekoliko krupnih projekata, koji su okončani ili se privode kraju, pa se na njega ne može računati u 2012. godini. Tako, na porast tekućeg deficita u 2012. mogli bi da utiču nepovoljni trendovi koje možemo očekivati u narednom periodu – nastavak rasta spoljnotrgovinskog deficita i/ili smanjenje priliva tekućeg transfera – dok bi aktuelno slabljenje domaće valute moglo da utiče na smanjenje tekućeg bilansa ka dugoročno održivom nivou.

Zabeležen viši nivo tekućeg deficita u 2011. u odnosu na prethodne dve godine...

...prvenstveno usled rasta njegove vrednosti u Q4 2011. godine

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u Q4 2011. godine iznosi 903 miliona evra (10,7% BDP-a) i bitnije je iznad prethodnih kvartalnih vrednosti u 2011. godini (Tabela T4-1). Visok tekući deficit na kraju 2011. doprineo je da je njegova vrednost u 2011. godini iznad vrednosti iz prethodne dve godine. Naime, u toku 2011. deficit tekućeg računa iznosi 2,97 milijardi evra, što je približno za jednu milijardu evra iznad deficita ostvarenog u 2009. i 2010. godini. Tako učešće tekućeg deficita u BDP-u iznosi 9,0% u 2011, i skoro dva procentna poena je iznad ostvarenog učešća u 2009. i 2010. godini. Rast deficita tekućeg bilansa predstavlja zabrinjavajuću tendenciju jer se u narednim godinama ne očekuje obilan priliv stranog kapitala kojim bi se on finansirao, a spoljna zaduženost zemlje je već vrlo visoka da bi se finansirao kreditima. Relativno visoka deprecijacija dinara početkom 2012. godine, odražava prvenstveno fundamentalne neravnoteže (visok deficit tekućeg bilansa koji ne može da se finansira kapitalnim prilivima), a tek je sekundarno pojačana zamrzavanjem aranžmana sa MMF. Do porasta deficita tekućeg računa u Q4 2011. godine došlo je usled rasta deficita spoljnotrgovinskog bilansa. Nepovoljna okolnost je što postoji trend pogoršanja spoljnotrgovinskog deficita u toku godine, koji je verovatno podstaknut realnom apresijacijom dinara. U tom kontekstu realna deprecijacija dinara, koja negativno utiče na inflaciju i teret vraćanja deviznih dugova, pozitivno će uticati na smanjenje deficita tekućeg bilansa ka njegovom ravnotežnom nivou. Ipak, posmatrano na nivou godine, vidimo da je tekući deficit u 2011. viši od vrednosti iz prethodne dve godine primarno – usled smanjenog priliva tekućih transfera. Za sada nije sigurno da li je smanjenje tekućih transfera u 2011. privremeno ili predstavlja povratak ka uobičajenim vrednostima iz pretkriznog perioda.

Visoka vrednost robnog deficita u Q4 (1,7 milijardi evra, tj. 20,1% BDP-a) uzrok je porasta deficita tekućeg računa krajem godine...

Kao što smo prethodno naveli, veoma visoka vrednost robnog deficita u Q4 2011. (1,7 milijardi evra, tj. 20,1% BDP-a) – uzrok je porasta deficita tekućeg računa krajem godine. Naime, izvoz u Q4 iznosi 2.151 miliona evra i čini 25,4% BDP-a, dok je uvoz dostigao 3.850 miliona evra i čini 45,5% BDP-a. U Q4 učešće izvoza u BDP-u je na relativno stabilnom nivou u odnosu na prethodna dva kvartala, dok je za jedan procentni poen BDP-a ispod učešća iz Q1 2011. S druge strane, uvoz je u Q4 povećao svoje učešće u odnosu na sva tri prethodna kvartala. Tako je robni deficit nakon 17,8% BDP-a u Q1, sredinom godine opao na 14,3% BDP-a (u Q2) i 15,1% BDP-a (u Q3), da bi u poslednjem kvartalu 2011. dostigao 20,1% BDP-a. Takođe, pokrivenost uvoza izvozom sa 60% u Q1 porasla je na oko 63% u Q2 i Q3, da bi u Q4 opala na 56%. Ipak, pogoršanje robnog bilansa na kraju 2011. godine nije se značajnije negativno odrazilo na vrednosti posmatrane na godišnjem nivou. Naime, i pored činjenice da je robni deficit u 2011. veći za 740

miliona evra (za 43%) u odnosu na deficit u 2010. godini, njegovo učešće u BDP-u ostalo je približno na prošlogodišnjem nivou – zbog visoke realne apresijacije dinara koja je povećala vrednost BDP u evrima. Ocenjujemo da je pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa jednim delom posledica fundamentalnih faktora, kao što je rast realne vrednosti dinara i pad tražnje na svetskom tržištu, dok je drugim posledica privremenih faktora – visokog uvoza opreme za potrebe nekoliko velikih projekata, skoka cena energenata i njihovog povećanog uvoza. Dodatno, ocenjujemo da je nastavak trenda povećanja deficita spoljnotrgovinskog bilansa u 2012. neodrživ, jer bi se, u nedostatku dovoljnog priliva stranog kapitala on sve više finansirao smanjenjem deviznih rezervi.

U 2011 priliv tekućih transfera postepeno opada u poređenju sa 2010 i 2011 usled smanjivanja priliva po osnovu doznaka

U Q4 2011. zabeležena je nešto veća vrednost učešća neto tekućih transfera u bruto domaćem proizvodu u odnosu na prva tri kvartala. Posmatrano na godišnjem nivou, vidimo da priliv tekućih transfera iznosi 3.143 miliona evra, tj. 9,5% BDP-a i, iako je i dalje visok u odnosu na pretkrizne vrednosti, postepeno opada u poređenju s prilivima zabeleženim u prethodne dve godine (oko 12%¹ vrednosti BDP-a u obe godine, tj. 3.518 miliona evra u 2009. i 3.356 miliona evra u 2010. godini, Tabela T4-1). Smanjenje neto priliva tekućih transfera pre svega je posledica nižeg priliva doznaka. Priliv doznaka u neto iznosu u 2011. iznosi 2.165 miliona evra, što je ispod vrednosti od 2.618 miliona evra u 2009. i 2.383 miliona evra u 2010. godini. Niži priliv po ovom osnovu u 2011. može da ukazuje da su visoke vrednosti zabeležene u 2009. i 2010. godini bile specifične, a da postepeno smanjenje priliva doznaka znači vraćanje na niže pretkrizne vrednosti. S druge strane ovaj negativan trend u prilivu doznaka iz godine u godinu može da ukazuje na nepovoljnu ekonomsku situaciju u mnogim zemljama – spor oporavak i aktuelne ekonomske probleme, koji se i ovim putem odražavaju na domaću privredu.

Zabeležen je znatan priliv kapitala tokom Q4...

Zabeležen je znatan priliv kapitala tokom Q4 2011. od 1.422 miliona evra (Tabela T4-1). Najveći deo ovog priliva čine ostale investicije, dok je i priliv po osnovu SDI veoma visok (najviše usled dokapitalizacije banaka, ulaganja u trgovinu na malo, građevinski sektor i poslove s nekretnima²). S druge strane, u Q4, za razliku od prethodna tri kvartala 2011. godine zabeleženo je povlačenje portfolio investitora. Visok priliv kapitala u poslednjem kvartalu bio je dovoljan za pokrivanje iznosa tekućeg deficita, tako da je došlo do porasta deviznih rezervi za 523 miliona evra.³

Bitniji iznos ostalih investicija zabeležen u Q4 2011. godine čine visoki trgovinski krediti (277 miliona evra, neto), finansijski krediti (206 miliona evra, neto) i porast sredstava na računu *Gotov novac i depoziti* od 357 miliona evra (Tabela T4-1). I pored razduživanja banaka na osnovu kratkoročnih kredita od 203 miliona evra, zabeležen je porast njihovog dugoročnog zaduživanja od 307 miliona evra, tako da su se tokom Q4 banke zadužile u neto iznosu od 104 miliona evra. U Q4 2011, prvi put nakon 2008. godine, trend razduživanja preduzeća je prekinut, i zabeležen je manji iznos neto zaduživanja od 16 miliona evra. Iako nije sigurno koliko je trajna, ova promena može se oceniti kao pozitivna, jer je prekinut proces razduživanja preduzeća u uslovima krize koji je finansijski iscrpljivao preduzeća.

U Q4 devizne rezerve su uvećane za 523 miliona evra, gde je jedino povećanje ostvareno u decembru, nakon skoro nepromenjenog nivoa u oktobru i blagog smanjenja iznosa u novembru. Međutim, rast deviznih rezervi je velikim delom rezultat privremenih faktora (banke), zaduživanje države i dr. što znači da nije ostvaren na zdravim osnovama. Stoga, ukoliko izostane visok priliv SDI (a to je vrlo verovatno) u 2012. godini može se očekivati smanjenje deviznih rezervi.

...kao i na nivou cele 2011. godine

Posmatrano na godišnjem nivou, vidimo da je u 2011. godini zabeležen znatan iznos SDI (1.827 miliona evra) i portfolio investicija (1.619 miliona evra), naročito imajući u vidu globalnu investicionu klimu i ekonomske probleme s kojima se mnoge zemlje trenutno suočavaju. Ipak, važno je naglasiti da je visok priliv SDI u Srbiju u 2011, koji je bio veći nego u zemlje regiona,

¹ Zbog osilacije realnog kursa dinara, koji utiče na vrednost BDP-a u evrima ovde je relevantnije porediti vrednosti priliva u evrima, nego kao % BDP. Ako se se poredi kao % BDP-a pad učešća u 2011. godini delom je posledica apresijacije dinara i rasta evro vrednosti BDP.

² *Izveštaj o inflaciji*, februar 2012. godine, NBS, str. 26.

³ U decembru porast deviznih rezervi posledica je dobrovoljnog povećanja iznosa obaveznih deviznih rezervi banaka na računima Narodne banke Srbije za 555 miliona evra, zbog primene nove regulative koja se odnosi na bilansne podatke banaka na dan 31. decembra. Ovaj iznos dobrovoljnog povećanja banke su ponovo povukle i time uticale na smanjenje deviznih rezervi u prvom mesecu 2012. godine, v. <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=5558&konverzija=no>.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

posledica realizacije velikih projekata, i stoga da je malo verovatno da će se taj priliv u 2012. ponoviti. Na nivou godine zabeležen je neto priliv sredstava po osnovu ostalih investicija. S jedne strane zabeležen je priliv po osnovu trgovinskih kredita i znatan priliv na računu *Gotov novac i depoziti*, dok je, s druge strane, zabeleženo neto razduživanje po osnovu finansijskih kredita. Negativan saldo na računu finansijskih kredita posledica je znatnog razduživanja banaka po osnovu kratkoročnih kredita i razduživanja privrede po osnovu ranije uzetih dugoročnih kredita. Kumulativan rast deviznih rezervi od početka godine iznosi 1,8 milijardi evra, od čega je skoro 1,1 milijarda evra prirast ostvaren u Q3.⁴

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2009	2010	2011	2010				2011			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
u mil. evra											
TEKUĆI RAČUN	-2.084	-2.082	-2.968	-760	-615	-519	-188	-761	-621	-683	-903
Roba	-5.118	-4.774	-5.514	-1.186	-1.171	-1.244	-1.173	-1.315	-1.230	-1.271	-1.699
Izvoz robe, f.o.b ¹⁾	5.978	7.402	8.438	1.473	1.861	1.938	2.129	1.955	2.163	2.169	2.151
Uvoz robe, f.o.b	-11.096	-12.176	-13.952	-2.659	-3.032	-3.182	-3.302	-3.270	-3.392	-3.440	-3.850
Usluge	18	5	161	-19	5	-1	20	28	12	12	109
Prihodi	2.500	2.667	3.032	537	635	737	758	631	720	816	865
Rashodi	-2.482	-2.662	-2.872	-555	-629	-739	-738	-604	-708	-803	-756
Dohodak	-502	-670	-758	-167	-205	-127	-171	-112	-252	-195	-198
Prihodi	500	438	428	107	108	92	131	101	100	101	126
Rashodi	-1.002	-1.108	-1.186	-273	-313	-219	-302	-214	-352	-296	-324
Tekući transferi-neto	3.518	3.356	3.143	611	755	854	1.136	638	849	771	885
od čega: zvanična pomoć	197	193	206	29	20	35	109	49	41	39	77
od čega: poslata sredstva (doznake)	2.618	2.383	2.165	415	543	610	815	450	596	546	573
KAPITALNI RAČUN- neto	2	1	-3	0	0	1	0	-1	0	-1	0
FINANSIJSKI RAČUN	2.207	1.986	2.752	698	596	488	204	644	566	642	899
Direktne investicije- neto	1.372	860	1.827	284	136	176	265	307	259	661	600
Portfolio investicije	-51	39	1.619	38	35	4	-38	520	246	871	-18
Ostale investicije	3.249	158	1.107	10	104	-6	50	-15	93	188	840
Trgovinski krediti	654	83	651	-109	125	249	-183	133	124	116	277
Finansijski krediti	1.414	830	-413	523	-270	93	483	-879	34	226	206
NBS	1.114	341	45	0	237	50	54	-4	52	-3	0
Vlada	258	735	687	167	198	315	55	29	275	297	86
Banke	894	626	-729	525	-396	-123	619	-691	-132	-10	104
Dugoročni	492	619	419	558	-6	33	34	3	10	99	307
Kratkoročni	402	6	-1.148	-32	-390	-156	585	-694	-142	-109	-203
Ostali sektori (privreda)	-853	-872	-416	-170	-309	-148	-246	-214	-160	-58	16
Gotov novac i depoziti	760	-754	870	-405	249	-348	-250	731	-65	-153	357
Ostala aktiva i pasiva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	422	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sredstva rezervi (- povećanje)	-2.363	929	-1.801	367	321	313	-73	-168	-33	-1.078	-523
GREŠKE I PROPUSTI- neto	-124	96	219	62	19	31	-16	118	54	42	4
UKUPNI BILANS	2.363	-929	1.801	-367	-321	-313	73	168	33	1.078	523
PRO MEMORIA											
u % BDP-a											
Bilans tekućih transakcija	-7,2	-7,3	-9,0	-11,5	-8,6	-7,1	-2,6	-10,3	-7,2	-8,1	-10,7
Bilans robne razmene	-17,7	-16,8	-16,7	-18,0	-16,3	-17,1	-16,0	-17,8	-14,3	-15,0	-20,1
Izvoz robe	20,7	26,1	25,6	22,4	25,9	26,7	29,0	26,4	25,2	25,6	25,4
Uvoz robe	-38,4	-42,9	-42,4	-40,4	-42,3	-43,8	-45,0	-44,2	-39,5	-40,6	-45,5
Bilans robe i usluga	-17,7	-16,8	-16,3	-18,3	-16,2	-17,1	-15,7	-17,4	-14,2	-14,9	-18,8
Tekući transferi - neto	12,2	11,8	9,5	9,3	10,5	11,7	15,5	8,6	9,9	9,1	10,4
BDP u evrima ²⁾	28.893	28.377	32.923	6.589	7.176	7.274	7.338	7.398	8.590	8.465	8.470

Izvor: NBS

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

2) Kvarntalne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP-a u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

4 Kao što smo naveli u prethodnom broju QM-a, do bitnijeg porasta deviznih rezervi u prva tri kvartala 2011. godine došlo je u februaru (196 miliona evra: kada je ostvaren priliv po osnovu prodaje državnih hartija od vrednosti od 288,6 miliona evra), u aprilu (113 miliona evra: kada je povučena poslednja tranša stend baj aranžmana sa MMF-om od 51,7 miliona evra), julu (296 miliona evra: najvećim delom usled emitovanja državnih hartija od vrednosti u iznosu od 138,4 miliona evra i 127,5 miliona evra po osnovu kredita), da bi najveće povećanje deviznih rezervi bilo zabeleženo u septembru (831,3 miliona evra: po osnovu prodaje evroobveznica ostvaren je priliv u iznosu od 724,3 miliona evra), v. QM 25–26.

Spoljni dug

Spoljni dug Srbije na kraju 2011. iznosi 24.125 miliona evra, tj. 73,3% BDP-a

Spoljni dug Srbije na kraju decembra 2011. godine iznosi 24.125 miliona evra i čini 73,3% bruto domaćeg proizvoda⁵. U odnosu na stanje na kraju 2010. godine, spoljni dug je porastao za 339 miliona evra. Navedeni porast spoljnog duga isključivo je posledica porasta inostranog zaduživanja javnog sektora tokom 2011, dok je privatni dug u znatnoj meri smanjen. Javni sektor je za godinu dana povećao svoj dug prema inostranstvu za 1,7 milijardi evra. Tako, na kraju decembra 2011. spoljni dug javnog sektora iznosi 10,8 milijardi evra, tj. 32,7% BDP-a. S druge strane, privatni spoljni dug je za godinu dana smanjen za 1,36 milijardi evra – usled visokog razduživanja banaka po osnovu kratkoročnih kredita i privrede po osnovu dugoročnih kredita (Tabela T4-2).

Stanje spoljne zaduženosti navodi na drugačije zaključke ukoliko se stavi u odnos s bruto domaćim proizvodom. Naime, učešća ukupnog spoljnog duga i privatnog spoljnog duga u BDP-u su na kraju 2011. za oko 11 procentnih poena BDP-a ispod svojih vrednosti s kraja 2010. godine, dok je učešće javnog duga u BDP-u skoro nepromenjeno (Tabela T4-2). To je isključivo rezultat vrednosti imenioca – nominalne vrednosti bruto domaćeg proizvoda u evrima – koja je znatno viša u 2011. u odnosu na 2010. godinu⁶. Ukoliko bi koristili vrednost BDP-a iz 2010. godine u imeniocu, ukupni spoljni dug bi u 2011. godini iznosio 85,0% BDP-a, spoljni dug javnog sektora 38% BDP-a i privatni spoljni dug 47,1%, tj. za 1,2 pp i 6pp iznad, odnosno za 4,7 pp BDP-a ispod odgovarajućih vrednosti na kraju 2010. godine, respektivno.

Tokom Q4 2011. godine spoljni dug je porastao za 265 miliona evra i isključivo se duguje porastu inostrane zaduženosti javnog sektora. Javni sektor je povećao zaduživanje u inostranstvu za 340 miliona evra, dok je inostrani dug privatnog sektora blago umanjen⁷.

Tabela T4-2. Srbija: struktura spoljnog duga, 2008–2011

	2008	2009	2010				2011			
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
stanja, u milionima evra, kraj perioda										
Ukupni spoljni dug	21.088	22.487	22.943	23.456	23.115	23.786	22.672	22.734	23.860	24.125
(U % BDP-a) ²⁾	64,5	77,8	79,3	81,2	80,6	83,8	77,7	74,3	75,1	73,3
Javni spoljni dug	6.521	7.764	8.122	8.921	8.874	9.076	8.861	9.138	10.433	10.773
(U % BDP-a) ²⁾	19,9	26,9	28,1	30,9	31,0	32,0	30,4	29,9	32,8	32,7
Dugoročni	6.503	7.762	8.122	8.921	8.874	9.076	8.861	9.138	10.433	10.773
od čega MMF	0	1.110	1.157	1.483	1.455	1.529	1.475	1.506	1.582	1.618
od čega obaveze Vlade RS prema SPV alokaciji	0	422	440	469	444	449	434	428	449	459
Kratkoročni	18	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug	14.568	14.724	14.820	14.535	14.241	14.710	13.811	13.597	13.427	13.352
(U % BDP-a) ²⁾	44,6	51,0	51,2	50,3	49,7	51,8	47,3	44,4	42,2	40,6
Dugoročni	12.442	12.720	12.919	13.076	12.945	12.880	12.696	12.630	12.569	12.704
od čega banke	2.201	2.597	2.867	3.195	3.279	3.362	3.347	3.413	3.551	3.782
od čega privreda	10.241	10.123	10.052	9.881	9.667	9.518	9.348	9.217	9.018	8.922
Kratkoročni	2.126	2.003	1.901	1.459	1.295	1.830	1.116	966	858	648
od čega banke	1.323	1.713	1.691	1.304	1.146	1.731	1.036	895	785	582
od čega privreda	803	290	210	155	149	100	79	72	73	66
Neto spoljni dug ¹⁾ (u% BDP-a) ²⁾	39,5	41,1	43,2	44,9	46,2	48,6	43,7	41,7	39,3	36,7

Napomena: Od septembra 2010. godine promenjena je metodologija statistike spoljnog duga, tako da se u spoljni dug javnog sektora uključuju obaveze po osnovu alokacije SPV MMF-a (459,3 miliona evra), iskorišćene u decembru 2009. kao i kapitalizovana kamata prema Pariskom klubu poverilaca (63 miliona evra), dok su iz spoljnog duga privatnog sektora isključeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (891 miliona evra, od čega se 417,1 miliona evra odnosi na domaće banke, a 473,9 miliona evra na domaća preduzeća). Podaci o spoljnom dugu dati u Tabeli izrađeni su po novoj metodologiji.

Izvor: NBS, QM

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

2) Koristi se zbir kvartalnih vrednosti BDP-a posmatranog kvartala i vrednosti BDP-a iz tri prethodna kvartala.

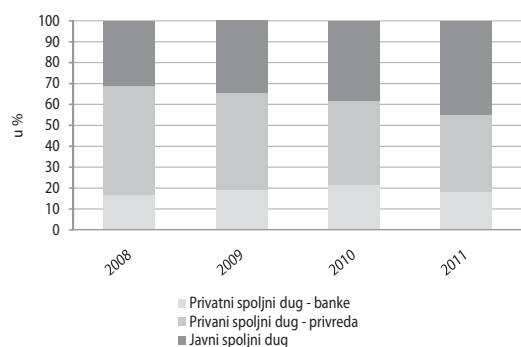
⁵ Da nije bilo realne apresijacije dinara odnos duga prema BDP-u u 2011. ostao bi približno na nivou prethodne godine. Realna apresijacija dinara za 10% smanjuje odnos spoljnog duga prema BDP-u za oko 8%, dok realna deprecijacija povećava ovaj odnos za približno isti iznos.

⁶ Usled relativno visoke inflacije u 2011. merene prosekom na proseku godine, ali i usled nominalne apresijacije dinara.

⁷ Ovde ponavljamo navođenje zaduživanja banaka i privrede iz dela teksta o platnom bilansu zbog nešto drugačijih vrednosti usled različitih izvora podataka: Sektor za međunarodnu saradnju Narodne banke Srbije (podaci za Spoljni dug) i Sektor za ekonomske analize i istraživanja, Odeljenje statistike platnog bilansa Narodne banke Srbije (podaci za Platni bilans).

Struktura spoljnog duga nastavlja da se menja u korist javnog sektora

Grafikon T4-3. Struktura spoljnog duga: privatni sektor i javni sektor



Izvor: NBS, QM

Zahvaljujući trendu rasta spoljnog duga javnog sektora i trendu smanjivanja spoljnog duga privatnog sektora, struktura spoljnog duga nastavlja da se menja u korist javnog sektora i u 2011. godini. Tako je spoljni dug javnog sektora činio 31% ukupnog spoljnog duga na kraju 2008, dok tri godine kasnije čini 45%. S druge strane učešće privatnog u ukupnom spoljnom dugu je sa 69% opalo na 55% u istom periodu – što je posledica razduživanja preduzeća, ali i rasta javnog duga. Ukoliko se ovakav trend nastavi, možemo očekivati da će se vrednost koju duguju javni i privatni sektor van zemlje ubrzo izjednačiti (Grafikon T4-3).

Izvoz

U Q4 2011 godine nastavak usporavanja rasta izvoza zabeležen od početka godine

Trend usporavanja rasta izvoza koji je zabeležen od početka 2011. godine se nastavlja i u poslednjem kvartalu, s tim što je on tokom Q4 veoma izražen. Naime, u poslednjem kvartalu 2011. izvezeno je robe u vrednosti 2.162 miliona evra, što je samo 2,1% iznad vrednosti iz Q4 2010. godine. Niska zabeležena međugodišnja stopa rasta izvoza u Q4 prvenstveno je posledica međugodišnjeg pada *Krupnog izvoza*, ali i usporavanja rasta *Nosećeg izvoza* i njegovih komponenti (*Jezgra* i *Ostalog izvoza*, v. Tabelu T4-4).

U Q4 2011. ostvarena niža vrednost Krupnog izvoza u odnosu na Q4 2010

U poslednjem kvartalu 2011. godine *Krupni izvoz* po prvi put beleži međugodišnji pad nakon Q4 2009. Razlog ovakvog kvartalnog rezultata je činjenica da je izvezena vrednost svih pojedinačnih komponenti *Krupnog izvoza* (osim *Povrća i voća*) tokom Q4 2011. ispod one iz Q4 2010. godine. Najveće međugodišnje smanjenje izvezenih vrednosti zabeleženo je kod *Gvožđa i čelika* (-23,3%), zatim kod *Žitarica i proizvoda od žitarica* (-22,4%), dok je vrednost izvoza *Obojenih metala* za 3,2% ispod prošlogodišnje.

Smanjena proizvodnja uticala je na međugodišnji pad izvoza Gvožđa i čelika tokom Q4

Međugodišnji pad izvoza *Gvožđa i čelika* koji je zabeležen u većem delu 2011. godine (Q2, Q3 i Q4) posledica je problema s kojima se suočavala kompanija US Steel Serbia. Kao što smo pisali u prethodnom broju *QM-a*, teška ekonomska situacija u Evropi dovela je do pada tražnje za gvožđem i čelikom, do pada cene i do velikih problema i gubitaka u poslovanju ove američke kompanije u Srbiji. Proizvodnja je već početkom 2011. smanjena, a jedna od dve visoke peći još u drugom kvartalu stavljena na „tihi hod”, u kom režimu je ostala do kraja godine. Krajem godine, iako je lokalna vlast u Smederevu smanjila takse koje ova kompanija plaća za korišćenje obale Dunava i ekološku taksu kako bi pomogla kompaniji, a republička Vlada nagoveštavala pojedine mere za pomoć kompaniji u teškoj ekonomskoj situaciji – US Steel početkom 2012. napušta Srbiju prodajom železare Vladi Srbije. U januaru i februaru 2012. godine, usled procedure prodaje i vanredne situacije koja je bila proglašena u Srbiji zbog nepovoljnih vremenskih uslova, proizvodnja železare (koja sada nosi naziv „Železara Smederevo d.o.o. Smederevo“) bila je u izvesnom periodu obustavljena, tako da iako se najavljuje skori početak proizvodnje u martu, očekujemo da će biti zabeležen znatno niži nivo izvoza *Gvožđa i čelika* i u prvom kvartalu 2012. u odnosu na Q1 2011. godine. S obzirom na visok doprinos izvoza tih proizvoda ukupnom izvozu, dalje poslovanje, (pronalaženje strateškog partnera za ovu kompaniju) i proizvodnja u Železari Smederevo u velikoj meri će uticati na vrednost i dinamiku kretanja izvoza u 2012. godini.

Međugodišnji pad vrednosti izvoza Žitarica i proizvoda od žitarica u Q4 2011. od 22,4%

Vrednost izvoza *Žitarica i proizvoda od žitarica* u Q4 2011. je znatno ispod vrednosti u istom periodu prethodne godine (pad od 22,4%) – i pored činjenice da je prestalo važenje zabrane izvoza žitarica sredinom juna⁸, i da su svetske cene ovih proizvoda i dalje na relativno visokom nivou (međugodišnji rast cena u evrima u Q4 iznosi 7,3%, a u na godišnjem nivou cene su u proseku za oko jednu trećinu više u 2011. u odnosu na 2010. godinu). Razlog za to je visoka baza, odnosno

⁸ O privremeno uvedenoj zabrani izvoza žitarica videti prethodne brojeve *QM-a*.

veliki izvoz Žitarica u poslednjem kvartalu 2010. godine. Tako su u poslednjem kvartalu 2011. izvezene količine (iako za skoro 30% niže od Q4 2010) – na nivou Q1 2011. i znatno iznad izvezenih količina sredinom 2010. i 2011. godine.

Međugodišnji pad vrednosti izvoza Obojenih metala isključivo posledica pada svetskih cena ovih proizvoda

Izvoz obojenih metala, nakon brzog usporavanja rasta od početka 2011. godine, u Q4 opada, posmatrano međugodišnje. Negativna međugodišnja promena izvezene vrednosti u Q4 isključivo se duguje padu svetskih cena metala. U poslenja tri meseca 2011. godine cene metala u evrima su za 12,1% niže u odnosu na isti period 2010. godine, tako da je i pored međugodišnjeg rasta izvezenih količina od oko 10%, izvezena vrednost ovih proizvoda u istom periodu opala za 3,2%. Naime, svetske cene metala bile su na najvišem nivou u Q1 2011. godine, nakon čega beleže pad. Tako su cene metala u Q4 2011. za oko 20% ispod onih s početka 2011. godine. Ukoliko se ovakav trend pada cena nastavi, i kod izvoza *Obojenih metala* možemo da očekujemo manje povoljne rezultate.

Usporavanje rasta Nosećeg izvoza i njegovih komponenti – Jezgra i Ostalog izvoza

Od početka 2011. godine takođe usporava rast *Nosećeg izvoza* (rast od 8,0% međugodišnje u Q4). Komponenta *Jezgro* značajnije usporava, tako da je njen izvoz u Q4 2011 samo 5,9% viši od izvoza iz Q4 2010. godine. *Ostali izvoz* nakon izvesnog usporavanja rasta u Q2 2011. u odnosu na Q1, blago ubrzava rast u Q3, da bi u poslenjem kvartalu 2011. takođe zabeležio nižu međugodišnju stopu rasta od one iz Q3 (9,4% u Q4 naspram 13,1% iz Q3, Tabela T4-4). Ovakvi trendovi *Nosećeg izvoza* i njegovih komponenti ukazuju na relativno nisku inostranu tražnju za domaćim proizvodima, usled novih problema okolnih privreda izazvanih novim talasom krize.

Tabela T4-4. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2010–2011

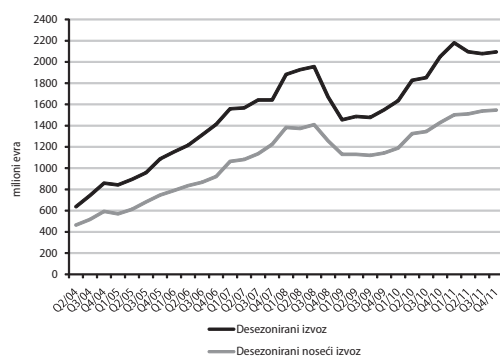
	Učešće u ukupnom izvozu u 2011	2011 ¹⁾				2010 ¹⁾				2011 ¹⁾			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
	u %	u mil. evra				međugodišnji rast (u %)							
Ukupno	100,0	1.961	2.157	2.157	2.162	14,9	23,2	24,6	32,2	33,7	14,5	11,7	2,1
Krupni (dominantni) izvoz	27,7	649	574	566	551	42,3	41,6	39,3	53,6	53,9	15,7	5,5	-12,1
Gvožđe i čelik	8,4	239	186	147	140	60,2	130,4	39,0	27,0	47,4	-4,8	-19,4	-23,3
Obojeni metali	7,4	164	178	158	128	68,3	75,0	69,3	55,9	50,5	34,9	3,7	-3,1
Povrće i voće	5,6	92	92	147	141	21,6	-4,8	16,2	63,2	22,4	15,4	29,0	9,4
Žitarice i proizvodi	6,2	154	117	114	142	10,0	-16,6	33,7	82,0	104,1	32,4	29,5	-22,4
Noseći izvoz	72,3	1.312	1.583	1.591	1.611	6,7	17,8	19,7	24,8	25,5	14,0	14,1	8,0
Jezgro	29,7	577	632	673	627	2,1	11,8	32,1	26,5	31,7	21,3	15,4	5,9
Odeća	4,1	82	80	96	89	-37,7	-36,4	2,2	3,6	13,5	15,3	18,2	5,9
Razni gotovi proizvodi, nigde pomenuti	3,4	60	74	77	77	-5,8	6,3	9,5	6,1	27,2	13,6	5,6	7,4
Proizvodi od metala, nigde pomenuti	4,2	68	97	100	90	-8,0	2,2	9,2	26,7	52,6	45,6	47,0	15,2
Proizvodi od kaučuka	3,2	76	65	65	63	23,6	33,6	27,0	31,9	40,0	25,9	18,4	12,0
Električne mašine, aparati i uređaji	6,3	124	134	141	135	25,5	46,8	58,7	61,0	58,9	24,1	15,7	-3,0
Organski hemijski proizvodi	0,6	12	12	11	15	261,5	357,9	501,2	40,0	-58,7	-56,3	-61,3	-16,8
Plastične materije u primarnim oblicim.	1,9	43	42	41	36	47,1	69,9	753,8	31,8	48,5	30,7	10,4	6,4
Obuća	2,3	51	45	55	44	0,8	2,4	14,8	41,6	35,0	34,7	23,1	3,2
Hartija, karton i proizvodi od celuloze	2,3	45	52	50	49	12,1	11,4	11,4	20,5	26,5	25,4	24,6	15,9
Proizvodi od nemetalnih minerala	1,4	17	32	38	29	-9,4	12,2	17,9	4,6	47,2	17,1	8,7	13,1
Ostalo	42,5	735	951	918	984	10,2	21,7	12,1	23,7	21,0	9,7	13,1	9,4

Izvor: RZS

1) podaci u milionima evra, kao i međugodišnje stope rasta dobijeni na osnovi podataka Republičkog zavoda za statistiku obračunatih po novoj metodologiji. Za detalje v. QM br.20, Okvir 1. „Promena metodologije spoljne trgovine Republičkog zavoda za statistiku Srbije“.

Neizvesne procene o vrednosti ukupnog izvoza u 2012. godini

Grafikon T4-5. Srbija: desezonirani izvoz i desezonirani noseći izvoz, kvartalno, 2004–2011



Izvor: RZS, QM

I pored slabijih izvoznih rezultata na kraju 2011. godine, desezonirane vrednosti ukupnog i nosećeg izvoza ukazuju na blagi porast desezonirane vrednosti u Q4 u odnosu na prethodni kvartal i na činjenicu da su vrednosti na kraju 2011. i dalje iznad pretkriznih nivoa (Grafikon T4-5). *Noseći izvoz* čak beleži međukvartalni rast u svim kvartalima počevši od Q4 2009. godine. Međutim, eksterni efekti u vidu ekonomskih poteškoća s kojima se suočavaju mnoge zemlje sveta verovatno će i dalje uticati na izostanak bitnijeg porasta inostrane tražnje u srednjem roku. To direktno može dovesti do pada inostrane tražnje za domaćom robom, a indirektno

4. Platni bilans i spoljna trgovina

do niže izvezene vrednosti usled pada svetskih cena proizvoda. Sve to, uz neizvesnost u vezi s daljom proizvodnjom i izvoza Gvožđa i čelika, dovodi do neizvesnih procena o vrednosti ukupnog izvoza i ukazuje na velike poteškoće u ostvarivanju povoljnih izvoznih rezultata domaće privrede u 2012. godini. Faktori koji bi podsticajno delovali na rast izvoza su umerena deprecijacija realnog kursa dinara kao i smanjenje domaće tražnje, prvenstveno preko smanjenja fiskalnog deficita. Sem toga, ukoliko konačno proradi FIAT, to bi pozitivno uticalo na izvoz u drugoj polovini godine i bar delimično kompenzovalo negativne efekte nastale u Železari Smederevo.

Uvoz

U Q4 2011. uvoz ubrzava rast prvenstveno usled visokog uvoza energije

U Q4 2011. godine uvoz ubrzava rast. Ostvarena vrednost uvoza u poslednjem kvartalu iznosi 3,98 milijardi evra, što je za 16,5% iznad njegove vrednosti iz Q4 2010. godine. Najveći međugodišnji rast uvoza u Q4 zabeležen je kod *Energije* (58,2%). Porast uvoza *Energije* doprineo je zabeleženom rastu ukupnog uvoza sa čak 54% u posmatranom periodu. Visok međugodišnji porast uvoza energetskih proizvoda u Q4 2011. u odnosu na Q4 2010. godine delimično je posledica rasta cena energije na svetskom tržištu (međugodišnji rast cena u evrima iznosi 23,3%), dok je delom rezultat porasta uvezenih količina (28,9% međugodišnje). Stoga, *Uvoz bez energije* u Q4 beleži znatno niži međugodišnji rast od 9,1%. Rast uvoza energenata delimično je posledica nepovoljnih klimatskih faktora⁹, koji su uticali na smanjenje proizvodnje električne energije i posledično na rast njenog uvoza. Takođe, ovako posmatran uvoz, po isključenju vrednosti uvoza energetskih proizvoda – ima tendenciju međugodišnjeg usporavanja rasta od početka 2011. godine.

Tabela T4-6. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2010–2011

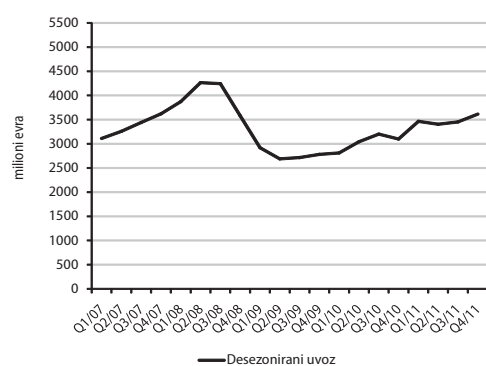
	Učešće u uvozu 2011 u %	2011 ¹⁾				2010 ¹⁾				2011 ¹⁾			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
		u mil. evra											
		međugodišnji rast (u %)											
Ukupno	100,0	3.374	3.502	3.538	3.983	-5,0	10,4	17,2	11,4	24,3	14,2	7,7	16,5
Energija	18,6	729	583	545	823	1,6	61,1	66,6	9,9	32,5	7,0	-10,7	58,2
Intermedijarni proizvodi	32,2	1.023	1.240	1.197	1.175	1,5	15,3	23,2	22,0	38,9	29,3	9,8	6,7
Kapitalni proizvodi	16,2	521	550	573	690	-22,2	-6,1	1,6	3,0	35,0	12,2	8,5	20,8
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,3	72	78	83	100	-7,1	0,3	7,9	6,3	-12,7	-4,7	-2,2	-5,2
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	12,2	370	411	444	527	-2,3	5,7	5,8	9,1	7,7	9,4	13,9	12,2
Ostalo	18,5	659	640	695	667	-5,7	-5,2	-0,6	6,9	7,2	4,0	19,6	2,8
Uvoz bez energije	81,4	2.645	2.919	2.992	3.160	-6,5	3,4	9,7	11,7	22,3	15,8	11,9	9,1

Izvor: RZS

1) podaci u milionima evra, kao i međugodišnje stope rasta dobijeni na osnovi podataka Republičkog zavoda za statistiku obračunatih po novoj metodologiji. Za detalje v. QM br. 20, Okvir 1., „Promena metodologije spoljne trgovine Republičkog zavoda za statistiku Srbije“.

Uvoz Kapitalnih i Intermedijarnih proizvoda u Q4 i tokom cele 2011. u značajnoj meri zaslužan za porast ukupnog uvoza

Grafikon T4-7. Srbija: Desezonirani uvoz, kvartalno, 2007–2011



Izvor: NBS, RZS, QM

U Q4 visoku međugodišnju stopu rasta beleži uvoz *Kapitalnih proizvoda* (20,8% međugodišnje) i doprinosi rastu ukupnog uvoza sa 21%. Inače, uvoz *Kapitalnih proizvoda*, nakon dugog i sporog oporavka, tek od početka 2011. godine beleži pozitivne i znatno visoke međugodišnje stope. Stoga, pozitivna okolnost je to što su upravo *Kapitalni proizvodi* tokom 2011. u velikoj meri zaslužni za porast ukupnog uvoza. To je rezultat povećane investicione aktivnosti tokom 2011. godine. Međutim, nije izvesno da će se ova tendencija nastaviti i u 2012. godini jer je uvoz opreme bio koncentrisan na nakoliko velikih projekata koji se privode kraju.

⁹ Dugotrajna suša u drugoj polovini godine drastično je smanjila proizvodnju hidroenergije, što je uticalo na rast uvoza električne energije, ali i mazuta.

Pored *Kapitalnih proizvoda*, značajan je doprinos rasta uvoza *Intermedijarnih proizvoda* rastu ukupnog uvoza tokom 2011, naročito u prva tri kvartala (doprinos od 43%, 65% i 42%, respektivno). U Q4 2011. uvoz *Intermedijarnih proizvoda* je za 6,7% iznad uvoza ovih proizvoda ostvarenog u istom kvartalu prethodne godine, a njihov doprinos rastu ukupnog uvoza iznosi 14%.

Tokom Q4 dolazi do rasta uvoza Netrajnih proizvoda za široku potrošnju od 12,2% međugodišnje...

Netrajni proizvodi za široku potrošnju ubrzali su rast u drugoj polovini 2011. godine i u Q4 rastu po stopi od 12,2% međugodišnje. Rast uvoza *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*, čija je proizvodnja u Srbiji relativno razvijena, verovatno je pod direktnim uticajem apresijacije dinara i kao posledica toga pojeftinjenja uvoznih proizvoda. S druge strane, uvoz *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* se od početka krize smanjuje, tj. u celokupnom periodu krize beleži negativne međugodišnje stope. I u Q4 2011. zabeležen je pad vrednosti uvoza ovih proizvoda u odnosu na Q4 2010. godine za 5,2%.

...dok uvoz Trajnih proizvoda za široku potrošnju nastavlja da opada

Tokom 2011. godine uvezeno je robe u vrednosti od 14,4 milijarde evra, dok je izvoz iznosio oko 8,4 milijarde evra. Međugodišnji rast uvoza je 15,3%, dok je izvoz za 14,0% iznad vrednosti iz 2010. godine. Tako je pokrivenost uvoza izvozom opala sa 59,3% u 2010. na 58,6% u 2011. godini.

5. Cene i devizni kurs

Inflacija je i u četvrtom kvartalu (Q4) 2011. godine bila veoma niska, te je tako na kraju godine međugodišnja stopa inflacije iznosila 7%. Dalje smanjivanje međugodišnje stope inflacije nastaviće se i u idućem periodu, pa bi na kraju prvog kvartala 2012. međugodišnja stopa mogla da padne na ispod 3,5%. Snažno usporavanje inflacije u drugoj polovini godine je u najvećoj meri posledica kretanja cena hrane, prvenstveno pada cena svežeg voća i povrća. S druge strane, noseća inflacija¹ je tokom većeg dela 2011. niska, dok u poslednjem kvartalu postoje indikacije da dolazi do njenog određenog ubrzanja. Nominalni kurs dinara je depresirao tokom većeg dela Q4, a depresijacija se nastavila i u januaru i februaru, pa je sredinom februara nominalni kurs dinara prema evru dostigao istorijski maksimum. Iako je ovo kretanje dovelo i do slabljenja realnog kursa, on se tek vratio na nivo iz druge polovine 2009. godine. Tako je uprkos ovom slabljenju, realni kurs još uvek jači od rekordno niskog nivoa koji je zabeležen polovinom 2010. godine. Slabljenje realnog kursa popravljja međunarodnu konkurentnost srpske privrede, ali ima i bitne negativne efekte, pre svega usled porasta troškova servisiranja javnog i privatnog duga, kao i mogućeg porasta inflacije.

Cene

U Q4 2011 i na početku 2012. inflacije je niska

U Q4 2011. godine nastavljene su tendencije iz prethodna dva kvartala, pa je tako inflacija bila veoma niska. Porast cena tokom Q4 iznosio je svega 0,6%, odnosno 2,5% anualizovano. Podsetimo, u Q3 je zabeležena deflacija, tj. pad cena od -0,4%, a u Q2 inflacija od 1,2% (Tabela T5-1). Ipak zbog veoma visoke inflacije u prvom kvartalu godine (od čak 5,5%), inflacija za celu godinu iznosi 7,0%. Ovo je nešto iznad gornje granice ciljanog koridora NBS (koji za decembar 2011. godine iznosi 3% do 6%), ali ipak znatno ispod visokih 14,7% koliko je iznosila međugodišnja stopa inflacije u aprilu iste godine (QM je još tada, u broju 24, ukazivao da bi inflacija na kraju godine mogla biti ispod 8%).

Očekuje se da će inflacija ostati na niskom nivou tokom prve polovine 2012. godine

Međugodišnja stopa inflacije će nastaviti da pada i u narednih nekoliko meseci i svoj minimum će dostići najverovatnije u aprilu. Početkom 2012. godine možemo očekivati nešto veće mesečne stope inflacije od onih koje su zabeležene u drugoj polovini 2011. godine. S druge strane, porast cena u prvom kvartalu 2012. biće umanjen merama direktne kontrole cena (*Uredba o posebnim uslovima prometa određene robe* Vlade Republike Srbije, kojom se ograničavaju trgovačke marže na neke osnovne namirnice, važiće do polovine 2012. godine). Procenjujemo da ne bi bio dobar presedan da se produži važenje ove Uredbe – umesto mera direktne kontrole cena, poželjnije su mere koje bi dovele do povećanja konkurencije u distribuciji i maloprodaji robe. U svakom slučaju, početkom 2012. će, zbog baznog efekta, doći do daljeg smanjivanja međugodišnje stope inflacije. Procenjujemo da će međugodišnja stopa inflacije svoj minimum najverovatnije ostvariti u aprilu, kada će biti između 3% i 3,5%, tj. vrlo blizu donje granice ciljanog koridora NBS. Nakon toga će međugodišnja stopa inflacije ponovo blago rasti. S jedne strane, u drugoj polovini godine možemo očekivati povećanje stope inflacije kao posledicu depresijacije kursa dinara, mogućeg poskupljenja komunalnih usluga i drugih regulisanih cena, kao i eventualnog povećanja nekih poreskih stopa. S druge strane, eventualni porast inflacije će biti ublažen niskom domaćom tražnjom i generalno niskim nivoom aktivnosti privrede. Takođe, treba posmatrati kretanje cena poljoprivrednih proizvoda i energenata u nastavku godine: tokom februara 2012. godine dolazi do određenog porasta cena *fjučersa* za naftu (posledica povećanja napetosti oko Irana), dok *fjučersi* poljoprivrednih proizvoda generalno ukazuju da će cene tih proizvoda mirovati (ili čak padati) u nastavku godine. Uzimajući sve navedeno u obzir, možemo očekivati da će se u drugoj polovini 2012. godine međugodišnja stopa inflacije verovatno nalaziti u gornjoj polovini ciljanog koridora NBS, eventualno i nešto iznad gornje granice.

U drugoj polovini godine očekuje se umereno povećanje inflacije

¹ Po definiciji QM-a „noseću“ inflaciju čini indeks potrošačkih cena bez cena hrane, energije, alkoholnih pića i duvana. Učešće noseće inflacije u ukupnoj inflaciji je 41%. Noseća inflacija je po konceptu slična baznoj inflaciji koju prati NBS. Glavna razlika između noseće i bazne inflacije je ta što su iz noseće inflacije isključeni svi prehrambeni proizvodi, dok su iz bazne inflacije isključeni samo sveže voće i povrće.

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2007–2011

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2007					
dec	113,0	11,0	11,0	1,2	13,1
2008					
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
2009					
dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
2010					
mar	133,4	4,7	1,9	1,2	8,0
jun	136,7	4,2	4,5	0,4	10,4
sept	140,3	7,7	7,2	1,3	10,9
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
2011					
mar	152,2	14,1	5,5	2,6	24,1
jun	154,0	12,6	6,8	-0,3	4,8
sept	153,3	9,3	6,3	0,2	-1,7
okt	154,0	8,7	6,8	0,4	2,1
nov	155,3	8,0	7,7	0,9	6,0
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5

Izvor: RZS

Porastu cena u četvrtom kvartalu najviše je doprinelo poskupljenje usluga stanovanja (pre svega porast cena gasa i cena centralnog grejanja), koje su zaslužne za oko 38% ukupnog porasta cena. Osim toga, beležimo i poskupljenje odeće i obuće, koje je zaslužno za oko 28% ukupnog porasta cena. S druge strane, tokom Q4 mirovale su cene hrane, što je značajno doprinelo niskoj ukupnoj stopi inflacije (Tabela T5-2). Zanimljivo je podeliti 2011. godinu na dva perioda: od početka godine do maja i – od maja do kraja godine. U periodu od početka godine do maja, kumulativna inflacija je iznosila 7,1% (tj. čak 17,9% anualizovano). U tom periodu prehrambeni proizvodi su poskupeli za 11% i zaslužni su za skoro 60% ukupnog porasta cena (Tabela T5-2). Međutim, od maja pa do kraja godine beležimo praktično stagnaciju cena (preciznije, beležimo blagi pad, od -0,1%). Ovo je pre svega rezultat preokreta u kretanju cena hrane, koje su od maja do decembra pale za 1,6%, i time imale deflatorni doprinos. Ovakvo kretanje cena hrane u Srbiji je u skladu sa globalnim trendom koji beležimo tokom istog perioda (Grafikon T5-3).

Tabela T5-2. Srbija: izabrane komponente Indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2011. godine	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena od početka 2011. do maja	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena od maja do decembra 2011.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,6	0,6	7,1	7,1	-0,1	-0,1
Hrana i bezalkoholna pića	37,8	-0,1	0,0	11,0	4,2	-4,1	-1,6
Hrana	34,1	-0,2	-0,1	11,4	3,9	-4,8	-1,7
Alkoholna pića i duvan	5,1	-0,9	0,0	12,8	0,6	-1,4	-0,1
Duvan	3,8	-1,6	-0,1	16,0	0,6	-2,8	-0,1
Odeća i obuća	6,0	3,2	0,2	-0,3	0,0	3,7	0,2
Stanovanje, voda struja	15,1	1,5	0,2	7,1	1,2	2,3	0,4
Električna energija	6,6	0,0	0,0	13,5	0,9	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,9	1,9	0,1	2,1	0,1	5,8	0,3
Zdravstvo	4,3	0,1	0,0	5,0	0,2	-0,4	0,0
Transport	11,0	1,0	0,1	6,0	0,6	3,1	0,3
Gorivo i mazivo	4,7	0,2	0,0	10,1	0,4	3,0	0,1
Komunikacije	3,5	0,2	0,0	-1,8	-0,1	5,4	0,2
Ostalo	12,3		0,1		0,3		0,2

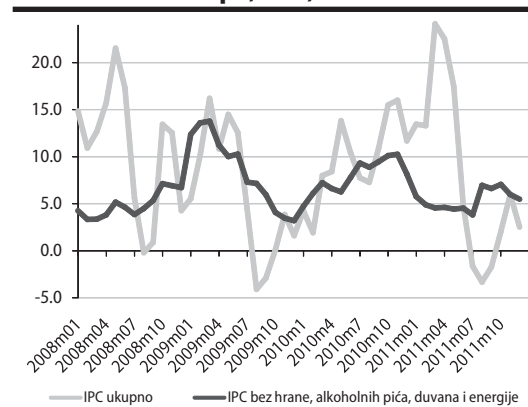
Izvor: RZS i proračun QM-a

Grafikon T5-3. Svet: kretanje indeksa, Thomson Reuters/Jefferies CRB Foodstuffs, 2007–2011



Izvor: RZS i proračun QM-a

Grafikon T5-4. Srbija: IPC i noseća inflacija, analizovane stope, u %, 2008–2011



Izvor: RZS i proračun QM-a

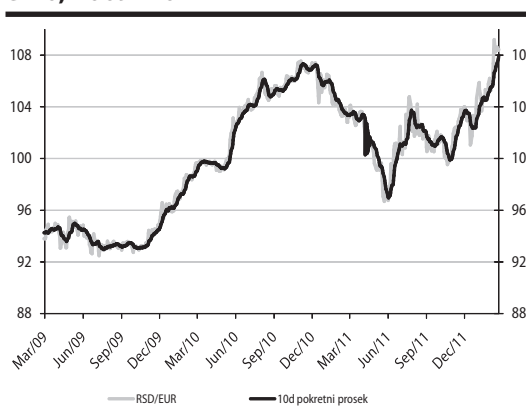
Noseća inflacija je tokom Q4 bila 1,3%, odnosno 5,5% anualizovano (Grafikon T5-4). Najveći doprinos nosećoj inflaciji dolazi od poskupljenja odeće i obuće. Iako je noseća inflacija i dalje relativno niska, u poslednjih nekoliko meseci beležimo određene indikacije da dolazi do njenog ubrzavanja. Naime, noseća inflacija je i u Q1 i u Q2 iznosila 1,1%, dok je u Q3 iznosila 1,6%, a u Q4 1,3%. Dodatno, desezonirane mesečne stope noseće inflacije takođe ukazuju na njeno blago ubrzavanje. Ovo ubrzavanje je bar delimično povezano sa depresijacijom kursa dinara. S druge strane, veoma niska domaća tražnja deluje dezinfatorno, što može ograničiti dalji rast noseće inflacije.

Devizni kurs

U poslednjem kvartalu 2011. i na početku 2012. dinar je značajno depresirao

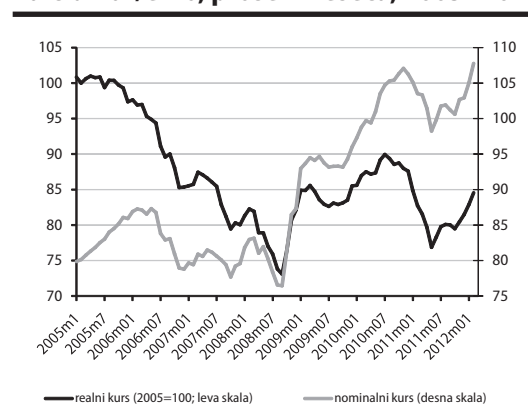
Dinar je u Q4 2011. godine nominalno depresirao prema evru, a taj trend se nastavio i pojačao i u prva dva meseca 2012. godine (Grafikon T5-5). Dinar je tokom Q4 nominalno depresirao prema evru za 3,4%, pa je tako pred kraj godine kurs iznosio 104,64 dinara za evro. Tokom prve polovine januara, kurs je bio uglavnom stabilan. Međutim, u drugoj polovini januara i prvoj polovini februara dolazi do nove epizode depresijacije dinara, pa za svega mesec dana – od 11. januara do 10. februara – dinar depresira za čak 5,3% prema evru. Tako je 10. februara nominalni kurs zabeležio rekordnu vrednost od 109,18 dinara za evro. Nakon toga dolazi do stabilizacije i vrlo blagog oporavka kursa dinara, delimično i zato što je NBS nekoliko puta intervenisala na međubankarskom tržištu. Naglo slabljenje dinara posledica je više činilaca, između ostalog: povećane potražnje za devizama zbog neuobičajeno visokog uvoza energije, aktiviranja „stop loss“ opcija, dinamike izdavanja državnih obveznica, i rasta makroekonomskih rizika.

Grafikon T5-5. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2009–2012



Izvor: NBS

Grafikon T5-6. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2005–2011



Izvor: NBS, RZS i proračun QM-a

Potencijalni rizik za dodatno slabljenje kursa je uglavnom vezan sa eventualnim daljim povlačenjem kapitala iz Srbije bilo zbog moguće makroekonomske nestabilnosti u Srbiji, bilo zbog negativnih promena u spoljnom okruženju (npr. dalja eskalacija evropske krize duga, pooštavanje prudencijalnih normi evropskih banaka i zahteva za povećanu kapitalizaciju).

... realna vrednost dinara i dalje je veća nego sredinom 2010. godine
... ocenjujemo da su u aktuelnim okolnostima pozitivni efekti smanjenja realne vrednosti dinara, veći od negativnih

Realni kurs dinara takođe depresira, ali je i dalje iznad rekordno niskog nivoa iz jula 2010. godine. Realni kurs dinara prema evru je tokom Q4 depresirao za 1,8% (Tabela T5-7). Procenjujemo da je nakon depresijacije nominalnog kursa u januaru i februaru realni kurs depresirao za još oko 3%. No, uprkos ovome, procenjujemo da je realni kurs dinara u februaru 2012. godine i dalje iznad nivoa na kom je bio krajem 2010. godine, a svakako iznad rekordno niskog nivoa iz jula 2010. godine. Realni kurs se sada vratio otprilike na nivo na kom je bio krajem 2009. godine (Grafikon T5-6). Slabljenje realnog kursa je povoljno sa stanovišta popravljavanja međunarodne konkurentnosti srpske privrede, posebno u uslovima pada tražnje na glavnim izvoznim tržištima. Međutim, slabljenje kursa ima i bitne negativne efekte koji se odražavaju, pre svega na porast troškova servisiranja javnog i privatnog duga, kao i na moguć porast inflacije.

Tabela T5-8. Srbija: kretanje kursa evra, 2006–2011

	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								
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	80,0	93,8	93,8	1,4563
2008								
Mart	83,1319	100,3	102,8	104,5	81,9	93,7	102,4	1,5516
Jun	80,2460	96,8	98,9	100,9	77,0	89,5	96,2	1,5556
Septembar	76,4226	92,2	96,3	96,0	73,1	90,0	91,3	1,4387
Decembar	87,3002	105,3	109,7	109,7	82,1	102,6	102,6	1,3482
2009								
Mart	94,4951	114,0	113,7	108,2	85,6	104,4	104,2	1,3041
Jun	93,7408	113,1	116,8	107,4	82,9	107,7	101,0	1,4027
Septembar	93,2990	112,5	122,1	106,9	82,9	113,4	100,9	1,4554
Decembar	95,9833	115,8	109,9	109,9	85,5	104,1	104,1	1,4597
2010								
Mart	99,7048	120,2	105,5	103,9	87,5	102,3	102,4	1,3576
Jun	103,5079	124,8	110,4	107,8	89,2	107,5	104,3	1,2219
Septembar	105,4352	127,2	113,0	109,8	88,6	106,8	103,6	1,3043
Decembar	106,2771	128,2	110,7	110,7	87,6	102,4	102,4	1,3222
2011								
Mart	103,3352	124,6	103,6	97,2	81,5	93,2	93,1	1,3998
Jun	99,7960	120,4	96,4	93,9	78,3	87,8	89,4	1,4390
Septembar	101,2112	122,1	96,0	95,2	80,0	90,3	91,3	1,3767
Oktobar	100,5981	121,3	94,6	94,7	79,5	89,5	90,7	1,3697
Novembar	102,6760	123,8	95,9	96,6	80,5	91,5	91,9	1,3562
Decembar	102,9332	124,1	96,9	96,9	81,5	93,0	93,0	1,3171
2012								
Januar	105,0385	126,7	99,9	102,0	..	..	..

Izvor: NBS, Eurostat

1) Prosek meseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS.

2) Odnos kursa u prvoj koloni i proseka 2005. 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.

6. Fiskalni tokovi i politika

U četvrtom kvartalu 2011. došlo je do daljeg pada realnih desezoniranih javnih prihoda, kao i javnih rashoda. Pad prihoda posledica je prvenstveno snažnog pada ostalih poreskih i neporeskih prihoda, dok je do pada ukupnih javnih rashoda došlo usled smanjenja rashoda na subvencije, za zaposlene i kapitalnih rashoda. Konsolidovani deficit ostvaren u Q4 iznosio je 45,1 milijardu dinara, dok je ukupan konsolidovani fiskalni deficit ostvaren u 2011. iznosio 158,3 milijarde dinara (4,7% BDP-a), što je za oko 0,2 p.p. BDP-a više od planiranog. Za 2012. godinu planiran je deficit od 4,25% BDP-a. Ocenjuje se da su pretpostavke na kojima je taj plan zasnovan relativno optimistične, te da postoje značajni rizici da fiskalni deficit u 2012. godini bude znatno viši od planiranog, pre svega zbog mogućnosti da javni prihodi budu niži od planiranih. Stoga je neophodno primeniti mere kratkoročne fiskalne konsolidacije koje bi obezbedile da deficit u ovoj godini bude u planiranim okvirima. Uz to, neophodno je pripremiti i plan fiskalne konsolidacije kojim će se obezbediti smanjenje fiskalnog deficita za 2-3 p.p. BDP-a u relativno kratkom roku. Taj plan bi obuhvatao donošenje strukturnih mera za smanjenje javne potrošnje i mera za povećanje javnih prihoda, pri čemu bi se najveći deo fiskalne konsolidacije ostvario putem smanjenja javnih rashoda, a manji deo putem povećanja poreza. Javni dug na kraju 2011. iznosio je 14,5 milijardi evra (45,1% BDP-a). U Q4 je i pored ostvarenog fiskalnog deficita zabeležen pad javnog duga za oko 300 miliona evra, što može biti posledica činjenice da deo dospelih obaveza po osnovu javnog duga nije finansiran emisijom novog duga već iz postojećih depozita.

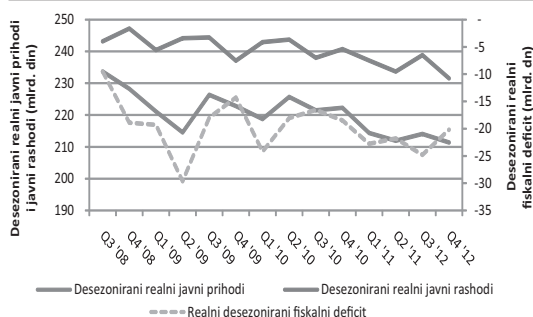
Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

Nakon rasta u Q3, javni prihodi u Q4 ponovo blago opadaju

U Q4 je zabeležen blagi pad realnih desezoniranih javnih prihoda, od 1,2% u odnosu na prethodni kvartal. Taj pad predstavlja pre svega posledicu znatnog smanjenja ostalih poreskih prihoda, kao i neporeskih prihoda. Posmatrano u odnosu na isti period 2010. godine, ukupni konsolidovani javni prihodi u Q4 2011. realno su bili niži za 4,7%. I pored usporavanja privredne aktivnosti, realni desezonirani prihodi od osnovnih poreza na potrošnju (PDV i akcize) su u Q4 zabeležili blagi rast u odnosu na Q3, dok su prihodi od poreza na dohodak i doprinosa stagnirali, a prihodi od poreza na dobit zabeležili pad. Prihodi od carina takođe nastavljaju trend kontinuiranog pada. Konsolidovani javni prihodi ostvareni u celoj 2011. realno su niži za 4,6% u odnosu na 2010. godinu. Realizacija javnih prihoda u iznosu manjem od planiranih u 2011. predstavlja posledicu dejstva nekoliko činilaca: usporavanja privredne aktivnosti u drugoj polovini godine, dalje liberalizacije spoljne trgovine, ali i ambicioznog projektovanja javnih prihoda prilikom planiranja i revidiranja budžeta.

...a javni rashodi u Q4 ponovo padaju

Grafikon T6-1. Srbija: desezonirani realni (kvartalni) prihodi i rashodi sektora države u mlrd. RSD (2006=100)¹⁾



Konsolidovani fiskalni deficit u 2011. iznosio je 158,2 milijarde dinara (4,7% BDP-a)

Izvor: Obračun autora

¹⁾ S obzirom da je RZS prekinuo sa objavljivanjem indeksa cena na malo zaključno sa decembrom 2010. godine, od QM-24 preračunavanje nominalnih u realne iznose prihoda i rashoda, za svrhe obračuna desezoniranih iznos, vrši se primenom baznog indeksa potrošačkih cena (2006=100).

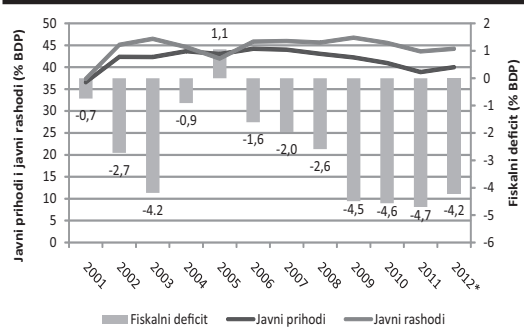
Realni desezonirani javni rashodi konsolidovanog sektora države zabeležili su u Q4 pad od 3,1% u odnosu na prethodni kvartal. Pad javnih rashoda ostvaren u Q4 predstavlja posledicu smanjenja rashoda na zaposlene, na subvencije, kao i smanjenja kapitalnih rashoda. Konsolidovani rashodi sektora države ostvareni u celoj 2011. realno su niži za 3,3% u odnosu na 2010. godinu. Najveći doprinos padu ukupnih javnih rashoda u 2011. dao je pad rashoda na kupovinu robe i usluga, rashoda na subvencije i penzije.

Kao rezultat navedenih kretanja, konsolidovani fiskalni deficit ostvaren u Q4 iznosio je 45,1 milijardu dinara, tj. 5,2% kvartalnog BDP-a. Konsolidovani fiskalni deficit u celoj 2011. godini

iznosio je 158,2 milijarde dinara (4,7% BDP-a), što je za oko 0,2 p.p. BDP-a više od planiranog deficita. Naime, prema memorandumu zaključenom sa MMF-om u avgustu 2011. planiran je konsolidovani fiskalni deficit u 2011. godini od 154,3 milijarde dinara, tj. 4,5% BDP-a. Budući da je stopa rasta BDP-a u 2011. iznosila 1,8%, maksimalan fiskalni deficit dozvoljen fiskalnim pravilima za tu godinu iznosio je 4,6% BDP-a. Ocenjuje se da je blago premašivanje fiskalnog deficita (za 0,1 p.p. BDP-a) posledica precenjivanja pojedinih kategorija javnih prihoda (pre svega od akciza) prilikom planiranja, ali i usporavanja privredne aktivnosti krajem godine, kao i izostanka odgovarajućih mera fiskalne konsolidacije na strani rashoda. Takođe se uočava da je krajem 2011. godine došlo do usporavanja povraćaja PDV, kao i realizacije kapitalnih rashoda, što je uticalo na povećanje prihoda i smanjenje rashoda za odgovarajuće iznose. Procenjuje se da bi u slučaju da nije došlo do usporavanja dinamike povraćaja PDV i realizacije kapitalnih rashoda, fiskalni deficit u 2011. verovatno premašio 5% BDP-a.

Visok fiskalni deficit u Srbiji je strukturne prirode

Grafikon T6-2. Srbija: konsolidovani javni prihodi, javni rashodi i fiskalni deficit (% BDP-a)

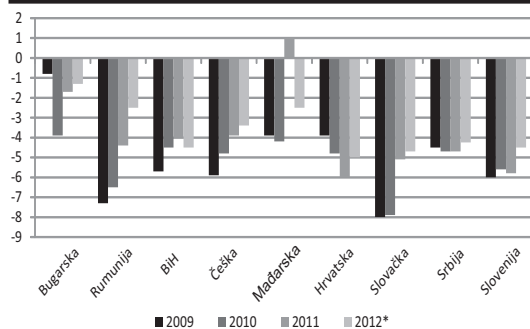


Izvor: Obračun QM na osnovu podataka Ministarstva finansija i RZS.

ocenjuje se da je taj uticaj manji od značaja strukturnog disbalansa u javnim finansijama Srbije. Naime, procene pokazuju da bi čak i pri (prirodnoj) stopi rasta BDP-a od 4% godišnje, fiskalni deficit u Srbiji iznosio oko 4% BDP-a. Razlog tome nalazi se u činjenici da je u godinama pre krize vođena izrazito ekspanzivna fiskalna politika, koja je podrazumevala donošenje mera sistemskog karaktera za smanjenje poreza (npr. poreza na zarade 2007) i za povećanje javne potrošnje (npr. politika redovnog i vanrednog indeksiranja zarada u javnom sektoru i penzija). Shodno tome, Srbija je u period ekonomske krize ušla sa relativno visokim strukturnim fiskalnim deficitom. Da bi se u relativno kratkom roku ostvarilo smanjenje fiskalnog deficita, sa sadašnjih 4–5% BDP-a na nivo od 2–3% BDP-a, biće neophodno sprovođenje sistemskih mera fiskalne konsolidacije. To bi najvećim delom bilo ostvareno putem smanjenja rashoda, ali će verovatno biti neophodno i određeno povećanje poreza. Bez primene tih mera, čak i uz relativno brz privredni oporavak, fiskalni deficit i u narednim godinama će biti relativno visok, preteći da značajno poveća javni dug iznad dozvoljenih 45% BDP-a.

U januaru prihodi budžeta Republike opadaju, a deficit iznosi 10,4 milijarde dinara

Grafikon T6-3. Srbija: konsolidovani fiskalni deficit (% BDP-a) u zemljama Centralne i Istočne Evrope



Izvor: UniCredit CEE Quarterly 1Q2012

Na početku krize, u 2009. godini Srbija je imala manji fiskalni deficit u odnosu na većinu drugih zemalja regiona i Evrope, u kojima je on uglavnom prevazilazio 5% BDP-a, između ostalog i zbog toga što je u većini zemalja pad BDP-a u 2009. godini bio veći nego u Srbiji. Međutim, za razliku od tih zemalja od kojih je većina u narednim godinama uspela da fiskalni deficit smanji, on je u Srbiji i u narednim godinama (2010, 2011, a planirano i u 2012) i dalje ostao na relativno visokom nivou između 4% i 5% BDP-a. Mada pad prihoda usled usporavanja privredne aktivnosti predstavlja jedan od uzroka relativno visokog fiskalnog deficita u Srbiji,

Prihodi budžeta Republike u januaru 2012. realno su niži za 2,3% u odnosu na isti mesec prethodne godine. Osetan realan pad prihoda budžeta Republike u januaru predstavlja prevažno posledicu preraspodele prihoda od poreza na zarade u korist lokalnih samouprava (počev od oktobra 2011), pada prihoda od PDV i znatnog pada ostalih poreskih prihoda, kao i carina. Pad prihoda od PDV u znatnoj meri predstavlja posledicu usporavanja dinamike povraćaja PDV krajem 2011. godine, što je izvršeno u januaru 2012. S druge strane, prihodi od akciza zabeležili su u januaru realan rast od 32%, što predstavlja posledicu odluke obveznika

6. Fiskalni tokovi i politika

akciza na duvanske proizvode da uplatu pripadajuće obaveze po osnovu akciza u vezi sa utvrđivanjem stanja zaliha pred korekciju stopa akciza izvrše u januaru umesto u decembru, kao što je ranijih godina bio slučaj. Osim toga, počev od januara 2012. povećano je učešće Republike u raspodeli prihoda od akciza na naftne derivate sa 80% na 100%, što je uzrokovalo rast prihoda budžeta Republike po osnovu akciza. Procenjuje se da je neto efekat odlaganja povraćaja PDV za januar, i izostanka prihoda od akciza na zalihe u decembru približno jednak, te da je ukupan efekat ovih okolnosti prihodno neutralan. S druge strane, ukupni rashodi budžeta Republike u januaru 2011. bili su za 11,9% veći nego u istom mesecu prethodne godine, pre svega zahvaljujući (verovatno jednokratnom) rastu rashoda za kupovinu robe i usluga, rashoda na subvencije i kapitalnih rashoda. Rast kapitalnih rashoda predstavlja posledicu odlaganja ovih plaćanja u Q4 2011, koja su stoga izvršena u januaru 2012. Kao rezultat opisanih kretanja, deficit budžeta Republike u januaru 2012. iznosio je 10,4 milijarde dinara i kao takav je nešto niži od prosečnog iznosa mesečnog deficita u 2011. godini, što je inače karakteristično za januar.

Tabela T6-4 Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2008-2009-2010-2011

	2008	2009	2010	2011				
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
I UKUPNI PRIHODI	1145,9	1.147	1.223,4	293,6	311,3	331,3	366,3	1302,5
II UKUPNI RASHODI	-1195,7	-1247,9	-1.329,9	-314,4	-343,9	-371,0	-406,7	-1435,9
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-19,1	-20,4	-29,9	-5,5	-9,9	-4,8	-4,7	-24,9
<i>od čega Budžetski krediti, neto²⁾</i>	-19,1	-20,4	-29,9	-5,5	-9,9	-4,8	-4,7	-24,9
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-1214,8	-1268,3	-1.359,8	-319,9	-353,8	-375,7	-411,4	-1460,8
V KONSOLIDOVANI BILANS (I+IV) definicija GFS ³⁾	-68,9	-121,8	-136,4	-26,3	-42,4	-44,4	-45,1	-158,2
VI PROMENA STANJA NA RAČUNU	-55,4	45,4	-19,2	59,4	51,9	96,3	-19,8	187,7
VIII UKUPNI JAVNI PRIHODI/BDP (u %)	43,1	42,3	41,8	38,2	36,3	38,6	42,4	38,9
IX UKUPNI JAVNI RASHODI/BDP (%)	(45,6)	(46,7)	(46,5)	(41,6)	(41,3)	(43,7)	(47,6)	(43,6)
X KONSOLIDOVANI DEFICIT/BDP (u %)	(2,5)	(4,5)	(4,7)	(3,4)	(5,0)	(5,2)	(5,2)	(4,7)

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

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

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

Okvir 1. Realističnost planiranog fiskalnog okvira za 2012. godinu

Narodna skupština Republike Srbije je u decembru 2011. usvojila Zakon o budžetu Republike za 2012. godinu. Prema tom Zakonu, i Izveštaju o fiskalnoj strategiji za 2012. sa projekcijama za 2013. i 2014. godinu – u 2012. godini planiran je konsolidovani fiskalni deficit od 153 milijarde dinara, tj. 4,25% BDP-a. Navedeni fiskalni deficit je u okvirima definisanim fiskalnim pravilima. Međutim, procenjuje se da je iznos planiranih javnih prihoda za 2012. znatno precenjen, iz dva razloga: *i)* sporijeg rasta BDP-a, od pretpostavljenog u trenutku izrade budžeta, *ii)* precenivanja pojedinih kategorija javnih prihoda prilikom planiranja, u odnosu na kretanje njihovih makroekonomskih osnovica. Budući da je projektovanje budžeta za 2012. godinu zasnovano na pretpostavci da će stopa rasta BDP-a iznositi 1,5%, maksimalno dozvoljeni fiskalni deficit bi iznosio 4,5% BDP-a. Ali kako je javni dug na kraju 2011. zvanično prešao granicu od 45% BDP-a – planiranje deficita u iznosu manjem od maksimalno dozvoljenog se smatra ispravnim i opravdanim. S druge strane, pretpostavka o rastu BDP-a od 1,5% u 2012. godini se ocenjuje kao izrazito optimistična. Na osnovu kretanja u drugoj polovini 2011. i očekivanih trendova u narednom

periodu – procenjuje se da je realističniji scenario koji bi podrazumevao nižu stopu privrednog rasta od 0,5% – ili stagnaciju (v. „Privredna aktivnost“). Polazeći od više, pretpostavljene stope privrednog rasta – precenjen je i iznos očekivanih poreskih prihoda. Osim toga, procenjuje se da su i pojedinačne projekcije bilansno najznačajnijih javnih prihoda precenjene, čak i uz pretpostavku da BDP u 2012. godini raste po stopi od 1,5%. Tako se prema planu očekuje rast prihoda od PDV i doprinosa, iako nije realistično očekivati značajan realan porast lične potrošnje i dohodaka stanovništva. Polazeći od navedenog, ocenjuje se da će ukupni konsolidovani prihodi za 2012. godinu biti manji od planiranih (za oko 1% BDP-a), te da će – bez primene dodatnih mera ušteta na strani javnih rashoda ili povećanja nekih poreza – to dovesti do značajnog rasta fiskalnog deficita u 2012. godini iznad inicijalno planiranih 4,25% BDP. S tim u vezi, preporučuje se da se analiziraju i pripremaju kratkoročne mere fiskalne konsolidacije u 2012. koje bi obuhvatale povećanje javnih prihoda i smanjenje određenih kategorija javne potrošnje – i koje bi se mogle u relativno kratkom roku aktivirati (po mogućstvu sredinom 2012). Osim toga, da bi se obezbedila dugoročna održivost fiskalne pozicije zemlje – neophodno je u ovoj i narednoj godini implementirati značajne strukturne reforme, koje će dovesti do smanjenja fiskalnog deficita, prvenstveno smanjenjem javne potrošnje.

Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih javnih rashoda

Prihodi od poreza na potrošnju u Q4 blago rastu, prihodi od poreza na faktore proizvodnje stagniraju, dok ostali poreski i neporeski prihodi snažno opadaju.

Prihodi od PDV i akciza blago rastu

Realni sezonski prihodi od PDV i akciza zabeležili su u Q4 rast od 2,9% i 0,8% respektivno, u odnosu na Q3 2011. godine. Slično pokazuju i podaci o međugodišnjem kretanju prihoda od PDV, koji u Q4 po prvi put nakon četiri kvartala beleže realan rast (od 1,3%) u odnosu na isti period prethodne godine, dok prihodi od akciza beleže realan pad (od 4,9%) u odnosu na Q4 2010. Procenjuje se da rast prihoda od PDV predstavlja posledicu blagog rasta lične potrošnje u Q3 i delimično u Q4, kao i usporavanja povraćaja PDV od strane države krajem godine. U Q3 je došlo do realnog rasta mase zarada isplaćenih zaposlenima u javnom sektoru, a i u Q3 i u Q4 zabeležen je blagi rast realne mase isplaćenih penzija, što je moglo uzrokovati blago povećanje lične potrošnje. Na to ukazuje i kretanje prometa u trgovini na malo, gde je u decembru zabeležen realni pad u odnosu na isti mesec prethodne godine – niži od prosečnog pada prometa u trgovini na malo u toku cele 2011. godine. Realan rast fonda zarada u Q3 i fonda penzija u Q3 i Q4 predstavlja posledicu redovne indeksacije izvršene u maju (za 5,5%) i oktobru (za 1,5%), te niske inflacije u drugoj polovini godine (u novembru je čak zabeležena deflacija). U slučaju da se u narednom periodu nastavi trend stabilizacije cena, sledeća redovna indeksacija plata i penzija u javnom sektoru neće doneti značajniji realan rast ukupnih dohodaka, te se ne može očekivati nastavak trenda rasta domaće potrošnje i prihoda od poreza na potrošnju po ovom osnovu. Međugodišnji pad prihoda od akciza zabeležen u Q4 predstavlja posledicu odluke proizvođača duvanskih proizvoda da utvrđivanje stanja zaliha pred povećanje akciza – usled indeksacije, i izmirenja utvrđenih poreskih obaveza – izvrše u januaru, umesto u decembru kao što je bila praksa prethodnih godina. Stoga se ocenjuje da nije reč o trajnom padu prihoda po ovom osnovu, već o jednokratnoj oscilaciji. Generalno se ocenjuje da je kretanje prihoda od indirektnih poreza u drugoj polovini godine bilo nešto povoljnije zbog delovanja privremenih činilaca, kao što je povećanje domaće tražnje, usled povećanja plata i penzija i bržeg rasta uvoza od izvoza – što je neodrživo – te se može očekivati usporavanje kretanja ovih poreskih prihoda.

Tabela T 6-5. Srbija: Desezonirani kvartalni indeksi realnog nivoa javnih prihoda (prethodni kvartal = 100)

	Javni prihodi	Porezi na potrošnju			Porezi na faktore proizvodnje			Ostali poreski prihodi	Neporeski prihodi
		PDV	Akize	Carina	Porez na dohodak	Doprinosi	Porez na dobit		
2009,Q1	96,9	98,6	105,9	93,8	93,5	95,7	87,9	92,9	93,6
2009,Q2	97,0	93,2	104,6	87,2	96,0	99,5	87,0	98,6	96,5
2009,Q3	105,5	107,8	110,4	93,2	100,6	99,8	104,9	121,6	118,1
2009,Q4	98,4	102,2	102,8	98,1	95,5	95,5	94,2	102,7	89,0
2010,Q1	98,2	95,9	89,4	97,7	104,5	103,0	104,6	101,0	101,5
2010,Q2	103,2	103,5	109,8	102,2	98,6	97,6	99,4	110,6	111,1
2010,Q3	98,1	101,3	102,0	93,9	97,9	96,7	97,7	92,0	94,4
2010,Q4	100,4	95,1	103,4	93,0	99,0	98,4	105,0	100,8	109,7
2011,Q1	96,4	98,5	99,4	94,9	97,7	99,9	100,6	91,5	87,4
2011,Q2	98,8	97,2	96,3	91,2	102,0	99,8	101,5	92,7	102,5
2011,Q3	101,0	102,9	101,0	95,4	100,9	100,3	101,2	103,7	101,3
2011,Q4	98,8	102,9	100,8	94,8	100,2	99,9	97,0	91,9	96,0
Indeks u Q4 2011 (Q1 2009=100)	92,6	98,2	127,0	51,1	86,7	86,6	80,8	95,9	96,5

Izvor: Obračun QM-a

...dok prihodi od poreza na dohodak i doprinosa stagniraju

Prihodi od poreza na dohodak i doprinosa gotovo su stagnirali u Q4 u odnosu na Q3. Tako su realni desezonirani prihodi od poreza na dohodak u Q4 bili viši za 0,2% u odnosu na Q3, dok su prihodi od doprinosa za obavezno socijalno osiguranje bili niži za 0,1%. Posmatrano u odnosu na isti period 2010. prihodi od poreza na dohodak su u Q4 2011. bili realno veći za 0,1%, a prihodi od doprinosa realno manji za 0,6%. Ocenjuje se da je stagnacija prihoda od poreza i doprinosa na rad u Q4 rezultanta blagog povećanja zarada u javnom sektoru usled redovne indeksacije izvršene u maju i oktobru, povećanja minimalne zarade i daljeg smanjenja realnog fonda legalno isplaćenih zarada i drugih vrsta dohodaka u privatnom sektoru, do kojeg dolazi usled smanjenja formalne zaposlenosti (Anketa o radnoj snazi iz novembra ukazuje na nastavak trenda povećanja nezaposlenosti – (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“)). Kako je kretanje prihoda od poreza na dohodak i doprinosa (naročito u drugoj polovini 2011) bilo pod dejstvom i jednokratnih činilaca, ne može se očekivati njihov dalji znatan rast budući da dolazi do usporavanja privredne aktivnosti i povećanja nezaposlenosti.

Nakon rasta zabeleženog u prethodna četiri kvartala, realni desezonirani prihodi od poreza na dobit ostvareni u Q4 opali su za 3% u odnosu na prethodni kvartal. Posmatrano u odnosu na isti period 2010. godine prihodi od poreza na dobit u Q4 2011. realno su niži za 3,7%. Porez na dobit se plaća u toku godine akontativno, na osnovu rezultata ostvarenog u prethodnoj godini, kao aproksimacije očekivanog poslovnog rezultata u tekućoj godini. Stoga se procenjuje da pad prihoda od ovog poreskog oblika može predstavljati posledicu pogoršanja ekonomskih performansi privrede u drugoj polovini 2011, na osnovu čega obveznici ovog poreza imaju pravo da zahtevaju smanjenje iznosa akontativno plaćenog poreza na dobit, kao i daljeg pogoršanja likvidnosti privrede usled čega je moglo doći do smanjenja stope naplate ovog poreza.

U Q4 je zabeležen oštar pad ostalih poreskih prihoda, kao i neporeskih prihoda. Tako su realni desezonirani ostali poreski prihodi u Q4 u odnosu na Q3 – bili niži za 9,1%, a neporeski prihodi za 4%. Ostali poreski prihodi i neporeski prihodi ostvareni u Q4 bili su realno niži za 17,9% i 11,2% respektivno u odnosu na isti period 2010. godine. Pad ostalih poreskih prihoda posledica je smanjenja prihoda od lokalnih taksa i naknada. Snažan realan pad ovih prihoda može predstavljati posledicu smanjenja broja transakcija na koje se ove dažbine plaćaju i/ili odluka pojedinih lokalnih samouprava da ne vrše njihovo indeksiranje za stopu rasta cena, u cilju rasterećenja privrede. Osim toga, u Q3 je došlo do naplate dela zaostalog duga po osnovu poreza na ekstraprofit, što je osnovu za poređenje u Q4 učinilo višom. S druge strane, pad neporeskih prihoda posledica je činjenice da su u 2011. prihodi od dividende u najvećem delu naplaćeni u Q3, umesto u Q4 kao što je bila praksa prethodnih godina.

Tabela T 6-6. Srbija: Desezonirani kvartalni indeksi realnog nivoa javnih rashoda (prethodni kvartal = 100)

	Javni rashodi	Rashodi za zaposlene	Kupovina roba i usluga	Subvencije	Penzije	Kapitalni rashodi
2009,Q1	97,3	95,9	99,2	79,1	103,3	81,2
2009,Q2	101,6	99,5	102,7	94,2	99,1	121,0
2009,Q3	100,1	99,0	97,5	106,1	100,8	84,7
2009,Q4	97,0	101,7	97,9	88,3	99,7	98,3
2010,Q1	102,5	98,7	105,5	115,2	98,6	114,4
2010,Q2	100,3	97,5	98,4	119,1	97,9	93,0
2010,Q3	97,7	97,8	100,1	89,9	98,7	102,9
2010,Q4	101,1	99,3	98,1	101,9	97,8	105,3
2011,Q1	98,5	99,8	101,1	101,3	96,1	100,1
2011,Q2	98,5	101,4	96,5	82,2	102,6	85,2
2011,Q3	102,2	103,3	98,1	128,8	102,2	115,9
2011,Q4	96,9	97,1	102,6	75,4	100,7	87,6
Indeks u Q4 2011 (Q1 2009=100)	93,7	91,1	97,2	71,0	97,3	81,8

Izvor: Obračun QM-a

U Q4 je došlo do blage promene strukture javnih rashoda, usled pada rashoda na zaposlene, subvencije i kapitalne rashode i rasta rashoda na penzije i na kupovinu robe i usluga.

U Q4 rashodi za zaposlene opadaju, dok rashodi na penzije blago rastu

Realni desezonirani rashodi na zarade u javnom sektoru ostvareni u Q4 realno su niži za 2,9%, dok su rashodi na penzije viši za 0,7% u odnosu na Q3. Posmatrano u odnosu na Q4 2010. rashodi na zarade u javnom sektoru i penzije ostvareni u Q4 2011. realno su veći za 1% i 1,2% respektivno. U oktobru 2011. izvršena je redovna indeksacija plata u javnom sektoru i penzija za 1,5%. Relativno skromno nominalno povećanje plata i penzija u oktobru predstavlja posledicu smanjenja stope inflacije u prethodnom periodu. Realan rast rashoda na zarade i penzije u 2011. posledica je značajnog nominalnog povećanja u maju od 5,5% nakon čega je došlo do naglog smanjenja stope inflacije, i blagog nominalnog povećanja od 1,5% u oktobru 2011. Potom je takođe nastavljen trend smanjenja stope inflacije, tako da su pomenuta nominalna povećanja dovela i do realnog rasta rashoda po tom osnovu.

Rashodi na subvencije snažno opadaju

Realni desezonirani rashodi na subvencije zabeležili su u Q4 pad od čak 24,6% u odnosu na Q3, dok su rashodi na ove namene u Q4 2011. bili realno niži za 24,1% u odnosu na isti kvartal 2010. godine. Snažno smanjenje rashoda na subvencije u Q4 predstavlja posledicu promena budžetske politike, predviđene rebalansom budžeta Republike za 2011. kojim je predviđeno da se značajan deo fiskalne konsolidacije na strani rashoda izvrši kroz smanjenje rashoda na subvencije. Ukupni rashodi na subvencije u 2011. realno su niži za 7,4% u odnosu na 2010. što predstavlja posledicu smanjenja fiskalnih stimulansa početkom 2011, budući da je početkom godine zabeležen umeren oporavak privredne aktivnosti, kao i posledicu smanjenja subvencija u drugoj polovini godine zbog potrebe fiskalne konsolidacije. Kako su rashodi na subvencije u 2011. iznosili gotovo 2,4% BDP-a, što je znatno više u odnosu na prosečnu visinu ovih rashoda u zemljama članicama EU, ocenjuje se da je smanjenje ovih rashoda, koji su uglavnom diskrecionog karaktera opravdano i neophodno. Osim toga, procenjuje se da će u narednom periodu biti potrebna i promena strukture ovih rashoda, kroz smanjenje subvencija javnim preduzećima koja obavljaju komercijalnu delatnost i ostvaruju gubitke (Železnice Srbije, Rudnik uglja Resavica), lokalnim javnim preduzećima, društvenim preduzećima u restrukturiranju, kao i podsticaja za investicije i povećanje subvencija namenjenih poljoprivredi.

Rashodi za kupovinu robe i usluga rastu

Realni desezonirani rashodi za kupovinu robe i usluga su u Q4 porasli za 2,6% u odnosu na Q3, dok su ovi rashodi u odnosu na isti period 2010. bili niži za 4,7%. Na nivou cele 2011. godine rashodi za kupovinu roba i usluga su realno opali za 4,3%, što je u skladu sa planom afirmisanim rebalansom budžeta Republike za 2011. da se smanjenje javne potrošnje u znatnoj meri vrši i kroz ovu kategoriju javnih rashoda. Smanjenje rashoda na kupovinu roba i usluga se ocenjuje kao pozitivno, budući da je reč o smanjenju kategorije tekućih rashoda, pri čemu nije došlo do osetnijeg narušavanja funkcionisanja javnog sektora. Međutim, uočava se da su u pojedinim segmentima javnog sektora, kao što je Republički fond za zdravstveno osiguranje, formirane znatne docnje po osnovu nabavke lekova i drugog potrošnog materijala, što je uticalo na smanjenje rashoda

6. Fiskalni tokovi i politika

za kupovinu roba i usluga, budući da se budžetsko računovodstvo vodi na principu gotovinske realizacije. Ovakva praksa se ocenjuje kao negativna, budući da se na taj način doprinosi povećanju nelikvidnosti privrede, dok se istovremeno zamagljuju podaci o kretanju javne potrošnje i stvarnog iznosa javnog duga zemlje.

Tabela T6-7. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2008-2009-2010-2011

	2008	2009	2010				2011					
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
I UKUPNI PRIHODI	1.145,9	1.146,5	266,6	292,9	309,5	354,4	1.223,4	293,6	311,3	331,3	366,3	1.302,5
1. Tekući prihodi	1.143,1	1.139,2	266,2	292,4	308,9	348,1	1.215,7	292,9	310,5	330,7	363,8	1.297,9
Poreski prihodi	1.000,4	1.000,3	236,1	255,6	269,3	295,5	1.056,5	259,1	272,0	286,8	313,1	1.131,0
Porez na dohodak	136,5	133,5	31,1	34,5	34,4	39,0	139,1	32,7	37,9	37,9	42,3	150,8
Porez na dobit	39,0	31,2	11,7	6,5	6,5	7,9	32,6	14,4	7,5	7,6	8,3	37,8
PDV ¹⁾	301,7	296,9	71,9	77,3	83,2	87,0	319,4	79,3	80,9	86,6	95,7	342,4
Akcize	110,1	134,8	27,2	35,1	42,5	47,4	152,2	35,1	40,2	46,9	48,8	170,9
Carine	64,8	48,0	9,5	11,0	11,3	12,5	44,3	9,0	9,5	9,7	10,6	38,8
Doprinosi ²⁾	312,7	318,8	74,9	79,4	79,8	88,9	323,0	78,3	85,6	86,9	95,9	346,6
Ostali poreski prihodi	35,6	37,1	9,8	11,8	11,5	12,9	46,0	10,2	10,5	11,4	11,5	43,5
Neporeski prihodi	142,7	138,8	30,2	36,8	39,6	52,7	159,2	33,8	38,5	43,9	50,7	166,9
2. Kapitalni prihodi	1,4	0,9	0,0	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	2,0
II UKUPNI RASHODI	-1.195,7	-1.248	-286,1	-317,8	-329,7	-396,3	-1.329,9	-314,4	-343,9	-371,0	-406,7	-1.435,9
1. Tekući rashodi	-1.089,6	-1.155	-272,6	-300,5	-304,0	-347,7	-1.224,8	-298,1	-323,9	-338,4	-364,4	-1.324,8
Rashodi za zaposlene	-293,2	-302,0	-72,7	-76,0	-76,3	-83,1	-308,1	-76,7	-85,3	-89,6	-91,0	-342,5
Kupovina roba i usluga	-139,9	-187,4	-39,7	-47,9	-49,0	-65,9	-202,5	-44,7	-52,6	-51,0	-68,1	-216,3
Otplata kamata	-181,2	-187,4	-8,0	-8,3	-8,2	-9,7	-34,2	-9,9	-12,1	-11,1	-11,7	-44,8
Subvencije	-17,2	-22,4	-11,2	-18,4	-22,1	-26,2	-77,9	-15,1	-15,4	-28,4	-21,5	-80,5
Socialjni transferi	-77,8	-63,1	-137,1	-144,0	-142,3	-155,7	-579,2	-142,6	-150,4	-151,7	-164,2	-609,0
od čega: penzije ³⁾	-496,8	-556,4	-97,1	-97,5	-98,2	-101,3	-394,0	-99,2	-105,4	-107,0	-111,2	-422,8
Ostali tekući rashodi	-331,0	-387,3	-3,9	-5,9	-6,1	-7,0	-22,9	-9,1	-8,2	-6,6	-7,8	-31,7
2. Kapitalni rashodi	-23,5	-24,0	-13,5	-17,3	-25,7	-48,6	-105,1	-16,3	-19,9	-32,6	-42,3	-111,1
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-19,1	-20	-4,6	-6,4	-8,5	-10,4	-29,9	-5,5	-9,9	-4,8	-4,7	-24,9
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-1.214,8	-1.268,3	-290,7	-324,2	-338,2	-406,7	-1.359,8	-319,9	-353,8	-375,7	-411,4	-1.460,8

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

2) Doprinosi umanjani za kompenzacije između PIO fonda, Fonda za Razvoj i preduzeća dužnika PIO fondu.

3) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

Napomena:

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

Kapitalni rashodi snažno opadaju

Posle snažnog rasta u Q3, realni desezonirani kapitalni rashodi u Q4 opadaju za 12,4% u odnosu na Q3. U kretanju kapitalnih rashoda uočavaju se znatne oscilacije, što može predstavljati posledicu odlaganja realizacije i finansiranja određenih kapitalnih rashoda u Q4, kako bi fiskalni deficit bio zadržan u planiranim okvirima. Iako su kapitalni rashodi beležili realan međugodišnji rast u prva tri kvartala, usled snažnog pada u Q4, ukupni kapitalni rashodi ostvareni u 2011. realno su niži za 5,3% u odnosu na 2010. Veći pad kapitalnih u odnosu na tekuće rashode u celoj 2011. ocenjuje se kao nepovoljan. Ukupni kapitalni rashodi ostvareni u 2011. iznosili su oko 3,3% BDP-a, i znatno su niži (za oko 1,4 p.p. BDP-a) od fiskalnog deficita u toj godini, što upućuje na zaključak da se zaduživanje države u iznosu od oko 1,4 p.p. BDP-a odnosilo na finansiranje tekuće potrošnje, čiji teret je *de facto* prevaljen na buduće generacije. Kapitalni rashodi su bili manji od iznosa fiskalnog deficita i u većem broju prethodnih godina, što dovodi do narušavanja neto imovinske pozicije zemlje, budući da je prirast duga veći od prirasta vrednosti imovine države.

Tabela T6-8. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države¹⁾, 2008-2009-2010-2011

	2008		2009		2010				2011				u odnosu na prethodni period
	Q1-Q4	Q1 - Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 - Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 - Q4	
I UKUPNI PRIHODI	3,3	-8,7	-4,0	2,5	-3,6	-1,3	-1,5	-2,8	-6,6	-3,8	-4,7	-4,6	9,6
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-4,0	2,6	-3,5	-1,4	-1,5	-2,9	-6,7	-3,8	-3,7	-4,4	9,0
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-4,3	0,7	-3,0	-3,7	-2,5	-3,1	-6,5	-4,3	-2,3	-4,1	8,2
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-6,0	-3,8	-5,1	-1,2	-3,9	-7,2	-3,5	-1,1	0,1	-2,9	10,7
Porez na dobit	18,5	-27,0	-15,2	7,5	-0,1	6,2	-3,6	9,2	1,5	4,8	-3,7	3,9	7,8
PDV ²⁾	2,5	-10,2	-3,5	6,4	1,1	-6,1	-0,7	-2,7	-7,9	-6,5	1,3	-4,0	9,5
Akcije	0,7	11,6	3,9	6,8	2,4	3,4	4,2	13,7	0,7	-0,9	-4,9	0,6	3,3
Carine	1,8	-32,4	-23,1	-11,9	-10,4	-14,8	-14,9	-15,9	-24,4	-23,1	-21,6	-21,5	8,9
Doprinosi ²⁾	4,3	-7,0	-4,9	-6,9	-8,8	-5,5	-6,5	-7,8	-5,3	-2,2	-0,6	-3,9	9,4
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	23,3	36,8	3,9	2,1	14,5	-7,4	-22,1	-11,5	-17,9	-15,2	0,0
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	-1,6	18,1	-6,7	13,4	5,8	-1,0	-8,1	-0,5	-11,2	-6,1	14,6
2. Kapitalni prihodi	-7,6	-41,4	-97,6	-64,3	-26,0	69,6	-66,8	3330,6	47,9	746,3	1236,4	468,2	330,4
II UKUPNI RASHODI	4,5	-4,8	-1,4	-3,1	-3,2	0,3	-1,7	-3,0	-4,9	1,1	-5,4	-3,3	8,7
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-1,9	-2,0	-3,7	-1,4	-2,2	-3,5	-5,2	0,0	-3,4	-3,1	6,7
Rashodi za zaposlene	10,9	-6,0	-3,7	-6,1	-4,4	-8,9	-5,9	-6,9	-1,4	5,5	1,0	-0,4	0,7
Kupovina roba i usluga		-5,7	3,1	-5,1		2,2	-0,3	-0,7	-3,6	-6,5	-4,7	-4,3	32,4
Otplata kamata	-2,8	-5,7	3,1	-5,1	-1,9	2,2	-0,3	9,9	27,4	22,8	10,5	17,4	3,9
Subvencije	-13,3	19,0	29,1	71,1	5,8	75,0	40,6	19,2	-26,1	15,3	-24,1	-7,4	-24,8
Socialjni transferi	10,1	-26,0	-5,3	16,6	9,2	26,8	13,9	-8,2	-8,2	-4,2	-2,8	-5,8	7,3
od čega: penzije ³⁾	9,5	2,2	-3,8	-3,3	-5,5	-3,3	-3,9	-9,8	-5,0	-2,0	1,2	-3,9	3,0
Ostali tekući rashodi	14,9	6,7	-4,3	-5,6	-6,4	-7,9	-6,1	106,6	21,5	-2,8	2,8	23,9	18,1
2. Kapitalni rashodi	-4,3	-6,7	12,7	6,6	-18,1	-27,2	-11,8	6,3	1,4	13,9	-19,8	-5,3	28,8
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	12,3	-2,4	360,3	-4,9	34,9	27,7	35,2	6,3	35,7	-49,7	-58,4	-25,6	-2,1
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II-III)	4,6	-4,8	-0,1	-3,1	-2,5	0,8	-1,1	-2,9	-4,1	-0,2	-6,8	-3,8	8,5

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

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

3) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

Napomena:

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

Analiza kretanja javnog duga

Na kraju 2011. ukupan javni dug Srbije iznosio je 14,5 milijardi evra (45,1% BDP), što je za oko 300 miliona evra manje nego na kraju Q3 2011. Prema proceni QM-a, javni dug na kraju 2011. iznosio je 45,2% BDP-a, a odstupanje u odnosu na procenu Ministarstva finansija predstavlja posledicu činjenice da je u zvaničnim procenama ministarstva kao osnov za poređenje korišćen BDP uz pretpostavljenu stopu rasta BDP-a u 2011. od 2% (a ne 1,8% koliko iznosi procena RZS). Iako je u Q4 ostvaren fiskalni deficit u iznosu od oko 400 miliona evra, u tom periodu je došlo do smanjenja nominalnog iznosa javnog duga, usled činjenice deo dospelih obaveza po osnovu javnog duga, kao i tekući fiskalni deficit u Q4 nisu finansirani novim zaduživanjem, već iz postojećih depozita države. Javni dug Srbije porastao je u 2011. godini za 2,3 milijarde evra u odnosu na kraj 2010. godine, što je znatno više od konsolidovanog fiskalnog deficita, koji je u 2011. iznosio oko 1,5 milijardi evra. Zaduživanje države u iznosu većem od potrebnog za finansiranje fiskalnog deficita u 2011. dovelo je do povećanja stanja depozita države, koji su na kraju 2011. godine iznosili oko 960 miliona evra, čime su unapred obezbeđena sredstva za finansiranje fiskalnog deficita i u delu 2012. godine. S obzirom da je krajem 2011. godine došlo do opšteg pogoršanja uslova na međunarodnom finansijskom tržištu, izazvanog krizom u evrozoni, te da prva polovina 2012. godine predstavlja predizborni period kada su mogućnosti za ratifikaciju sporazuma o zaduživanju ograničene, obezbeđenje sredstava unapred za finansiranje deficita u delu 2012. godine se ocenjuje kao ispravno.

Tabela T6-9 Srbija: Javni dug¹ 2000-2011.

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra											
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	11,01	11,58	12,62	12,36	
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,30	5,64	5,65	5,12	
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	5,72	5,94	6,98	7,24	
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	1,68	1,71	2,12	2,11	
III. Ukupan javni dug (I+II)	14,17	10,28	9,38	8,88	8,78	9,85	12,17	12,70	13,29	14,74	14,47	
Javni dug / BDP (MF) ²	169,3%	50,2%	36,2%	29,4%	25,6%	31,3%	41,5%	39,8%	40,6%	44,4%	45,07%	
Javni dug / BDP (QM) ³	169,3%	52,1%	37,8%	30,9%	29,2%	34,8%	43,9%	43,2%	42,9%	45,6%	45,2%	

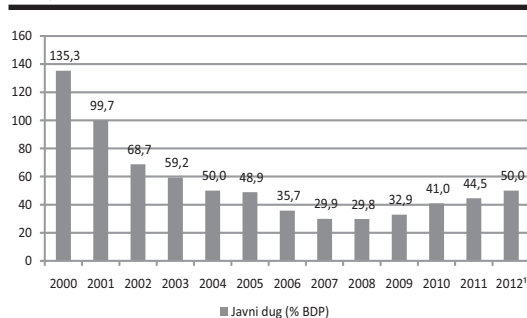
1) Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi Republika, po osnovu hartija od vrednosti, po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima, dug Republike koji nastaje po osnovu date garancije Republike ili po osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije, odnosno po osnovu kontragarancije koju daje Republika, dug lokalne vlasti za koje je Republika dala garanciju.

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije

3) Procena QM (Kao osnov za poređenje koristi se suma nominalnog BDP u tekućem u prethodna tri kvartala)

Izvor: Podaci Ministarstva finansija Republike Srbije i procena QM-a

Od 14,5 milijardi evra javnog duga – oko 12,4 milijarde evra se odnosi na direktne, a 2,1 milijarda evra na indirektne obaveze države. Poredeći podatke o visini i strukturi javnog duga na kraju Q3 i na kraju Q4 2011. zaključuje se da je u Q4 došlo do neto razduživanja države na domaćem tržištu, budući da je unutrašnji direktan dug opao za oko 500 miliona evra u odnosu na kraj Q3, a da je istovremeno povećan iznos obaveza države prema inostranstvu (za oko 300 miliona evra). Promena strukture javnog duga u Q4 predstavlja posledicu zaduživanja na međunarodnom finansijskom tržištu emisijom evroobveznica, te posledičnog smanjenja zaduživanja na domaćem tržištu emisijom trezorskih zapisa. Iako bi smanjeno zaduživanje na domaćem tržištu trebalo da deluje pozitivno – budući da se smanjuje efekat istiskivanja privatnih investicija od strane države – ocenjuje se da ovakva promena izvora finansiranja nosi i znatne rizike. Naime, zaduživanje na domaćem finansijskom tržištu je vršeno uglavnom u dinarima, dok se zaduživanje na međunarodnom tržištu po pravilu vrši u evrima ili dolarima. Stoga se povećanim zaduživanjem u inostranstvu u stranoj valuti povećava valutni rizik

Grafikon T6-10: Srbija: kretanje javnog duga kao % BDP-a (procena QM-a)

1) Okvirna procena QM-a

održivosti javnog duga Srbije, tim pre jer je učešće duga nominiranog u inostranim valutama u Srbiji relativno visoko (85,6%). Indirektne obaveze države na kraju Q4 bile su gotovo nepromenjene u odnosu na kraj prethodnog kvartala. Međutim, posmatrano u odnosu na kraj 2010. indirektne obaveze su porasle za oko 400 miliona evra, što predstavlja nastavak trenda njihovog rasta. Ovakva kretanja indirektnih obaveza se ocenjuju kao nepovoljna, jer upućuju na rastuće zaduživanje države na indirektan način, putem davanja garancija, što povećava rizike nepoštovanja prioriteta kod zaduživanja.

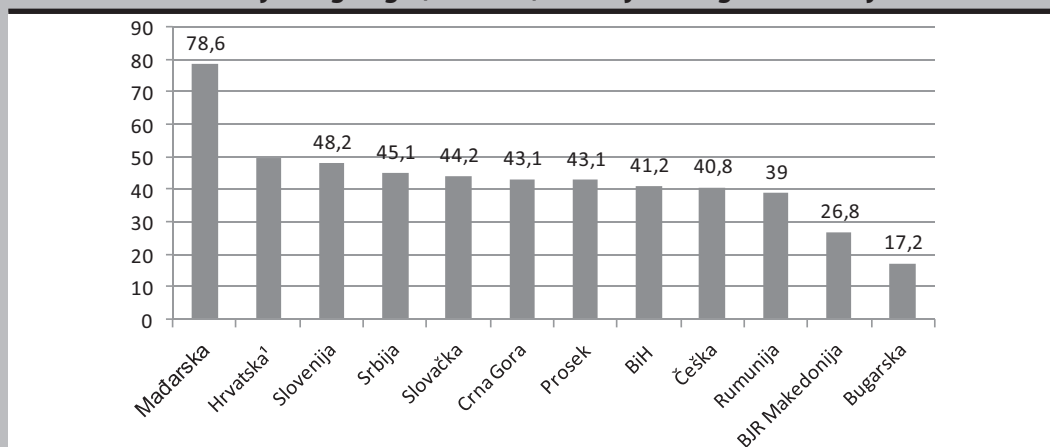
Javni dug predstavlja posledicu postojanja fiskalnih deficita u prethodnim periodima. Relativna visina javnog duga (kao % BDP-a) sistematski zavisi od kretanja primarnog fiskalnog bilansa, realnih kamatnih stopa, realnog kursa i BDP-a. Tako rast primarnog fiskalnog deficita i realnih kamatnih stopa, pad BDP-a, kao i realna depresijacija dinara utiču negativno, a rast BDP-a, kao i apresijacija dinara i pad kamatnih stopa pozitivno na relativnu visinu javnog duga. Iako relativna visina javnog duga predstavlja dobar indikator nivoa zaduženosti zemlje, ne postoji univerzalna granica vrednosti ovog indikatora, već se ta granica prezaduženosti razlikuje od zemlje do zemlje. Tako se u Argentini dogodio bankrot države krajem XX veka pri nivou javnog duga ispod 50% BDP-a, dok neke druge zemlje uspevaju da zadrže vrhunske kreditne rejtinge i sa nekoliko puta većim nivoom zaduženosti (npr. u Japanu javni dug iznosi oko 200% BDP-a). Gornja propisana granica javnog duga zemalja evrozone iznosi 60% BDP-a, iz čega se često izvodi pogrešan zaključak da je postojeći gornji limit nivoa zaduženosti u Srbiji od 45% BDP-a

konzervativan, te da postoji prostor za njegovo povećanje. Kao argument se najčešće navodi potreba da se ekspanzivnom fiskalnom politikom, pre svega na strani rashoda, obezbedi impuls za privredni rast. Gornja granica održivosti javnog duga zemlje zavisi od njenih osnovnih makroekonomskih performansi i poverenja investitora koje se najčešće reflektuje kroz visinu kreditnog rejtinga zemlje. S druge strane, efikasnost fiskalnih stimulansa u pospešivanju privredne aktivnosti zavisi od veličine fiskalnih multiplikatora. Budući da je kreditni rejting Srbije nizak, te da su posledično i troškovi zaduživanja relativno visoki, ocenjuje se da postojeća gornja granica duga od 45% BDP-a predstavlja realističan limit koji odgovara ekonomskim performansama Srbije, te da bi povećanje tog limita na 60% BDP-a značajno povećalo rashode kamata, kao i verovatnoću ulaska zemlje u dužničku krizu. Osim toga, budući da je visina fiskalnih multiplikatora u Srbiji niska, efikasnost fiskalnih stimulansa u pogledu podsticanja privredne aktivnosti je ograničena, te bi povećanje tih stimulansa dovelo do rasta javnog duga, uz vrlo ograničene pozitivne efekte na privrednu aktivnost. Na zaključak da se Srbija bliži gornjoj granici održivosti javnog duga, upućuje i činjenica da je u februaru došlo do relativno niskog stepena realizacije nekoliko aukcija trezorskih zapisa (nominiranih i u evrima, i u dinarima). Osim toga, neuspeli su bili i tenderi za zaduživanje Srbijagasa, kao i za dodelu poljoprivrednih kredita. Ovo svedoči o tome da postoji percepcija povećanog rizika kod investitora, usled dostizanja gornje granice propisanog nivoa zaduženosti, izostanka mera kojima bi se smanjio strukturni fiskalni deficit i odlaganja revizije aranžmana sa MMF-om. Ukoliko se negativne tendencije u pogledu stepena uspešnosti realizacije trezorskih zapisa budu nastavile, to bi moglo da ugrozi kratkoročnu likvidnost budžeta, što bi usled psihološke reakcije moglo da ima i dugoročne negativne posledice.

Okvir 2. Nivo javnog duga u zemljama regiona

Kao posledica relativno visokog fiskalnog deficita u periodu od 2009. godine, javni dug većine zemalja regiona je znatno porastao. Prosečan iznos javnog duga posmatranih zemalja regiona na kraju 2011. godine iznosi 43,1% BDP-a. Nivo zaduženosti države je izrazito visok u Mađarskoj, a relativno visok i u Hrvatskoj, Sloveniji i Srbiji, dok je najniži u BJR Makedoniji i Bugarskoj. Prema visini javnog duga Srbija se nalazi u grupi zaduženijih zemalja regiona (na četvrtom mestu od 11 posmatranih zemalja). Posebno se smatra nepovoljnim to što navedene zemlje sa relativno visokim nivoom zaduženosti i u 2012. godini planiraju fiskalni deficit između 4% i 5% BDP-a. Iako je nivo javnog duga u zemljama regiona niži u odnosu na prosek zemalja članica Evropske unije, ocenjuje se da su rizici održivosti javnog duga u zemljama regiona izraženiji – zbog lošijeg kreditnog rejtinga i posledično viših troškova zaduživanja, čestih oscilacija kursa nacionalnih valuta, nižeg nivoa razvijenosti i sl. – te da je stoga za te zemlje naročito važno da sprovedu mere fiskalne konsolidacije koje bi obezbedile smanjenje fiskalnog deficita i postepeno smanjenje nivoa zaduženosti tih država.

Grafikon T6-11. Nivo javnog duga (% BDP-a) u zemljama regiona na kraju 2011.



Javni dug Hrvatske sa obavezama javnog preduzeća Autoceste iznosi oko 59% BDP-a.

Izvor: Unicredit CEE Quarterly 1Q2012 i Izveštaj o fiskalnoj strategiji za 2012. s projekcijama za 2013. i 2014. godinu

Budući da je javni dug Srbije krajem 2011. dostigao nivo od 45% BDP-a, izvesno je da će on u 2012. preći tu granicu, čak i ako se ostvari planirana stopa rasta BDP-a od 1,5% i fiskalni deficit bude iznosio planiranih 4,25% BDP-a. Kratkoročno i blago prekoračenje granice zaduženosti neće imati direktne i znatne negativne efekte po ekonomski položaj zemlje. Međutim, vođenje politike relativno visokih fiskalnih deficita i u narednim godinama, uz mogućnost ostvarenja relativno skromnog privrednog rasta – u srednjem roku bi dovelo do znatnog rasta javnog duga iznad 45% BDP-a, što bi moglo da ugrozi održivost sistema javnih finansija Srbije. Stoga je neophodno već u 2012. godini napraviti plan sveobuhvatne fiskalne konsolidacije, koji će pre svega podrazumevati znatno smanjenje javne potrošnje u narednim godinama i povećanje poreza. Neophodno smanjenje javne potrošnje moguće je ostvariti prevashodno putem smanjenja bilansno značajnih izdataka – plata u javnom sektoru, penzija, subvencija, i dr., kao i uvođenjem prihoda i rashoda velikog (i rastućeg) broja vanbudžetskih institucija u budžet Republike, čime bi se pojačao stepen kontrole trošenja sredstava, a moguće je i da bi se otvorio prostor za smanjenje/eliminaciju određenih parafiskalnih dažbina. Slične mere fiskalne konsolidacije sprovode se i u drugim zemljama regiona, kao što su Poljska, Rumunija, Hrvatska i dr., te bi njihovo iskustvo u tom pogledu moglo biti od koristi pri koncipiranju mera u Srbiji. U cilju obezbeđenja održivosti javnih finansija neophodno je već u 2013. godini obezbediti naglo smanjenje fiskalnog deficita za oko 2 p.p. BDP-a. Kako mere fiskalne konsolidacije ne bi imale negativne efekte na privredni ambijent, ocenjuje se da je neophodno da se $\frac{3}{4}$ ciljanog smanjenja fiskalnog deficita ostvari putem smanjenja javne potrošnje, a oko $\frac{1}{4}$ putem povećanja poreza. Budući da su najznačajnije kategorije javnih rashoda sistemskog karaktera, procenjuje se da bi se efekti prilagođavanja na strani rashoda ostvarivali postepeno, dok bi prilagođavanje na strani prihoda trebalo da bude jednokratno, kako bi se ostvario postavljeni cilj.

7. Monetarni tokovi i politika

Trošenjem depozita kod NBS u četvrtom kvartalu – država je uticala da primarni novac na kraju godine zabeleži pozitivan prirast, dok je NDA nastavila da se smanjuje. Smanjenje NDA nastalo je kao posledica ponovnog vraćanja banaka ka REPO plasmanima. Rast REPO plasmana nastavlja se u Q4 i pored činjenice da je NBS smanjila referentnu kamatnu stopu za 150 baznih poena kao odgovor na činjenicu da se inflacija do kraja godine približila svom ciljanom koridoru. Ponuda novca se u poslednja tri meseca povećala kako nominalno, tako i realno – što je promenilo trend iz prethodna tri kvartala. Svi elementi novčane mase su pozitivno uticali na njen rast pri čemu su štedni i oročeni depoziti u dinarskom znaku duplirali svoj doprinos u odnosu na prethodni kvartal. Usporavanje kreditne aktivnosti nastavljeno je u Q4 kao posledica neto razduživanja stanovništva prema bankama, dok se privreda dodatno zadužila na nivou iz prethodnog kvartala. Nakon 2,2 milijarde evra neto razduživanja prema inostranim kreditorima u poslednje tri godine, domaća preduzeća su u Q4 povećala zaduženost po osnovu pozitivnih prekograničnih kredita. Na strani izvora za nove plasmane banaka zabeležen je rast, po osnovu povećanja prvenstveno dinarskih depozita privrede i stanovništva. Učešće nenaplativih kredita u Q4 blago je smanjeno u odnosu na Q3 – ali se i dalje nalazi na vrlo visokih 14,25% od ukupno plasiranih kredita privredi.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

U Q4 beleži se značajan rast primarnog novca...

... dok se NDA i dalje smanjuje

Značajano povećanje gotovine u opticaju kao i rezervi poslovnih banaka u poslednja tri meseca 2011. godine uticali su da *primarni novac* u Q4 zabeleži rast od 23,9% od početnog H (Tabela T7-1). U okviru rasta primarnog novca u Q4, gotovina u opticaju je povećana 11,1%, dok su slobodne rezerve povećane za 11,8% od početnog H. Jedan deo rasta odnosi se na činjenicu da je država povukla deo sredstava sa svog deviznog računa kod NBS, prethodno ga pretvarajući u dinare. S druge strane, smanjenje NDA od 23,2% od početnog H negativno je delovalo na nivo primarnog novca (u Q3, NDA se smanjila za 13,1% od početnog H). Smanjenje NDA u bilansu NBS predstavlja nastavak trenda od početka godine, tj. od trenutku kada su poslovne banke počele ponovo da deo slobodnih sredstava plasiraju u REPO zapise. Pored povećanih plasmana u REPO, padu NDA dodatno je doprinelo i smanjenje ostale domaće aktive od 7% od početnog H.

Tabela T7-1. Srbija: NBS – otkup deviza i sterilizacija, 2009–2011¹⁾

	2009		2010			2011			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
TOK	u milionima dinara, kumulativni od početka godine								
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	64.094	-37.703	-76.916	-141.888	-150.330	-15.940	24.996	47.955	132.400
Neto sopstvene rezerve NBS (u milionima evra)	668	-378	-743	-1.346	-1.415	-154	250	474	1.286
Neto domaća aktiva (NDA)	-126.108	-712	11.197	75.454	82.943	-1.223	-27.692	-51.224	-92.748
Dinarski krediti države ¹⁾	398	5	-9.946	-9.946	-9.975	-6	-9	-11	-45
Dinarski depoziti države ¹⁾	-40.135	6.554	11.738	19.401	7.687	-8.285	-5.902	6.396	4.834
od čega: lokalna samouprava	3.130	1.450	1.322	2.270	-1.280	835	2.953	2.642	745
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-61.506	12.105	34.979	87.176	104.772	-12.401	-27.385	-57.627	-85.033
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-24.865	-19.376	-25.574	-21.181	-19.541	19.469	5.604	18	-12.504
Primarni novac	-62.014	-38.415	-65.719	-66.434	-67.387	-17.163	-2.696	-3.269	39.652
od čega: gotovina u opticaju	5.566	-9.663	-7.841	-5.771	-3.719	-10.409	-7.464	2.417	22.260
od čega: slobodne rezerve	-14227	-33665	-30871	-21232	-16873	-6754	4492	-9837	11224
PORAST	kumulativni, u % od stanja početnog H⁵⁾								
Neto sopstvene rezerve ²⁾	20,8	-15,3	-31,2	-57,5	-61,0	-8,9	14,0	26,8	73,9
Neto domaća aktiva (NDA)	-40,9	-0,3	4,5	30,6	33,6	-0,7	-15,5	-28,6	-51,8
Dinarski depoziti države ¹⁾	-13,0	2,7	4,8	7,9	3,1	-4,6	-3,3	3,6	2,7
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-19,9	4,9	14,2	35,4	42,5	-6,9	-15,3	-32,2	-47,5
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-8,1	-7,9	-10,4	-8,6	-7,9	10,9	3,1	0,0	-7,0
Primarni novac	-20,1	-15,6	-26,7	-26,9	-27,3	-9,6	-1,5	-1,8	22,1
od čega: gotovina u opticaju	1,8	-3,9	-3,2	-2,3	-1,5	-5,8	-4,2	1,3	12,4
od čega: slobodne rezerve	-16,5	-13,7	-12,5	-8,6	-6,8	-3,8	2,5	-5,5	6,3

Izvor: Analitički prilog n.

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

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

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

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

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

**Rast neto
sopstvenih rezervi
i u Q4**

**NBS nastavlja
da smanjuje
referentnu
kamatnu stopu**

U Q4, NBS je za potrebe ublažavanja preteranih oscilacija kursa dinara prodala 30 miliona evra (Tabela T7-3) na međubankarskom deviznom tržištu (MDT). Prodaja evra izvršena je u decembru kada je dinar krenuo intenzivnije da depresira, da bi se na novu intervenciju NBS odlučila tek u februaru 2012. godine iako je dinar i u januaru nastavio sa slabljenjem. U toku 2011. godine intervencijama na MDT prodato je samo 95 miliona evra, što je najmanji iznos sredstava koji je NBS iskoristila u prethodnih pet godina. Nakon rasta u Q2 i Q3, neto sopstvene rezerve NBS su dodatno povećane u Q4 za 812 miliona evra. Manji deo ovog rasta duguje se rastu cene zlata na međunarodnim berzama, dok se više od polovine promene duguje konverziji dela deviza koje je država prikupila emitovanjem evroobveznica. To je uticalo da se na deviznom računu države kod NBS u Q4 zabeleži smanjenje od 554 miliona evra (u Q3 devizni depoziti države kod NBS povećani su za 751 milion evra). Pošto je inflacija nastavila da se približava predviđenom okviru nakon šoka s kraja 2010. godine, NBS je u Q4 u tri navrata smanjila referentnu kamatnu stopu za 150 baznih poena kumulativno. Nakon smanjenja za još 25 baznih poena u januaru, referentna kamatna stopa trenutno iznosi 9,5%. Sa projektovanim kretanjem inflacije koja će se do kraja Q1 2012. godine naći oko gornje granice ciljanog koridora koji iznosi 4,4% ±1,5 procentni poen, otvara se mogućnost dodatnog smanjenja referentne kamatne stope. Smanjenje referentne kamatne stope bi trebalo da utiče pozitivno na smanjenje kamatnih stopa poslovnih banaka. Međutim, treba imati u vidu da za razliku od ostalih zemalja koje nisu visoko evroizovane, ovaj instrument NBS ima značajno slabiji efekat kada znamo da je svega 30% ukupnih kredita u Srbiji u dinarskom znaku.

Tabela T7-2. Struktura deviznih rezervi Srbije – stanja i tokovi, 2009–2011

	2009		2010			2011			
	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.
u milionima evra, stanja									
Neto strana aktiva Srbije	5.940	5.609	5.438	5.211	4.771	4.654	4.890	6.283	6.505
Poslovne banke, neto	-3.519	-3.667	-3.633	-3.258	-3.628	-3.802	-3.792	-3.491	-4.098
Bruto rezerve	1.694	1.750	1.589	1.906	2.110	1.410	1.491	1.609	1.224
Obaveze	-5.213	-5.417	-5.221	-5.164	-5.738	-5.213	-5.283	-5.100	-5.321
Narodna banka Srbije, neto	9.459	9.275	9.070	8.469	8.400	8.456	8.682	9.774	10.603
Bruto rezerve	10.657	10.522	10.661	10.019	10.003	10.018	10.311	11.429	12.337
Obaveze	-1.198	-1.246	-1.591	-1.551	-1.603	-1.562	-1.629	-1.655	-1.733
MMF	-1.113	-1.160	-1.499	-1.469	-1.521	-1.484	-1.553	-1.580	-1.653
Ostale obaveze	-85	-87	-92	-82	-82	-78	-76	-75	-80
STRUKTURA NETO REZERVNI NBS									
1. Narodna banka Srbije, neto	9.459	9.275	9.070	8.469	8.400	8.456	8.682	9.774	10.603
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-2.916	-3.031	-3.309	-3.293	-3.289	-3.264	-3.059	-3.177	-3.747
1.2 Depoziti države	-513	-593	-474	-491	-495	-738	-763	-1.514	-960
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	6.030	5.652	5.287	4.684	4.616	4.455	4.860	5.083	5.895
u milionima evra, kumulativi od početka godine									
Neto strana aktiva Srbije	489	-332	-503	-729	-1.169	-119	117	1.510	1.732
Poslovne banke, neto	-957	-148	-114	261	-110	-175	-165	136	-471
Bruto rezerve	309	56	-105	212	416	-700	-619	-501	-886
Obaveze	-1.266	-204	-8	49	-526	524	454	637	416
Narodna banka Srbije, neto	1.446	-183	-389	-990	-1.059	56	282	1.374	2.203
Bruto rezerve	2.477	-135	5	-637	-654	16	308	1.426	2.334
Obaveze	-1.031	-49	-393	-353	-405	41	-26	-52	-131
MMF	-1.104	-47	-386	-356	-408	37	-32	-59	-132
Ostale obaveze	74	-2	-7	3	3	4	6	7	1
STRUKTURA NETO REZERVNI NBS									
1. Narodna banka Srbije, neto	1.446	-183	-389	-990	-1.059	56	282	1.374	2.203
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-725	-115	-393	-377	-374	22	226	109	-462
1.2 Depoziti države	-54	-80	39	22	18	-232	-258	-1.009	-455
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	668	-378	-743	-1.346	-1.415	-154	250	474	1.286

Izvor: NBS

Napomena:

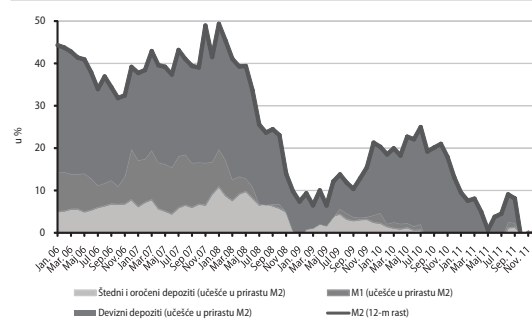
Devizne obaveze NBS tretiraju se različito u monetarnom pregledu i u bilansu NBS. U ovu kategoriju u monetarnom pregledu uključeni su krediti od MMF-a i ostale obaveze prema inostranstvu, dok su u bilansu NBS, pored navedenih stavki, obuhvaćeni i devizni depoziti poslovnih banaka (sredstva obavezne rezerve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

Tabela T7-3. Neto mesečna trgovina devizama NBS – banke i menjači, nov. 2006–dec. 2011

	Na međubankarskom deviznom tržištu (NBS- poslovne banke)	Od menjača	Ukupno	Ukupno po kvartalima
(-, neto prodaja deviza od strane NBS)				
u milionima evra				
Januar - Decembar 2006.	350	367,8	717,8	
Januar - Decembar 2007.	-704,8	1161,2	456,4	
Januar - Decembar 2008.	-1304	507	-797	
Januar - Decembar 2009.	-656,9	128,2	-528,7	
Januar 2010.	-245,5	0	-245,5	-631.5 u Q1 2010.
Februar 2010.	-196	0	-196,0	
Mart 2010.	-190	0	-190,0	
April 2010.	-5	0	-5,0	-785.0 u Q2 2010.
Maj 2010.	-359	0	-359,0	
Jun 2010.	-421	0	-421,0	
Jul 2010.	-231	0	-231,0	-595.2 u Q3 2010.
Avgust 2010.	-182,5	0	-182,5	
Septembar 2010.	-181,7	0	-181,7	
Oktobar 2010.	-173	0	-173,0	-321.5 u Q4 2010.
Novembar 2010.	-185	0	-185,0	
Decembar 2010.	36,5	0	36,5	
Januar 2011.	5	0	5,0	5 u Q1 2011.
Februar 2011.	0	0	0,0	
Mart 2011.	0	0	0,0	
April 2011.	0	0	0	-30 u Q2 2011.
Maj 2011.	0	0	0	
Jun 2011.	-30	0	-30	
Jul 2011.	-20	0	-20	-30 u Q3 2011.
Avgust 2011.	-10	0	-10	
Septembar 2011.	0	0	0	
Oktobar 2011.	0	0	0	-30 u Q4 2011.
Novembar 2011.	0	0	0	
Decembar 2011.	-30	0	-30	

Izvor: NBS

Realni rast M2 na kraju godine ipak pozitivan

Grafikon T7-4. Srbija: novac i njegove komponente¹⁾, 2006–2011

Izvor: NBS

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).

Svi elementi u sastavu M2 su pozitivno doprinosili rastu ovog agregata koji je u Q4 iznosio 10,8% međugodišnje. Iako je u rastu M2 dominantno učešće deviznih depozita, primećuje se blago smanjenje u odnosu na prethodne kvartale. Ovo se može objasniti činjenicom da je u okviru „nedelje/meseca štednje“ sektor stanovništva više nego prethodnih godina birao štednju u dinarskom znaku. Ovo se ogleda u pozitivnom doprinosu štednih i oročenih depozita u Q4 koji objašnjavaju 2,6 procentnih poena od ukupnog rasta M2 (u Q3 objašnjava 1,35 procentnih poena, u Q2 negativno doprinosi sa 1,45 procentnih poena). Ranije spomenut rast gotovine u opticaju, značajan u Q4 – doveo je do povećanog doprinosa agregata M1, koji u Q4 objašnjava 2,9 procentnih poena ukupnog međugodišnjeg rasta M2 (u Q3 objašnjava 1,04 procentnih poena rasta, u Q2 objašnjava 0,22 procentnih poena).

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Za razliku od dinamike koju je M2 beležio od početka godine – u Q4 se primećuje realni rast ovog monetarnog agregata od 2,7% međugodišnje (u Q3 realni rast -1,2% međugodišnje, u Q2 -8% međugodišnje Tabela T7-5). Nakon korekcije za promenu kursa, sličan obrazac možemo primetiti i kod kredita privredi koji u Q4 beleže realni rast od 2,1% međugodišnje. S druge strane, nakon skoro dve godine realnog rasta kredita domaćinstvima, u Q4 ova kategorija beleži negativan prirast od 1,3% međugodišnje.

Rast novčane mase značajan u Q4...

Novčana masa je nakon smanjenja na početku godine počela da se povećava postepeno tokom Q2 i Q3, da bi na kraju godine – u Q4 – zabeležila rast od 6,3% od početnog M2 (Tabela T7-5). Povećanje novčane mase u Q4 vršeno je kako deviznim, tako i dinarskim kanalima. U Q4 beleži se povećanje NSA za 2,4% od početnog M2 i to u većoj meri zahvaljujući pozitivnim kursnim razlikama, dok se ostatak duguje deviznom prirastu. Nakon pada u prethodnom kvartalu, NDA u Q4 beleži rast za 3,9% od početnog M2 koji je ostvaren po osnovu rasta na računu države¹ za 4% od početnog M2, koji je pojačan rastom kredita nedržavnom sektoru od 1,4% od početnog M2.

...usled združenog efekta povećanja NSA i NDA**Tabela T7-5. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2009–2011**

	2009		2010				2011			
	Dec	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
	12-m, u %									
M2 ¹⁾	21,3	19,9	22,1	20,1	13,1	8,0	3,7	8,1	10,1	
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	16,1	14,4	25,0	27,1	27,2	19,3	11,6	8,3	7,7	
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	10,2	10,4	16,2	16,8	19,9	16,7	13,0	11,8	8,1	
Domaćinstva	3,7	7,9	16,1	18,7	18,9	25,1	20,6	17,8	5,7	
Privreda	13,6	11,6	16,3	15,8	20,4	12,8	9,4	8,8	9,3	
	12-m realni, u %									
M2 ¹⁾	9,8	11,5	14,6	10,3	1,3	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	5,2	6,3	17,3	16,7	13,9	4,5	-1,0	-1,1	0,5	
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	-0,5	2,6	8,8	6,7	6,9	1,8	0,2	2,2	0,9	
Domaćinstva	-6,4	0,3	8,7	8,5	5,9	9,2	7,0	7,8	-1,3	
Privreda	2,5	3,7	8,9	5,9	7,3	-1,6	-3,0	-0,4	2,1	
	kumulativni, u % od početnog M2⁴⁾									
M2 ¹⁾	21,3	1,1	7,7	8,5	13,1	-3,3	-1,2	3,8	10,1	
M2 dinarski ¹⁾	4,2	-2,7	-1,6	-2,8	-2,2	-2,0	-0,6	1,7	5,6	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) ⁵⁾	11,2	1,3	3,3	4,0	8,1	0,0	1,5	5,1	5,1	
Kursne razlike ⁶⁾	5,9	2,6	5,9	7,3	7,2	-1,3	-2,1	-3,1	-0,6	
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	8,9	-0,9	-0,6	-1,7	-5,3	-1,9	-1,4	9,5	11,9	
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	4,5	-2,7	-4,4	-6,1	-9,1	-1,3	-0,4	11,4	12,3	
Kursne razlike ⁶⁾	4,4	1,8	3,8	4,4	3,8	-0,6	-1,1	-2,0	-0,4	
Neto domaća aktiva (NDA)	12,4	2,1	8,3	10,2	18,4	-1,4	0,2	-5,7	-1,8	
od čega: krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani tokovi	11,6	3,9	11,1	14,6	21,6	1,5	0,0	0,5	1,9	
od čega: krediti državi, neto ⁷⁾	5,2	0,8	4,1	4,3	6,1	-2,0	-2,3	-6,7	-2,7	
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	-13,7	-0,2	-11,1	-6,3	-7,7	7,3	0,5	-2,0	-3,7	
	kumulativni, u % od godišnjeg BDP⁸⁾									
Krediti državi, neto ⁷⁾	1,7	0,3	1,6	1,6	2,3	-0,9	-0,9	-2,6	-1,1	
od čega: dinarski	1,7	0,6	1,3	1,8	1,9	-0,4	-0,6	-0,4	-0,4	
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	6,4	2,9	7,2	9,2	11,5	0,1	1,3	1,7	3,7	

Izvor: NBS

1) Novčana masa: komponente – v. 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.

1 Stanje na računu NBS „Neto krediti državi“, beleži razliku između kredita i depozita države (u deviznom i dinarskom znaku) usled čega se smanjenje depozita kod NBS koje je zabeleženo u Q4 odrazilo na povećanje neto zaduženosti države.

Tabela T7-6. Srbija: monetarni pregled, 2009–2011

	2009		2010				2011			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
STANJE	u milionima dinara, na kraju perioda									
Neto strana aktiva (NSA)	570.534	559.408	563.269	549.806	507.096	480.916	488.002	635.939	669.607	
od čega: rezerve NBS	1.022.861	1.049.068	1.103.542	1.056.399	1.063.078	1.035.237	1.028.989	1.156.733	1.269.836	
od čega: obaveze poslovnih banaka	-500.336	-540.076	-540.431	-544.477	-609.859	-538.640	-527.224	-516.144	-547.744	
Neto domaća aktiva (NDA)	633.447	658.351	732.914	756.197	854.430	834.723	856.769	776.240	828.378	
Kreditni državi, neto ¹⁾	-4.340	3.916	42.404	43.258	66.656	38.964	35.946	-21.409	29.493	
Dinarski krediti, neto	33.822	50.763	71.864	88.847	91.071	77.935	70.943	77.416	76.472	
Devizni krediti, neto	-38.162	-46.847	-29.460	-45.589	-24.415	-38.971	-34.997	-98.825	-46.979	
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	1.306.224	1.389.783	1.523.040	1.583.687	1.660.870	1.658.603	1.700.248	1.714.617	1.784.237	
Ostale stavke	-668.437	-735.348	-832.530	-870.748	-873.096	-862.844	-879.425	-916.968	-985.352	
Novčana masa: M2 ³⁾	1.203.981	1.217.759	1.296.183	1.306.003	1.361.526	1.315.641	1.344.773	1.412.180	1.497.984	
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	436.784	403.722	417.948	402.995	410.172	382.714	401.970	433.841	486.454	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	767.197	814.037	878.235	903.008	951.354	932.926	942.803	978.339	1.011.531	
STRUKTURNI POKAZATELJI										
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	28,0	27,0	26,5	28,7	28,8	27,0	26,5	27,7	30,6	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)/M2 (%)	63,7	66,8	67,8	69,1	69,9	70,9	70,1	69,3	67,5	
Koeficijent obrta (BDP ⁴⁾ / M2	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	
M2 / BDP ⁴⁾	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,42	0,42	0,44	
Kreditni nedržavnom sektoru / BDP ⁴⁾	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,53	0,52	0,52	
Nenaplativi krediti ⁵⁾ (u % od ukupnih)	10,8	13,8	12,0	11,9	14,9	12,2	15,24	18,24	21,24	
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	1,7	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	2,1	

Izvor: NBS

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

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

3) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

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

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

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Kreditna aktivnost u Q4 usporava u odnosu na prethodna dva kvartala

Prekogranični krediti zabeležili pozitivan prirast...

...nakon skoro tri godine neto razduživanja

Plasmani u REPO i dalje se povećavaju

U Q4 prirast novih kredita privredi i stanovništvu iznosio je 402 miliona evra, što je predstavljalo usporavanje u odnosu na prirast kredita u Q3 i Q2 (priliv kredita privredi i stanovništvu u Q3 je bio 524 miliona evra, u Q2 814 miliona evra, Tabela T7-7). Prirast se duguje isključivo povećanim plasmanima privredi od 419 miliona evra. Za razliku od privrede, stanovništvo se u poslednjem kvartalu neto razduživalo prema bankama, što je primećeno jedino još u Q1 2009. godine – u periodu nakon velike kontrakcije u bankarskom sektoru Srbije. Jedan od uzroka usporavanja kreditne aktivnosti bilo je i iscrpljivanje sredstava u segmentu subvencionisanih kredita. Ukoliko imamo u vidu da je Vlada za 2012. godinu izdvojila sredstva samo za subvencionisanje stambenih kredita, očekujemo da će u ovoj godini kreditna aktivnost biti usporena. Ipak, pozitivna promena je primećena kod prekograničnih (cross-border) kredita koji su po prvi put zabeležili pozitivan prirast od 16 miliona evra nakon otpočinjanja finansijske krize u Srbiji. Od Q1 2009. zaključno sa Q3 2012. godine – preduzeća u Srbiji su intenzivno vraćala novac inostranim kreditorima, tako da je neto priliv bio negativan za oko 2,2 milijarde evra.

Banke su od početka godine ponovo počele da deo slobodnih novčanih sredstava plasiraju u REPO, pri čemu su plasmani u Q4 smanjeni u odnosu na prethodni kvartal. Ipak rast repo stoka za 191 milion evra u periodu kada je NBS smanjila referentnu kamatnu stopu za 150 baznih poena, govori o tome da bankarski sektor i dalje daje prednost sigurnijem obliku plasiranja sredstava (u Q3 plasirano 261 milion evra, u Q3 plasirano 182 miliona evra, Tabela T7-7). U istom periodu, prodati su i trezorski zapisi za oko 340 miliona evra ali uz zabrinjavajuće smanjenje stepena realizacije, koji se za zapise sa ročnošću preko godinu dana kretao između 11% i 40% serije. U odnosu na prethodne kvartale, ukoliko izuzmemo prodaju evro obveznica – primetno je smanjenje vrednosti prodatih zapisa kao i sve manji stepen realizacije, što bi u nekom trenutku moglo da dovede do velikih problema u pogledu servisiranja prethodno emitovanih trezorskih zapisa.

Tabela T7-7. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2009–2011

	2009				2010				2011			
	Mar.	Jun	Sep.	Dec	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
u milionima evra, kumulativni od početka god.												
Izvori sredstava (-, povlačenje)	958	61	-1.171	-2.790	7	-117	-68	-1.495	603	69	-822	-1.083
Domaći depoziti	235	-336	-691	-1.633	131	-233	-236	-836	206	-148	-844	-1.169
Depoziti stanovništva	-40	-270	-551	-1.314	-137	-323	-500	-1.020	-92	-295	-483	-655
dinarski depoziti	46	-2	-30	-89	30	21	25	12	24	13	-68	-182
devizni depoziti	-87	-268	-521	-1.225	-167	-343	-525	-1.032	-116	-308	-416	-473
Depoziti privrede	276	-67	-140	-319	268	89	264	184	298	147	-361	-513
dinarski depoziti	171	5	-174	-284	213	84	232	151	176	13	-128	-350
devizni depoziti	105	-72	34	-35	55	5	32	33	122	134	-233	-164
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	299	186	-558	-1.271	-196	40	90	-563	580	634	678	545
Kapital i rezerve ¹⁾	424	212	78	114	72	77	78	-96	-183	-416	-656	-459
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-407	-449	-5	311	53	-120	197	430	-720	-674	-517	-923
Plasmani¹⁾	156	1.057	1.980	2.844	397	1.279	1.281	2.285	309	1.270	2.158	2.771
Ukupno privreda i stanovništvo	226	381	696	1.183	411	1.264	1.669	2.434	216	1.030	1.554	1.940
Privreda	331	465	700	1.097	319	897	1.142	1.756	191	766	1.189	1.607
Stanovništvo	-104	-84	-4	86	91	368	527	678	25	263	365	333
Plasmani u hartije NBS ²⁾	40	256	694	625	-125	-445	-839	-1.010	86	268	529	720
Neto kreditiranje države ³⁾	-105	421	590	1.036	112	460	451	861	7	-28	75	111
PRO MEMORIA												
Obavezne rezerve i depoziti	-191	-225	-185	36	54	-182	-188	-115	-157	-429	-210	391
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-385	-380	-481	-158	-287	-272	-195	-229	17	123	2	110
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-409	-394	-501	-177	-279	-252	-173	-220	22	123	-3	100
Ostale stavke ⁵⁾	-166	-158	-254	-99	-147	-331	-692	-565	-136	-195	-246	-601
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	30	28	26	25	26	24	24	23	23	21	21	24

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz 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 s 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.

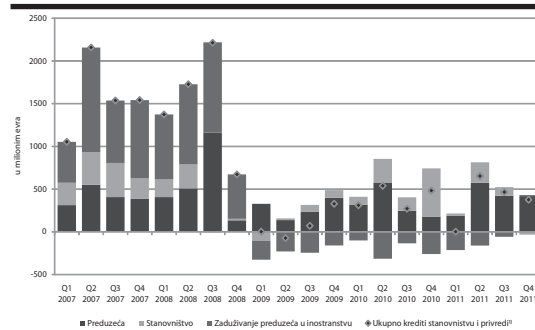
4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

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 Q4 banke povećavaju
izvore za nove
plasmane...**

**...iz domaćih depozita
i zaduživanjem u
inostranstvu**

Grafikon T7-8. Srbija: zaduživanje privrede i stanovništva 2007–2011


Izvor: FREN

1) V. fusnotu 1 u Tabeli T7-7.

Rast izvora za nove plasmane banaka nastavljen je u Q4. Iz domaćih izvora banke su pribavile 325 miliona evra kao rezultat skoro identičnog povećanja depozita privrede i depozita stanovništva. U Q4 privreda je povećala stanje na dinarskom depozitu za 225 miliona evra, ali je ovaj rast umanjn smanjenjem na deviznom depozitu od 69 miliona evra (Tabela T7-7). Stanovništvo je u Q4 povećalo stanje dinarskih depozita za 114 miliona evra, dok su devizni depoziti stanovništva povećani za 57 miliona evra respektivno. Veći rast dinarskih depozita u odnosu na devizne donekle se može objasniti većom isplativošću koju je dinarska štednja imala

u protekle dve godine uprkos slabljenju dinara, kao i pozivom guvernera NBS poslovnim bankama u „nedelji štednje“ da ne povećavaju kamatne stope na štednju zbog preliivanja ovog efekta na povećanje budućih troškova zaduživanja. Banke su povećale sredstva za nove plasmane i po osnovu povećanja zaduženosti prema inostranstvu za 197 miliona evra u Q4, dok je 133 miliona evra povučeno sa računa kapitala i rezervi banaka u istom periodu.

Tabela T7-9. Srbija: stok kredita privrede i stanovništva u odnosu na BDP 2009–2011

	2009		2010				2011			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
Ukupni krediti stanovništvu i preduzećima iz domaćeg sistema i iz inostranstva	81,7	83,4	86,6	86,2	85,8	83,4	81,4	78,4	78,7	
Ukupno preduzeća i stanovništvo iz domaćeg bankarskog sistema	45,1	46,8	49,9	51,7	52,9	52,2	51,9	50,8	51,2	
Preduzeća	30,5	31,7	33,6	34,6	35,8	34,1	33,8	33,1	33,6	
Stanovništvo	14,7	15,1	16,3	17,0	17,1	18,0	18,1	17,7	17,6	
Ukupno zaduživanje preduzeća u inostranstvu	36,6	36,6	36,6	34,5	32,9	31,2	29,5	27,7	27,5	
Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu i bankarski krediti preduzećima iz domaćeg sistema	67,0	68,3	70,3	69,2	68,7	65,3	63,3	60,8	61,1	

Nenaplativi krediti na kraju Q4 beleže blago smanjenje

Učešće nenaplativih kredita nakon konstantnog rasta koji je započet u Q2 2010. godine, blago se smanjuje na 14,24% od ukupno plasiranih kredita na kraju decembra (na kraju septembra 14,49% od ukupno plasiranih, na kraju juna 13,58% od ukupno plasiranih). Najveći uticaj na pad učešća imalo je smanjenje nenaplativih kredita plasiranih pravnim licima sa 17,44% na 17,07%, koji ujedno imaju i najveće pojedinačno učešće, kao i smanjenje sa 7,4% na 7,24% kod nenaplativih kredita plasiranih fizičkim licima.

Tabela T7-10. Srbija: učešće nenaplativih kredita u ukupno plasiranim, 2008–2011

	2008		2009				2010				2011			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
stanje na kraju perioda														
Pravna lica	6,86	11,05	14,86	13,24	12,14	11,62	14,18	13,83	14,02	14,39	16,23	17,44	17,07	
Preduzetnici	3,66	5,28	8,93	10,21	11,21	12,19	13,73	15,7	15,8	15,66	15,75	16,99	17,07	
Fizička lica	3,78	5,36	6,19	6,63	6,69	6,37	6,79	7,04	6,71	6,79	7,1	7,4	7,24	
Ukupno	5,79	9,1	12,1	11,2	10,8	10,14	11,99	11,88	11,9	12,24	13,58	14,49	14,24	

Izvor: Kreditni biro Udruženja banaka Srbije

8. Međunarodno okruženje

Globalni oporavak je usporen, a rizici koji bi mogli da negativno utiču na svetski rast su povećani¹. U razvijenim zemljama dolazi do divergencije u rastu, jer ekonomija SAD-a napreduje brže od očekivanja, dok je evrozona verovatno ušla u recesiju. Stope rasta za evrozonu i istočnu Evropu korigovane su nadole, znatno više nego za ostale regione. Očekuje se usporavanje inflacije u 2012. godini kako u razvijenim zemljama, tako i zemljama u razvoju. Odlučujući efekat smirivanja panike na finansijskim tržištima evrozone imale su dugoročne repo operacije ECB-a. Monetarna politika u razvijenim zemljama uglavnom je stimulatívna, a u SAD su se republikanci i demokrate neočekivano dogovorili oko nekoliko važnih tačaka fiskalne politike. Zemlje u istočnoj Evropi su pod pritiskom investitora koji sumnjaju u njihovu solventnost.

Svetski rast, prema Međunarodnom monetarnom fondu (MMF) bi tokom 2012. godine trebalo da iznosi 3,75%, što je za 0,75 procentna poena niže od prognoze iz septembra. Rast u SAD-u je bio viši od očekivanog, usled više potrošnje stanovništva i rasta fiksnih investicija, kao i zbog oporavka privrede Japana nakon zemljotresa, ali ovi pozitivni efekti se neće nastaviti u 2012. Razvijene zemlje, prema istim prognozama, u ovoj godini će imati rast od 1,2%, dok će evrozona iskusiti recesiju i imati negativan godišnji rast od -0,5%. Prognozirana stopa rasta je smanjena za zemlje centralne i istočne Evrope, isto koliko i za zemlje evrozone, čak za 1,6 procentnih poena; zato bi u 2012. godini rast u tom regionu trebalo da iznosi samo 1,1%. Stope rasta u 2012. godini smanjene su i za glavne trgovinske partnere Srbije – za Italiju sa pozitivnih 0,3% na negativnih 2,2%, i za Nemačku sa 1,3% na 0,3%, što će imati negativne efekte na izvoz naše zemlje.

Kriza na tržištu državnih obveznica u evrozoni glavni razlog povećanog rizika za brži globalni oporavak

Kao i MMF, Evropska komisija je snizila prognozirane stope rasta za 2012. Sada se prognozira pad realnog BDP-a u 2012. godini od 0,3% u evrozoni, što je za 0,8 procentnih poena niže od predviđanja u novembru. Za razliku od MMF-a – Evropska komisija ima optimističnije prognoze za Italiju i Nemačku, za koje previđaju rast ove godine od -1,3% i 0,6%.

Tokom Q4 u 2012. godini, BDP evrozone imao je rast od 0,7% na godišnjem nivou (usporavanje u odnosu na Q3 kada je rast iznosio 1,3%). Na kvartalnom nivou ostvaren je negativan rast od -0,3%. Nemačka je takođe imala negativan rast na kvartalnom nivou (-0,2%), ali se smatra da je to privremeno i da će se rast ubrzati u sledećim kvartalima, jer na to upućuju ankete – a nezaposlenost je u decembru bila na najnižem nivou od ujedinjenja – samo 5,5%. Italija je takođe imala negativan rast na kvartalnom nivou (-0,7%), ispod očekivanja, verovatno usled slabe domaće tražnje. Tokom kvartala italijanska privreda bila je pod pritiskom povećanja kamata na državne obveznice i finansijskog stresa u bankarskom sistemu.

Tabela T8-1. Svet: privredni rast i inflacija, 2009-2012¹⁾

	Realni BDP								Inflacija		
	Realni rast (%)				Realni rast, (%) ³⁾				Potrošačke cene (%) ⁴⁾		
	2009	2010	2011 ²⁾	2012 ²⁾	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011
SAD	-3,5	3,0	1,7	1,8	2,2	1,6	1,5	1,6	3,4	3,8	3,3
Japan	-6,3	4,0	-0,9	1,7	-0,1	-1,7	-0,6	-1,0	-0,4	0,1	-0,3
Kina	9,2	10,3	9,2	8,2	9,7	9,6	9,6	9,8	5,7	6,3	4,6
Evrozona	-4,3	1,8	1,5	-0,5	2,4	1,6	1,3	0,7	2,8 ⁵⁾	2,7 ⁵⁾	2,9 ⁵⁾
Nemačka	-5,1	3,6	3	0,3	4,6	2,9	2,7	2,0	2,3	2,5	2,3
Francuska	-2,6	1,4	1,6	0,2	2,2	1,6	1,5	1,4	2,1	2,1	2,4
Velika Britanija	-4,9	1,4	0,9	0,6	1,6	0,5	0,4	0,7	4,4	4,7	4,7
Italija	-5,2	1,3	0,5	-2,2	1,0	0,8	0,3	-0,5	2,7	2,8	3,3
Ruska Federacija	-7,8	4,0	4,1	3,3	4,1	3,4	4,8	...	9,5	8,1	6,7

1) Izvor: MMF, Eurostat, OECD, National Bureau of Statistics of China

2) Godišnje stope za 2012-u i 2011 su projekcije MMF-a i OECD-a.

3) Stope rasta BDP-a su međugodišnje.

4) U odnosu na isti period prethodne godine.

5) HICP

Premijer Monti počeo je sprovođenje reformi, što povećava optimizam u pogledu oporavka italijanske privrede, ali će te mere dati rezultate u srednjem roku, a do tada je najvažnije da kredibilitet vlade poveća poverenje investitora i privrednika u solventnost Italije.

Američki BDP je u Q4 imao pozitivan rast od 1,6% na godišnjem nivou, a ubrzanje stope na kvartalnom nivou (sa 0,5% na 0,7%) uzrokovano je pre svega višom ličnom potrošnjom (kupovinom trajnih dobara), ali i povećanjem poslovnih investicija u opremu i softver. Državna potrošnja se usporava peti kvartal zaredom, pre svega zbog niže tražnje federalne vlade i vojske.

Glavni razlog za povećanje rizika od usporavanja globalnog oporavka je kriza u evrozoni, zbog koje su u poslednjem kvartalu 2011. povećani troškovi zaduživanja zemalja periferije evrozone. Takođe, na međubankarskom tržištu došlo je do smanjenja kratkoročnih pozajmica kapitala, što je povećalo opasnost od nelikvidnosti banaka. Ukoliko bi neka banka postala nelikvidna, mogla bi se desiti kriza slična onoj koja se desila u SAD-u kada je bankrotirao Lehman Brothers. Zbog toga je ECB, prvo u oktobru sprovela dugoročne repo operacije (LTRO²) na period od godinu dana, a onda u decembru na period od tri godine. Tražnja na repo aukcijama je u decembru prevazišla očekivanja. Investitori na berzama protumačili su ovu informaciju pozitivno, jer ne samo što su banke koje imaju problema sa likvidnošću nabavile potrebna sredstva, već i zato što su neke banke verovatno učestvovala na repo aukcijama kako bi nakon toga kupile obveznice zemalja periferije i iskoristile veoma visoke kamatne stope. Mnogi ekonomisti upoređuju dugoročni repo ECB-a, sa „kvantitativnim popuštanjem“ u SAD-u. Finansijski rizik je nakon dugoročnih repo operacija smanjen u Italiji i Španiji, dok je u Portugaliji i Grčkoj i dalje visok.

Globalno usporavanje uticaće negativno i na nivo svetske trgovine, pa je MMF smanjio stopu rasta svetske trgovine³ za ovu godinu sa 5,8% na 3,8%, ali sledeće godine očekuje njeno povećanje na 5,4%. Posle osamnaest godina pregovora Rusija će postati član Svetske trgovinske organizacije (STO). Rusija je poslednja zemlja iz G-20 koja će postati član STO-a, i nakon toga će ona regulisati 97% svetske trgovine. Ulazak Rusije imaće pozitivan uticaj na političku atmosferu u svetu u pogledu slobodne trgovine među zemljama, jer trenutno usled krize ponovo na popularnosti dobijaju protekcionističke ekonomske politike. Ipak, najviše koristi od članstva Rusije, u kratkom roku imaće glavni izvoznici na njeno tržište – Nemačka, koja izvozi opremu i Kina, koja izvozi robu široke potrošnje. Sada će članovi STO imati manje carine i barijere prilikom izvoza robe u Rusiju. To će umanjiti relativnu prednost koju imaju srpski izvoznici zbog Sporazuma o slobodnoj trgovini Srbije i Rusije.

Monetarna politika u svetu je uglavnom akomodativna, pogotovu u razvijenim zemljama. Centralne banke SAD, evrozone, Velike Britanije i Japana, nastavljaju sa kupovinom hartija od vrednosti u cilju stimulanja privrede.

Prema prognozama MMF-a, očekuje se smanjenje inflacije u zemljama u razvoju i razvijenim zemljama, zbog slabljenja tražnje i stabilizacije (u nekim slučajevima i opadanja) cena sirovina. Rast potrošačkih cena bi trebalo da se u razvijenim zemljama sa prošlogodišnjih 2,7% uspori na 1,6%, a u zemljama u razvoju sa 7,2% na 6,2%. Prema MMF-u, prošlogodišnji rast cene nafte je bio uzrokovan poremećajem u njenoj ponudi zbog „arapskog proleća“, dok je skorašnji rast te cene povezan s povećanim geopolitičkim rizikom (Iran).

Nakon spuštanja referentne stope u novembru prošle godine, ECB je još jednom snizila referentnu stopu u decembru za 0,25 procentna poena, i ona sada iznosi 1%. Za sada su „vrata otvorena“ kako za dalje spuštanje, tako i za podizanje ukoliko se ekonomski uslovi drastično promene. Ukoliko evrozona uđe u dublju recesiju – skoro sigurno će referentna stopa biti snižena i pored inflacije koja nije niska. Ukupna inflacija je iznad targetirane (2,7%⁴), ali je počeo period dezinflacije, usled efekta visoke baze i trenda bazne inflacije koji se polako usporava. Jedan od glavnih faktora bazne inflacije – nadnice, najverovatnije neće rasti u sledećim mesecima. Dalje smanjivanje referentne stope moglo bi da pomogne funkcionisanje transmissionog mehanizma

² Long term repo operations.

³ Robe i usluga.

⁴ HICP Na godišnjem nivou u decembru 2011.

monetarne politike, preko kreditnog kanala. Banke su suočene s visokim rizikom tokom krize u evrozoni, pa pooštavaju uslove za dodeljivanje kredita. ECB će razmotriti dalje smanjenje referentne stope, ipak, tek nakon što efekti dugoročnih repo operacija budu vidljivi.

Američka centralna banka nastavila je sprovođenje „operacije twist“ i zadržala referentnu stopu na starom nivou. Rekordno niska referentna stopa biće zadržana na sadašnjem nivou, najverovatnije sve do sredine 2014. To znači, da će istorijski niska referentna stopa biti primenjivana punih šest godina. Ukoliko nezaposlenost ne bude nastavila da se smanjuje, najverovatnije će biti implementirana treća faza „kvantitativnog popuštanja“. Iako FED ima dva cilja monetarne politike – nisku nezaposlenost i stabilnost cena – analizom izjava Bernankea, zaključuje se da se američka centralna banka polako približava targetiranju inflacije.

Cena zlata je ponovo porasla, i prešla nivo cene od 1700 US dolara za uncu. Mišljenja su oprečna u pogledu objašnjenja ponovnog rasta cene zlata. Deo ekonomista objašnjava rast ekspanzivnom monetarnom politikom u razvijenim zemljama, i time da su dugoročne repo operacije ECB-a i produžetak roka do koga će FED zadržati referentnu stopu na rekordno niskom nivou, glavni faktori koji utiču na cenu. Prema drugom objašnjenju, nema dokaza da su inflaciona očekivanja značajno povišena, pa je glavni razlog za rast cene zlata povećana tražnja za tim metalom u Aziji (pre svega Kini). Međutim, izvesno je da je rast cene zlata delimično uzrokovan tražnjom investitora, koji se kupovinom tog metala štite od ostalih rizika koji mogu uticati negativno na globalnu ekonomiju. Tako se cena zlata može posmatrati i kao neka vrsta merila rizika u globalnoj ekonomiji.

Pored toga što zemlje periferije evrozone nastavljaju politiku fiskalne konsolidacije, Francuska će najverovatnije uvesti tzv. „socijalni PDV“. Stopa PDV-a će biti povišena sa 19,6% na 21,2% kako bi se pokrilo smanjenje prihoda nastalo snižavanjem stopa doprinosa za socijalno osiguranje. Manjim opterećenjem poslodavaca troškovima socijalnog osiguranja, planira se povećanje konkurentnosti francuskih izvoznika. Među razvijenim zemljama i Japan planira da promeni stopu PDV-a; prvo u dva koraka da poveća stopu PDV-a sa 5% na 8% do 2014. godine a onda na 10% u 2015.

Republikanci i demokrate, neočekivano su se dogovorili o merama koje će produžiti poreske olakšice za zaposlene i pomoć nezaposlenima do kraja godine, i sprečiti oštro smanjenje troškova lečenja preko *Medicare*-a. Iako ovo može biti uvod u dalju saradnju koja bi obezbedila jedinstvo u pogledu mera za smanjivanje deficita, najverovatnije se radi o taktičkoj odluci republikanaca pre predsedničkih izbora.

Usvojen plan za drugi paket pomoći Grčkoj...

Ministri finansija evrozone odobrili su novi paket pomoći Grčkoj u iznosu od 130 milijardi evra (prvi paket je iznosio 110 milijardi evra). Grčka bi prema planu trebalo da u 2020. godini ima odnos javnog duga prema BDP-u od 120,5%. Privatni investitori će pretrpeti gubitak od 53,5% vrednosti grčkih obveznica, što će umanjiti javni dug za 107 milijardi evra. ECB će profite od grčkih obveznica koje je kupila na sekundarnom tržištu (portfolio od oko 50 milijardi evra u grčkim obveznicama) preraspodeliti vladama evrozone, kako bi ove taj iznos preusmerile za pomoć Grčkoj. Kamatna stopa na sredstva iz prvog paketa pomoći Grčkoj biće smanjena, što će umanjiti dug za dodatnih 1,4 milijarde. MMF će za razliku od prvog paketa, kada je učestvovao sa 30 milijardi, sada najverovatnije pomoći sa 13 milijardi evra. Smanjenje finansijskog udela MMF-a u drugom paketu, navodno je uzrokovano neslaganjem nekih neevropskih članica koje smatraju da bi finansijski snažne države evrozone trebalo da snose više troškova.

... ali su prisutni rizici njegove implementacije

Ključna i rizična tačka dogovora je razmena obveznica u vrednosti oko 200 milijardi evra, koje drže privatni investitori. Na Evropskom samitu u oktobru dogovorena je inicijativa za rešavanje otpisa duga Grčke prema privatnim investitorima (PSI⁵). Ovom inicijativom bi trebalo da se smanji iznos grčkog duga i potrebe za kratkoročnim finansiranjem. Privatni investitori bi zamenili sadašnje grčke obveznice za nove s manjom osnovicom i drugačijom kamatnom stopom, s rokom dospeća preko 10 godina. Ta inicijativa ipak sadrži rizike koji se sastoje u tome što jedan deo investitora nije zastupljen preko Instituta za međunarodne finansije (IMF), i što niz pravnih

⁵ Private Sector Involvement.

razloga usled kojih bi nakon dogovora moglo doći realizacije *CDS*⁶-a na grčki dug, što bi potencijalno rezultiralo finansijskim haosom u evrozoni.

Ali čak i ukoliko dođe do uspešnog dogovora s privatnim investitorima, postoje politički rizici – spoljašnji i unutrašnji. Unutrašnji – vođe dve najveće grčke partije, PASOK-a i Nove demokratije bile su prinuđene da pošalju garantna pisma Briselu da će se pridržavati dogovora i nakon predstojećih izbora u aprilu. Ovo bi trebalo da bude garancija da će se nova vlada držati dogovora, ali postoji mogućnost da druge partije koje budu u koaliciji odbiju sadašnje uslove. Spoljašnji politički rizik jeste taj što postoji mogućnost da parlamenti Holandije ili Finske ne ratifikuju plan.

Tabela T8-2. Izabrani pokazatelji u zemljama u okruženju¹⁾

	Realni rast (%)					Potrošačke cene (%)			Tekući račun platnog bilansa % BDP-a		Fiskalni deficit % BDP-a	
	2010	Q2 2011 ²⁾	Q3 2011 ²⁾	Q4 2011 ²⁾	2011 ⁵⁾	2012 ⁵⁾	2011 ⁶⁾	2012 ⁶⁾	2011 ³⁾	2012 ³⁾	2011 ³⁾	2012 ³⁾
Bugarska	0,2	2,0	1,6	1,5	1,9	1,3	3,4	2,9	1,6	0,6	-2,5	-2,2
Rumunija	-1,3	1,9	4,4	2,1	2,5	1,5-2,0	5,8	4,3	-4,5	-4,6	-4,4	-2,8
Mađarska	1,2	1,7	1,5	1,5	1,3	0,3	3,9	3,0	2,0	1,5	2,0	-3,6
Hrvatska	-1,2	-0,8	0,7	...	0,25	-1,0	2,3	3,4	-1,8	-2,7	-5,7	-5,1
Makedonija	1,8	5,0	2,3	...	3,0	2,0	3,9	2,0	-5,5	-6,6	-2,5	-2,2
BIH	0,7	...	...	...	1,7	0,7	4,0	2,5	-6,2	-5,6	-3,0	-1,6
Srbija (QM)	1,0	2,5	0,5	0,8	1,8	0	11,0	4,3	9,0	...	4,7	...

1) Izvori: Eurostat, REO Europe oktobar 2012. MMF

2) Međugodišnje kvartalne stope rasta, izvor: Eurostat, MMF, QM za Srbiju

3) Procene MMF-a, za Srbiju QM

4) Inflacija (prosečna), izvor: MMF, za Srbiju RZS i QM

5) Najnovije procene MMF-a iz Pin/Staff Report, za Srbiju QM

6) Izvor za Bugarsku, Rumuniju i Mađarsku Eurostat, za Hrvatsku i Makedoniju nacionalne statistike a za BIH WEO septembar 2011. MMF

Troškovi zaduživanja država u nekoliko zemalja regiona povišeni, postoji mogućnost „prelivanja krize“ i na Srbiju

Nekoliko zemalja u regionu se suočavaju s pritiskom investitora u pogledu njihovih državnih obveznica, i zbog toga su primorane da sprovedu fiskalnu konsolidaciju. Postoji rizik da investitori počnu da izbegavaju ulaganje u državne obveznice celog regiona, čime bi se kriza „prelila“ i u Srbiju. Pravovremenim merama koje bi osigurale održivost nivoa javnog duga, ovakav bi se rizik mogao ublažiti ili čak možda izbeći.

Mađarska vlada će verovatno morati da popusti u pregovorima sa MMF-om

Iako je Mađarska zatražila finansijsku pomoć od MMF-a krajem prošle godine, usled neslaganja oko ekonomske politike i institucionalnih rešenja, pregovori još nisu završeni. Sve tri rejting agencije smanjile su rejting Mađarske na nivo *junka*, što je uticalo da kamate na državne obveznice dalje porastu, a vlada je time definitivno izgubila svoj kredibilitet. Od oktobra prošle godine, kamata na jednogodišnje obveznice porasla je za dva procentna poena na 10%, a prema ceni *CDS*-a, Mađarska ima najviši rizik od bankrota u regionu. Rast je i dalje nizak, a odnos javnog duga prema BDP-u dostigao je 76%. Mađarska vlada imala je nekoliko neubičajenih poteza u ekonomskoj politici s kojima se ne slaže MMF: povećanje poreza u sektorima gde prevladavaju strane kompanije, opterećenje banaka kako bi se lakše vratili krediti u švajcarskim francima, uvođenje jednoznačne poreske stope na dohodak, povećanje minimalne nadnice za 18%, visoko povećanje akciza, najviša stopa PDV-a u Evropskoj uniji od 27%. Primena različitih poreza po sektorima privrede, predstavlja primenu „distorzivnih poreza“, koji imaju za cilj opterećenje stranih kompanija. Osim ovoga, MMF je imao kritike na račun izmena procedure kod izbora članova Saveta za monetarnu politiku, kao i pomoćnika guvernera. Ovakve odluke smanjile su nezavisnost centralne banke. Ukoliko se ne zaključi dogovor sa MMF-om u pogledu stend baj aranžmana, strani investitori počće povlačenje kapitala, što bi dovelo do daljeg slabljenja forinte, produbljanja recesije i, samim tim – daljeg pogoršanja solventnosti Mađarske države. Zbog toga većina ekonomista smatra da će Mađarska morati da popusti MMF-u i sklopi dogovor.

Nivo hrvatskog javnog duga neodrživ, ukoliko se ne sprovedu strukturne reforme

Sadašnji nivo javnog duga Hrvatske je neodrživ, prema MMF-u, ukoliko se nastavi sa sadašnjom ekonomskom politikom. Nova vlada premijera Milanovića, suočena je s rizikom da državne obveznice izgube sadašnji rejting i postanu *junk* hartije od vrednosti. Kako bi se izbegao takav scenario, nova vlada je uputila predlog budžeta za 2012. godinu koji obuhvata niz izmena u odnosu na prethodne. Plan uključuje smanjenje budžetskih rashoda za 3,4 milijarde kuna, što je manje od prvobitno planiranih 4,6 milijardi prema smernicama iz januara.

6 Credit default swaps.

8. Međunarodno okruženje

Kreditna agencija Fitch, kritikovala je niže smanjenje rashoda budžeta Hrvatske od najavljenih u smernicama iz januara, ali je pozdravila nastupajuće povećanje PDV-a sa 23% na 25% u cilju povećanja prihoda, kao i smanjenje doprinosa za zdravstveno osiguranje, jer će to umanjiti troškove poslodavcima i uticati pozitivno na strana ulaganja. Takođe, negativno se ocenjuje neizvesnost strukturnih reformi na tržištu rada, i manjak konkretnog plana za njihovo sprovođenje. Hrvatska je za sada održala kreditni rejting, ali ostaje da se vidi kakav će stav imati i ostale dve rejting agencije – S&P i Moodys.

Hrvatska vlada projektuje smanjenje budžetskog deficita sa 4,3% u 2011. na 1,9% u 2014. godini. Ova projekcija se verovatno neće ostvariti, jer ne samo da je neizvesno da li će vlada ispuniti smanjenje troškova iz predloga budžeta, već su projekcije rasta BDP-a verovatno nerealno optimistične. Vladina projekcija rasta privrede iznosi 0,8% za 2012. godinu, što se dosta razlikuje od prognoze MMF-a iz februara da će rast hrvatskog BDP-a u ovoj godini biti negativan (-1%). Takođe, prema MMF-u, javni dug je trenutno oko 45% BDP-a, ali ukoliko bi se uključila sredstva vladinih garancija (npr. dugovi brodogradilišta su nedavno uključeni u javni dug zbog garancija države) dug bi dostigao nivo od 60% BDP-a.

Slovenija izgubila kreditni rejting

Za razliku od Hrvatske, Slovenija nije uspjela da sačuva kreditni rejting⁷. Nakon što je u 2009. godini imala pad BDP-a od 8%, dalji oporavak je bio slab, jer izvoz nije mogao da nadomesti stagnirajuću domaću tražnju. Bankarski sektor ima nizak nivo kapitala, dok raste broj nenaplativih kredita, tako da je neophodna njegova dokapitalizacija. Javni dug se značajno povećao nakon ekonomske krize, jer je država sprovela stimulaciju privrede fiskalnim paketom, finansirala gubitke državnih preduzeća i pomagala nelikvidnim i nesolventnim bankama u periodu kada se smanjivao prihod putem poreza. Dodatni razlog zbog čega je rejting agencija Fitch smanjila rejting Slovenije jeste odsustvo političke podrške za strukturne reforme. Politički sistem Slovenije funkcioniše na bazi konsenzusa, uz poštovanje principa solidarnosti među građanima. Ovakav sistem odlučivanja je, naime, od raspada SFRJ za razliku od drugih bivših republika obezbeđivao stabilnost institucija i uspešno sprovođenje državnih politika. Ta prednost se, međutim, u periodu kada su potrebne radikalne reforme, pokazala kao prepreka rešavanju problema javnog duga. Javni dug Slovenije iznosi 48% BDP-a, dok je fiskalni deficit tokom prethodne tri godine iznosio 5–6% BDP-a – bez tendencije smanjivanja. Da bi se smanjio odnos javnog duga prema BDP-u, potrebno je sprovesti strukturne reforme na rigidnom tržištu rada i u penzijskom sistemu. Vlada je odbila da snosi potpunu odgovornost za ove nepopularne reforme, i raspisala referendum, tražeći podršku građana za njihovo sprovođenje. Nakon što su građani odbili da pruže podršku putem referenduma, politička kriza se zaoštrila i u decembru su održani izbori, a nova vlada je sa zakašnjenjem formirana tek u februaru. Najavljene su strukturne reforme, ali postoje rizici da nova vlada neće imati podršku da ih sprovede.

⁷ Kreditni rejting Slovenije smanjile su agencije Fitch i Moodys.

OSVRTI

Osvrt 1: Nova fiskalna pravila za unapređenje kontrole javnog duga u EU

Milojko Arsić*

Milan Pejić**

Uvod

Kriza javnog duga u evropskim zemaljama je dobar podsetnik da je odgovorno upravljanje javnim finansijama važan preduslov za makroekonomsku stabilnost i ekonomski napredak svake zemlje. Kako bi se predupredila moguća dužnička kriza, sve veći broj država uvodi nova ili pooštava postojeća fiskalna pravila² s ciljem da se spreči nekontrolisani rast javnog duga i da se dug zadrži u definisanim okvirima, tako da ne ugrožava solventnost države i funkcionisanje privrede.

Najdirektniji način upravljanja javnim dugom je putem *fiskalnih pravila* koja su definisana u vidu gornje granice duga izražene u procentima BDP-a. Za upravljanje javnim dugom od ključne važnosti su i *adekvatna pravila* koja se odnose na fiskalni deficit jer je javni dug dominantno posledica fiskalnog deficita, kao i *fiskalna pravila o javnoj potrošnji*. Međutim, fiskalna pravila o deficitu i javnoj potrošnji ne garantuju konvergenciju javnog duga ka održivom ciljnom nivou.³ Zbog delovanja vanrednih i nepredvidivih okolnosti, dostizanje održive granice javnog duga ponekad zahteva i primenu *ad-hoc* mera prilagođavanja, koja nisu predviđena fiskalnim pravilima.

Postoje razlike između visine javnog duga i verovatnoće dužničke krize u zemljama u razvoju (ZUR) i u razvijenim zemljama. Zemlje u razvoju ulaze u kritičnu zonu u kojoj se može javiti dužnička kriza pri nižim nivoima učešća javnog duga u BDP-u od razvijenih zemalja (prosečno 43% za ZUR, u poređenju sa prosečno 72% BDP-a za razvijene zemlje).⁴ Razlog za to je taj što u zemljama u razvoju pri nižim nivoima učešća duga u BDP-u dolazi do krize poverenja u solventnost države, a to ima za posledicu rast kamatnih stopa ili odbijanje

investitora da finansiraju deficit ili refinansiraju javni dug. Ovu činjenicu treba imati u vidu kada se određuje maksimalna granica javnog duga, i u zemljama u razvoju trebalo bi je postaviti na niži nivo nego u razvijenijim zemljama.⁵ Tako se polovina dužničkih kriza u zemljama u razvoju u periodu 1995–2010. godine dogodila pri odnosu javnog duga prema BDP-u koji je bio manji od 50% (Baldacci et al. 2011). Na rast rizika od pojave dužničke krize značajno utiču i ostali indikatori povezani sa javnim dugom, kao što su: prosečna ročnost, udeo kratkoročnog, udeo deviznog i udeo duga sa promenljivim kamatnim stopama u ukupnom javnom dugu i na njih treba obratiti posebnu pažnju prilikom procene rizika pojave dužničke krize. Za zemlju je naročito nepovoljna okolnost kada se ovi faktori, kao što su nisko poverenje, visok udeo kratkoročnih i deviznih dugova i visok udeo kredita po promenljivim kamatnih stopama akumuliraju.

Osnovni pravci reformi fiskalnih pravila za kontrolu javnog duga u EU

Budući da dosadašnje opšte ograničenje javnog duga nije dalo rezultate, trenutno se u članicama EU primenjuju vanredne mere za smanjenje fiskalnog deficita, ali se istovremeno uvode ili pripremaju sistemski rešenja za efikasniju kontrolu javnog duga. Vanredne mere (povećanje poreza, mere štednje) koje imaju za cilj da se uspori, a potom i zastavi rast javnog duga, primenjuju se u većini država članica Evropske unije.

Osnovni pravci sistemskih aktivnosti za efikasnu kontrolu rasta javnog duga su: a) uvođenje zakonski obavezujućih pravila za smanjenje javnog duga kada on pređe granicu od 60% BDP-a i b) zakonsko ili ustavno određivanje strukturnog fiskalnog deficita na niskom nivou. Predviđene su i odgovarajuće sankcije za države koje ne preduzimaju obavezujuće mere za smanjenje duga ispod propisanog nivoa, što predstavlja novost u odnosu na dosadašnju praksu. Osim toga, u nekim zemljama EU određene su sukcesivne granice za javni dug na znatno nižem nivou od mastrihtskog, pri čemu se za prekoračenje svakog praga duga primenjuju zakonom definisane aktivnosti koje treba da dovedu do njegovog obuzdavanja.

* Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

** Fiskalni savet Republike Srbije ¹⁾

1 Mišljenja izneta u ovom radu su isključivo stav autora i ne predstavljaju zvanični stav Fiskalnog saveta.

2 *Fiskalna pravila* predstavljaju trajna ograničenja fiskalne politike, najčešće definisana preko indikatora ukupnih fiskalnih performansi (deficit, javni dug, rashodi) izraženih u procentima BDP. Kada se uvode fiskalna pravila, vlasti se odriču dela vođenja diskrecione fiskalne politike, a poštovanje ili nepoštovanje fiskalnih pravila odražava nivo političke odgovornosti nosilaca vlasti.

3 Andritzky (2011)

4 Baldacci et al. (2011)

5 Npr. Japan ima odnos javnog duga prema BDP-u od preko 200% a da pri tome nije došlo do pojave dužničke krize, dok npr. Slovenija sada ima probleme pri odnosu javnog duga i BDP-a od oko 48%, a mnoge nerazvijene zemlje su ulazile u dužničku krizu i pri odnosu javnog duga i BDP-a od 30%.

Reforme opštih fiskalnih pravila⁶ za kontrolu javnog duga u članicama EU

Javni dug članica Evropske unije se, prema Ugovoru iz Mastrihta, definiše kao konsolidovani bruto dug sektora opšte države (dug centralnog, regionalnog i lokalnog nivoa države i dug fondova socijalnog osiguranja). Za nadgledanje i kontrolu fiskalnih kretanja, u Paktu o stabilnosti i rastu (eng. *Stability and Growth Pact*) izabrana su dva fiskalna indikatora – odnosi deficita i duga opšte države prema BDP-u, čije su zakonske granice definisane fiskalnim pravilima o deficitu i javnom dugu.

Opšte fiskalno pravilo u vezi sa javnim dugom koje sve države članice EU moraju poštovati glasi da udeo javnog duga u BDP-u treba da bude ispod granice od 60% BDP-a, a u slučaju da je iznad 60%, trebalo bi da se smanjuje i da se približava graničnoj vrednosti „zadovoljavajućom brzinom“. Ovo pravilo, koje važi već skoro dve decenije, nije dovelo do značajnog smanjenja javnog duga zemalja članica EU, a naročito u onim državama u kojima je javni dug inicijalno bio znatno iznad granice od 60% BDP-a. Na kraju 2010. godine je više od polovine država članica EU (Belgija, Nemačka, Irska, Grčka, Španija, Francuska, Italija, Kipar, Mađarska, Malta, Holandija, Austrija, Portugal i Velika Britanija) imalo javni dug iznad mastrihtske granice od 60% BDP-a (Tabela 1). Javni dug svih tih država je ostao iznad zakonske granice i na kraju trećeg kvartala 2011. godine, i u slučaju najvećeg broja država je zabeležio porast u odnosu na vrednost na kraju 2010. godine.

Tabela 1. Javni dug država članica EU u % BDP-a¹

	2010		2011		
	Q3		Q3		
Belgija	96,2	98,5	Luksemburg	19,1	18,5
Bugarska	16,3	15	Mađarska	81,3	82,6
Češka	37,6	39,8	Malta	69	70,3
Danska	43,7	49,3	Holandija	62,9	64,5
Nemačka	83,2	81,8	Austrija	71,8	71,6
Estonija	6,7	6,1	Poljska	54,9	56,3
Irska	92,5	104,9	Portugal	93,3	110,1
Grčka	144,9	159,1	Rumunija	31	33,3
Španija	61	66	Slovenija	38,8	44,4
Francuska	82,3	85,2	Slovačka	41	42,2
Italija	118,4	119,6	Finska	48,3	47,2
Kipar	61,5	67,5	Švedska	39,7	37
Letonija	44,7	44,6	Velika Britanija	79,9	85,2
Litvanija	38	37,6			

Izvor: Eurostat, epp.eurostat.ec.europa.eu

¹ Poslednji dostupan podatak o javnom dugu država članica EU je za treći kvartal 2011. godine.

Jedan pravac reformi je zakonsko jačanje obaveznosti primene postojećeg fiskalnog pravila o maksimalnom odnosu javnog duga prema BDP-u. U tom smislu, uvođe se sankcije za zemlje koje prekorače opštu granicu odnosa javnog duga i BDP-a od 60%. Budući da je

⁶ Na osnovu medijskih informacija, dostupnih u trenutku pisanja osvrta, sve članice EU osim Velike Britanije i Češke, podržale su nova fiskalna pravila za efikasniju kontrolu javnog duga.

prvobitno pravilo o javnom dugu bilo podložno slobodnijem tumačenju usled nedovoljno jasnih kriterijuma o dozvoljenom prekoračenju (zahtev da se dug smanjuje „zadovoljavajućom brzinom“) i da nije predviđalo obavezne mere za smanjenje javnog duga, poštovanje ovog pravila se tokom celog perioda njegovog važenja uglavnom zanemarivalo. Tako ni protiv jedne zemlje članice EU nikada nije bila pokrenuta procedura čiji bi cilj bio smanjenje javnog duga ispod zakonski definisane granice.

Iz ovih razloga se od decembra 2011. godine u EU primenjuju nova fiskalna pravila o javnom dugu, kojima se definiše obavezujuća brzina smanjivanja odnosa javnog duga prema BDP-u, kao i kazne za zemlje koje to ne ispoštuju. Konkretno, kada dug opšte države prekorači granicu od 60% BDP-a, onda se on u toku naredne tri godine u proseku mora smanjivati najmanje za po 1/20 razlike između nivoa duga i granične vrednosti od 60%. To npr. znači da država u kojoj javni dug iznosi 80% BDP-a, godišnje (u proseku tokom tri naredne godine) mora smanjivati udeo duga u BDP-u najmanje za po 1% BDP-a (1/20 razlike između 80% i 60% BDP-a) kako se protiv nje ne bi preduzimale dalje zakonske mere za smanjenje javnog duga. U slučaju nepoštovanja novog pravila o javnom dugu, protiv države članice se može pokrenuti procedura smanjenja deficita (*EDP* procedura), čak i u slučaju da je deficit ispod granice od 3% BDP-a, koja je definisana pravilom o deficitu u Paktu o stabilnosti i rastu. Za nepoštovanje ove procedure predviđene su sankcije koje se kreću od polaganja depozita u iznosu od 0,2% BDP-a do konverzije ovog depozita u novčanu kaznu, kao i dodatne finansijske sankcije ukoliko država u kontinuitetu ne ispunjava zahteve propisane u *EDP* proceduri. Kako bi se obezbedila dosledna i automatizovana primena ovih pravila, za kažnjavane države koja je prekršila neko od pravila predviđeno je glasanje tzv. „reverznom kvalifikovanom većinom“, tj. sankcije se primenjuju osim ako kvalifikovana većina glasa protiv njih.

Drugi pravac reformi je određivanje maksimalnog strukturnog fiskalnog deficita u zemljama EU na niskom nivou (do 0,5% BDP). Strukturni fiskalni deficit se definiše kao fiskalni deficit iz koga je isključen uticaj cikličnih fluktuacija u BDP-u (zaposlenosti, apsorpciji i dr.), kao i uticaj jednokratnih faktora. Strukturni fiskalni deficit je deficit koja bi neka država ostvarivala pod pretpostavkom da njena privreda nije ni u recesiji ni u ekspanziji, kao i da je njen spoljni deficit na dugoročno održivom nivou, tj. na nivou koji neće dovesti do nekontrolisanog rasta spoljnog duga u odnosu na BDP. Drugačije rečeno, strukturni fiskalni deficit je posledica sistemskih faktora, kao što su karakteristike poreskog sistema i javnih rashoda (penzijski sistem, zdravstveni

sistem, obrazovanje, državna administracija, vojska i dr.) i on pokazuje dugoročnu neusklađenost poreske politike i politike rashoda. Strukturni deficit je veličina koja nije direktno merljiva, nego se procenjuje primenom određenih ekonometrijskih metoda, pod pretpostavkom da su sve makroekonomske varijable koje utiču na prihode i rashode, a time i na deficit, na ravnotežnom nivou.

Uvođenje obavezujućeg pravila o maksimalnom strukturnom deficitu ukazuje na to da dosadašnje opšte pravilo o maksimalnom fiskalnom deficitu od 3% BDP-a nije dovoljno za kontrolu javnog duga, kao i da je verovatno nekonzistentno sa postavljenom granicom za javni dug. Naime, postojeće fiskalno pravilo određuje maksimalnu granicu za stvarni fiskalni deficit od 3% BDP-a, što je visok nivo za zemlje koje imaju realni rast od 1–2% godišnje – a to je slučaj sa mnogim članicama EU. Takođe, određivanjem pravila na osnovu maksimalnog deficita imalo je za posledicu to da mnoge zemlje u periodima ekspanzije budu neznatno ispod maksimalne granice, da bi sa usporavanjem privredne aktivnosti, a naročito tokom recesije, značajno prekoračile granicu od 3% BDP-a.

Fiskalno pravilo, zasnovano na strukturnom deficitu, nazvano „kočnica duga“ je definisano u ustavima i zakonima nekoliko zemalja Evropske unije. Ovo pravilo je u nemačkom Ustavu definisano u vidu granice strukturnog deficita od 0,35% BDP-a i važi na centralnom i regionalnom nivou vlasti. Predviđeno je da se sa njegovom primenom otpočne od 2016. godine. Cilj uvođenja pravila je smanjenje odnosa duga prema BDP-u, što je zasnovano na čileanskom iskustvu sa sličnim fiskalnim pravilom, kada je javni dug smanjen sa 165% na 20% BDP-a u periodu od 1985. do 2000. godine. Po ugledu na nemačko, slično fiskalno pravilo je uvedeno i u Austriji (sa granicom strukturnog deficita od 0,35% BDP-a, sa čijom će se primenom otpočeti od 2017. godine) i Španiji (granica strukturnog deficita od 0,4% BDP-a, sa primenom od 2020. godine). Planira se uvođenje sličnog pravila i u Italiji i Francuskoj, što je u skladu sa predlogom Evropskog saveta o uvođenju ograničenja strukturnog deficita od maksimalno 0,5% BDP-a za zemlje članice Evropske unije. Podsećamo da se prema Zakonu o budžetskom sistemu pravilo o fiskalnom deficitu u Srbiji zasniva na strukturnom fiskalnom deficitu od 1% BDP, što je održiv nivo pod uslovom da privreda Srbije raste po prosečnoj stopi od 4% godišnje. Međutim, verovatno će u toku procesa evropskih integracija biti neophodno da se ova granica smanji na nivo ispod 0,5% BDP.

Posebna fiskalna pravila za direktnu kontrolu javnog duga u nekim članicama EU

Skoro sve zemlje članice EU podržale su uvođenje novih fiskalnih pravila kojima se zakonski jača postojeće fiskalno pravilo o maksimalnom odnosu duga prema BDP-u, kao i uvođenje „kočnice za javni dug“ u obliku pravila o niskom strukturnom fiskalnom deficitu. Međutim, neke članice EU otišle su i korak dalje, tako što su na nacionalnom nivou postavile dodatna direktna ograničenja za javni dug na nivou koji je znatno niži od mastrihtskog. Takođe, njihovim zakonima su predviđene obavezujuće mere vlade nakon što odnos duga prema BDP-u pređe određenu granicu, sa ciljem da se preventivno spreči rast javnog duga preko maksimalne granice od 60% BDP-a, kojima bi se javni dug vratio u održive okvire. U nastavku su prikazana dva interesantna primera (Slovačka i Poljska) koji bi mogli biti relevantni i za Srbiju. Osim toga, ukratko je predstavljeno i pravilo za Veliku Britaniju, koje odudara od opšteg pristupa u EU, sa ciljem da se ilustruju različiti načini traganja za efikasnim ograničavanjem javnog duga.

Slovačka

Pored fiskalnog pravila o javnom dugu Evropske unije, koje kao država članica mora poštovati, Slovačka je uvela dodatno nacionalno fiskalno pravilo o javnom dugu, s ciljem da se preventivnim mehanizmom spreči dostizanje mastrihtske granice od 60% BDP-a. Javni dug je u slovačkom zakonodavstvu (u Zakonu o fiskalnoj odgovornosti) definisan na identičan način kao u mastrihtskoj definiciji duga opšte države. Kako se granica javnog duga od 60% ne bi prekoračila, predviđene su dodatne referentne vrednosti od 50, 53, 55 i 57 procenata BDP-a sa merama koje se preduzimaju nakon prekoračenja svake od njih. Cilj je da se porast javnog duga zaustavi pre nego što on dostigne gornju nacionalnu zakonsku granicu od 60%. Osim toga, definisano je zaoštavanje pravila o javnom dugu u narednim godinama na taj način što će se referentne granice kontinualno smanjivati za po jedan procenat BDP-a godišnje, počevši od 2018. godine, sve dok se one konačno ne smanje za po 10 procenata BDP-a u 2027. godini (tj. granica od 50% će se smanjiti na 40% BDP-a, granica od 53% na 43% BDP-a, itd.).

Mere koje Vlada Republike Slovačke mora da preduzme kada javni dug pređe propisane referentne vrednosti su sledeće:

- Kada dug prekorači referentnu vrednost od 50% BDP-a, od ministra finansija se zahteva da iznese obrazloženje i razloge za to prekoračenje i da predloži plan za smanjenje javnog duga ispod ove vrednosti.
- Kada dug prekorači 53% BDP-a, Vlada je u obave-

zi da iznese predlog mera za smanjenje javnog duga uz obavezno smanjenje zarada u državnom sektoru na nivo od prethodne godine, ukoliko su tada zarade bile niže. Smanjenje zarada se sprovodi od početka meseca koji sledi nakon dana kada je objavljeno⁷ da je dug prekoračio granicu od 53% BDP-a i ova mera ostaje na snazi sve do smanjenja javnog duga ispod granice od 53% BDP-a.

– Kada se prekorači referentna vrednost javnog duga od 55% BDP-a, javna potrošnja u narednoj fiskalnoj godini se zamrzava na istom nominalnom nivou.

– Kada javni dug prekorači granicu od 57% BDP-a, od Vlade se zahteva da budžet za narednu godinu bude uravnotežen ili u suficitu.

– Ukoliko se prekorači i granica od 60% BDP-a, pokreće se automatski postupak glasanja o poverenju Vladi.

Kako je relevantni podatak za proveru ispunjenja fiskalnog pravila o javnom dugu – zvanični podatak o udelu javnog duga u BDP-u na kraju godine (31. decembra) – raspoloživ tek u drugom kvartalu naredne godine, veliki broj predviđenih mera (mera zamrzavanja javne potrošnje i donošenje uravnoteženog ili budžeta sa suficitom) – može se sprovesti tek sa zakašnjenjem od jedne godine.

Javni dug Slovačke je na kraju 2010. godine iznosio 41% BDP-a, a kako se očekuje da će i zvanični podatak na kraju 2011. biti znatno ispod najniže granice od 50% BDP-a, ne postoji osnov da se u 2012. godini preduzme bilo koja zakonska mera za smanjenje javnog duga.

Poljska

U Poljskoj pored mastrihtskog kriterijuma postoji i nacionalno fiskalno pravilo o javnom dugu, ali se granice koje su u okviru njega definisane odnose na nacionalnu definiciju javnog duga⁸ koja se razlikuje od definicije prema Ugovoru iz Mاستrihta.

Pored granice javnog duga od 60% BDP-a, koja je definisana u Ustavu, postoje dve dodatne, zakonski definisane granice od 50 i 55 procenata BDP-a. U slučaju prekoračenja neke od ovih granica javnog duga, predviđene su sledeće mere Vlade:

– Kada se prekorači granica od 50% BDP-a, Vlada je u obavezi da odnos deficita i prihoda centralne države u narednoj godini zadrži na istom ili na nižem nivou u

⁷ Zvanični podatak o učešću javnog duga u BDP-u (podatak od 31. decembra) objavljuje se u toku drugog kvartala naredne godine, i on predstavlja jedini relevantan podatak na osnovu kog se aktiviraju mere za smanjenje javnog duga kada se prekorači neka referentna vrednost definisana fiskalnim pravilima.

⁸ Javni dug u Poljskom zakonodavstvu se razlikuje od mastrihtske definicije jer iz duga opšte države isključuje dug Fonda za puteve i Fonda za železnicu, ali uključuje neke dospelje obaveze koje po mastrihtskom kriterijumu ne čine javni dug.

odnosu na godinu kada je objavljeno da je dug prekoračio granicu od 50% BDP-a. Isto pravilo važi i za lokalne vlasti.

– Kada se prekorači granica od 55% BDP-a, Vlada je u obavezi da za sledeću godinu pripremi uravnotežen ili budžet sa suficitom, i to takav da se obezbedi smanjenje udela javnog duga u BDP-u, posmatrano u odnosu na godinu kada je prekoračena ova referentna vrednost javnog duga. Takođe, u budžetu se ne može planirati povećanje zarada u javnom sektoru, dok se penzije i socijalna davanja mogu indeksirati najviše sa stopom inflacije. Budžeti lokalnih vlasti moraju biti uravnoteženi.

– Ako se prekorači i granica od 60% BDP-a, za budžet centralne države važi isto pravilo kao i za prekoračenje granice od 55% BDP-a, a Vlada je u obavezi da u roku od mesec dana (od dana objavljivanja zvaničnog podatka o prekoračenju granice od 60% BDP-a) izloži program fiskalne konsolidacije. Takođe se zabranjuje izdavanje novih garancija za zaduživanje privrednih subjekata, a lokalni budžeti moraju biti uravnoteženi ili u suficitu.

Prekoračenje prve granice (od 50% BDP-a) implicira preduzimanje blažih mera sa malim implikacijama po vođenje fiskalne politike, dok prekoračenje druge granice (od 55% BDP-a) primorava Vladu da uravnoteži budžet, što donosi veće posledice po vođenje fiskalne politike na centralnom i lokalnom nivou. Glavni nedostatak nacionalnih fiskalnih pravila u Poljskoj jeste njihovo odloženo dejstvo od preko jedne godine. Ovo se javlja jer je zvanični podatak o odnosu javnog duga i BDP-a (relevantan podatak je na kraju godine, tj. 31. decembra) poznat tek u drugom kvartalu naredne godine, dok se mere mogu preduzeti tek u godini nakon objavljivanja ovog podatka.

Javni dug Poljske je na kraju 2010. godine dostigao oko 53% BDP-a (prema nacionalnoj definiciji javnog duga), što je iznad prve zakonske granice od 50% BDP-a. Ovo prekoračenje zakonske granice će za posledicu imati ograničavanje deficita budžeta za 2012. godinu u skladu sa definisanim pravilom o prekoračenju prve granice javnog duga.

Velika Britanija

U Velikoj Britaniji se javni dug definiše kao *neto*⁹ dug javnog sektora, za razliku od uobičajene definicije javnog duga kao *bruto* duga opšte države. Odnos ovako definisanog javnog duga prema BDP-u tokom privrednog ciklusa bi trebalo da bude na nivou ispod 40% BDP-a. Ovo pravilo je poštovano samo tokom kratkog perioda nakon uvođenja 1997. godine. Od 2002. godine je otpo-

⁹ Neto javni dug predstavlja razliku između bruto javnog duga i finansijske aktive države (depozita, odobrenih kredita i dr.).

čeo nagli rast odnosa neto duga javnog sektora i BDP-a i 2010. godine je prevazišao nivo od 80% BDP-a. Razlog za ovako drastično prekoračenje granice se može naći u tome što ne postoje obavezujući mehanizmi za sprovođenje ovog fiskalnog pravila i da ono bez njih ne može funkcionisati. Zato je 2011. godine donet Zakon o fiskalnoj odgovornosti, kojim je uspostavljena Kancelarija za fiskalnu odgovornost (eng. *Office for Budget Responsibility*) i promenjeno fiskalno pravilo o javnom dugu. Fiskalno pravilo više ne sadrži numeričko ograničenje udela duga u BDP-u, već se zahteva da udeo javnog duga u BDP-u opada na kraju mandata Vlade u poređenju sa vrednošću na početku mandata. Istovremeno, dugoročne prognoze kretanja javnog duga, koje objavljuje Kancelarija za fiskalnu odgovornost, moraju potvrditi održivost javnih finansija.

Zaključak

Fiskalna pravila vezana za javni dug zajedno sa granicom javnog duga koja je definisana u okviru njih omogućavaju direktnu kontrolu javnog duga samo ako postoje efikasni mehanizmi za njihovo sprovođenje i ako postoji jasna motivacija za sprečavanje prekoračenja date granice. Neke (dodatne) granice se postavljaju na nižem nivou kako bi se osiguralo usporavanje ili zaustavljanje odnosa javnog duga prema BDP-u, dok se on kreće prema (glavnoj) granici koja je postavljena s ciljem da nikada ne bude prekoračena, kao npr. u Slovačkoj i Poljskoj. Definisane granice javnog duga bez mehanizama za njegovo vraćanje ispod propisanog nivoa ne daju dobre rezultate u praksi. To se vidi na primeru više od polovine zemalja članica Evropske unije koje uporno krše maastrichtska pravila o javnom dugu – jer sve do 2011. godine nisu postojali adekvatni mehanizmi za obavezujuće sprovođenje ovog pravila, kao i na primeru prekoračenja nacionalne granice javnog duga u Velikoj Britaniji, koja je takođe do 2011. godine bila postavljena bez definisanja bilo kakvih mehanizama za njenu implementaciju. Adekvatno definisana fiskalna pravila mogu poboljšati fiskalnu disciplinu samo u onoj meri u kojoj su vlasti spremne ili primorane da ih poštuju.

Drugi mehanizam kojim se povećava efikasnost indirektno kontrole javnog duga, preko fiskalnog deficita, jeste određivanje relativno niske granice (do 0,5% BDP-a) za strukturni fiskalni deficit. Kontrola javnog duga na osnovu niskog strukturnog deficita je potencijalno znatno efikasnija od kontrole na osnovu maksimalnog stvarnog fiskalnog deficita od 3%. Međutim, ovaj mehanizam kontrole otvara i određeni prostor za manipulaciju jer strukturni fiskalni deficit nije direktno merljiva veličina, nego se procenjuje na osnovu različitih ekonometrijskih metoda. Jedno od mogućih rešenja za

sprečavanje manipulacije strukturnim fiskalnim deficitom je da se on računa za svaku članicu EU na nivou Evropske unije, a ne na nacionalnom nivou.

Literatura

- Andritzky, J. R. (2011), „Evaluating Design for a Fiscal Rule in Bulgaria“, *IMF Working Paper*, WP/11/272.
- Baldacci, E., I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu and S. Mazraani (2011), „Assessing Fiscal Stress“, *IMF Working Paper* WP/11/100.
- Debrun, X., L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals and M. S. Kumar (2008), „Tied to the Mast? National Fiscal Rules in the European Union“, *Economic Policy*, April 2008, pp. 297-362.
- Dolls, M., A. Peichl, K. F. Zimmermann (2011), „A Challenge for the G20: Globally Stipulated Debt Brakes and Transnational Independent Fiscal Supervisory Councils“, *Policy Paper* No. 33, IZA.
- ECB (2011), „Opinion of the European Central Bank of 5 December 2011 on Fiscal Responsibility“, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_con_2011_96_f_sign.pdf
- European Commission (2009), „Council Regulation (EC) No 479/2009“, *Official Journal of the European Union*, L 145/1.
- European Commission (2011), „Public Finances in EMU - 2011“, *European Economy* 3/2011.
- European Union (2011), „EU Economic Governance „Six-Pack“ Enters into Force“, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/898>
- Fiskalni savet RS (2012), „Predlog za usklađivanje metodologije obuhvata i merenja javnog duga Srbije“, Fiskalni savet, http://fiskalnisavet.rs/images/dokumenti/metodologija_javnog_duga.pdf
- HM Treasury, „Government and Public Sector Debt Measures“, [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/55\(1\).pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/55(1).pdf)
- OECD (2010), „OECD Economic Surveys: Poland 2010“, *OECD Economic Surveys*, Volume 2010/8.
- Poland Ministry of Finance (2011), „Debt Management Strategy in the years 2011-14“, http://www.mf.gov.pl/_files_/dlug_publiczny/strategie_zarzadzania_dlugiem/debt_management_strategy_2011-2014.pdf
- Wyplosz, C. (2011), „Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences“, NBER.

POD LUPOM

Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope

Boško Živković*

Svi bankarski sistemi zemalja Jugoistočne Evrope su, do izbijanja globalne finansijske krize, imali ubrzani rast ponude kredita. Kriza je usporila taj proces ali je bankarstvo u regionu ostalo stabilno posle prve faze krize privatnog duga. Glavni poremećaji koje je izazvao prvi talas krize su uvećanje valutnog rizika u zemljama koje imaju fluktuirajući kurs i rast kreditnih rizika. Aktuelna faza krize, prepoznatljiva po krizi javnog duga, pokazala je da veliki broj sistemski važnih banaka u Evropi nema dovoljan nivo kapitalne adekvatnosti na osnovnom kapitalu. Nova regulativa Evropske unije ima za cilj da podigne vrednost koeficijenta kapitalne adekvatnosti do sredine 2012. godine na nivou osnovnog kapitala na 9%. Konzistentno, u tekstu se razmatraju posledice ove važne promene na ponašanje evropskih banaka u zemljama Jugoistočne Evrope. Analizirane su tri osnovne strategije banaka za dostizanje potrebnog nivoa kapitalne adekvatnosti, identifikovana je najverovatnija i analizirane su posledice njihove primene u zemljama Jugoistočne Evrope.

Uvodne napomene

U ovom radu komparativno analiziramo performanse bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope tokom prethodne decenije, to jest do kraja 2010. godine. Ovaj period obuhvata i posledice prvog talasa krize. Analizom je obuhvaćeno šest nacionalnih bankarskih sistema zemalja Jugoistočne Evrope: Albanija, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Makedonija, Crna Gora i, naravno, Srbija. Njihova evolucija u prethodnoj deceniji ima zajedničku dominantnu osobinu: ubrzani rast ponude kredita i opšte obnove bankarske delatnosti, koji su bili duboko havarisani krizama tokom 90-ih godina.

Ceo skup nacionalnih bankarskih sistema ima još nekoliko bitnih zajedničkih osobina: u uslovima visoke zavisnosti od inostranog kapitala, snažan pad kapitalnih priliva izaziva kontrakciju domaće potrošnje i oštro prilagođavanje tekućeg bilansa plaćanja. U svim posmatranim zemljama zabeleženi su, na početku krize, blagi oblici bankarske panike (povlačenja depozita) i zaoštavanje uslova kreditiranja. Ceo skup tih zemalja je, osim Albanije, registrovao, bar u jednoj godini, signifikantan pad dinamike i nivoa privredne aktivnosti tokom trajanja prve faze krize privatnog duga 2008–2010. godine.

Reakcije države na prvi talas krize registrovane su u svim zemljama, ali sa različitim efektima. Efikasnost regulatornih odgovora na krizu zavisila je dominantno od bazičnih konfiguracija ekonomskih politika. Antikrizne politike su u finansijskom sektoru imale za cilj sprečavanje kreditnog „loma“ i održavanje finansijske stabilnosti. Osnovni ciljevi makroprudencione regulacije su u većini zemalja bili dvojaki: održavanje stabilnosti eksternog zaduživanja i održavanje rasta ponude kredita. Relaksacija obaveznih rezervi je registrovana u gotovo svim zemljama regiona. Uopšteno, ove politike su ostvarile taj cilj. Rast kreditne aktivnosti je održan.

Glavne razlike u regulatornim odgovorima na krizu uočavaju se u politikama kursa. Crna Gora je oficijelno evroizovana zemlja, a Bosna i Hercegovina ima valutni odbor. U Hrvatskoj i Makedoniji je sprovedena politika kvazifiksnog kursa. Srbija i Albanija su vodile politiku kontrolisano fluktuirajućeg kursa nacionalnih valuta. Monetarne politike preko tzv. kamatnog kanala ne postoje u Crnoj Gori i Bosni i Hercegovini. Ove razlike su bitne jer visok nivo i brzi rast valutnog rizika u uslovima dvovalutnog sistema kombinovan sa snažnim efektima prenosa (engl. *the pass-through*) na domaće cene, doveli su do povremenih epizoda ubrzanja inflacije. Druga važna posledica ove politike bila je prelivanje (engl. *spill over*) valutnog u kreditni rizik. Ova pojava je posebno signifikantna u Srbiji, jer je njen korporativni sektor visoko zadužen u inostranstvu.

* Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Sve zemlje iz ovog skupa su u prvom udaru finansijske krize izbegle pojavu dvostruke, valutne i bankaske krize (engl. *currency-cum-banking crises*). Bankarski sistemi su ostali relativno stabilni, likvidni i relativno profitabilni. Veliki rizik kombinovanja valutne i bankarske krize je izbegnut ne samo zbog visoke kapitalne adekvatnosti nacionalnih finansijskih sistema uoči krize, nego i zbog relativno visoke efikasnosti makroprudencionih mera koje su usvajale centralne banke u regionu. Ipak, rizik aktiviranja uparene, valutno-bankarske krize nije potpuno uklonjen, jer neke od ovih zemalja, naročito Makedonija i Hrvatska imaju ekstremno duboke spoljne neravnoteže koje su se tokom cele decenije uvećavale, dok je kurs njihovih nacionalnih valuta ostajao gotovo fiksiran.

Optimizam generisan očekivanjama da je krizni proces završen – kratko je trajao. Drugi talas krize, iniciran krizom javnog duga u Evropskoj uniji preti novim poremećajima u ovom skupu zemalja. Osnovni transmisioni mehanizam krize postaje bankarski sektor.

Tekst koji sledi organizovan je u dve celine: u prvom delu analiziraju se posledice prve faze kriznog procesa. U drugom delu teksta analiziraju se rizici s kojima se bankarski sistem Srbije i uporedivih zemalja suočava u sadašnjoj fazi krize javnog duga.

1. Komparativna analiza posledica prvog talasa krize na bankarske sisteme zemalja Jugoistočne Evrope

1.1. Brzi rast ponude kredita

Ubrzani rast kreditne aktivnosti banaka u Srbiji i uporedivim zemljama JIE započinje relativno kasno, tek 2003. godine. Inicijalni nivo kredita bili su u tim zemljama različiti usled različitih efekata bankarskih kriza koje su ove zemlje preživele tokom 90-ih godina. Albanija i Srbija su na početku procesa obnove imale najnižu vrednost stoka kredita. Ukupni krediti u Srbiji su krajem 2002. godine dostizali nivo od oko 10% BDP-a, što je posledica duboke krize tokom 90-ih i gašenja banaka iz jezgra nacionalnog bankarskog sistema. Likvidacija ove grupe banaka početkom 2002. godine dovela je do smanjivanja bilansne sume sektora za oko 65%.

Bez obzira na različite vrednosti stoka kredita u pojedinim zemljama njihovi bankarski sistemi se mogu jednoznačno kvalifikovati kao nerazvijeni. Najveći deo nasleđenog stoka kredita bio je plasiran sektoru preduzeća. Usled toga je tražnja za kreditima, naročito iz sektora stanovništva – bila vrlo visoka i gotovo neelastična u odnosu na kamatnu stopu. Uslovi za brzu kreditnu ekspanziju bili su stvoreni u svim posmatranim zemljama kada su bili dostupni izvori njegove ponude. Kamatne stope u EU su bile relativno niske, a tražnja za kreditom u Jugoistočnoj Evropi vrlo visoka. Potencijal rasta bankarskog sektora je, dakle, bio nedvosmisleno visok. Proces ubrzanog rasta se aktivirao. Neke osobine ovog procesa dopuštaju njegovu kvalifikaciju kao „kreditnog buma“ ali je, tipološki on bliži obrascu finansijskog produbljavanja (engl. *financial deepening*).

U inicijalnoj fazi kreditne ekspanzije najveće stope rasta se registruju kod kredita sektoru domaćinstva. Krediti stanovništvu na početku procesa ubrzanja su, i apsolutno i relativno, bili mali. Usled toga je tražnja za kreditima iz ovog sektora bila vrlo visoka. Nivo zaduženosti stanovništva u ovoj fazi evolucije je nizak, a stopa defaulta bliska nuli. Dinamika rasta kredita sektoru domaćinstava se registruje u svim zemljama. U slučaju Srbije, u prve tri godine ekspanzije signifikantno je veća nego ukupnih kredita.

Nosioci ubrzanog rasta kredita su bile, dominantno, inostrane banke. One su koristile velike razlike u kamatnim stopama na tržištu Srbije i zemalja EU i unosile velike stokove kapitala. Domaća štednja, na koju su bile primarno usmerene tzv. domaće banke, nije bila dovoljna za finansiranje ekspanzije rasta kredita ni po obimu, ni po ročnoj strukturi jer su u njoj dominirali depoziti po viđenju. Uvoz inostrane štednje je bio primarni izvor obnove kreditne aktivnosti u svim posmatranim zemljama. Gotovo tipološko ponašanje svih nacionalnih bankarskih sistema JIE jeste upravo u ovom segmentu: ekspanzija ponude kredita se finansira pretežno iz zaduživanja banaka kod svojih matica u inostranstvu. Tako su, u slučaju Srbije, obaveze poslovnih banaka prema inostranstvu počele ubrzano da rastu u isto vreme kada je počeo i rast ponude kredita. Najveće nominalne stope rasta od 257,50% i 129,65% zabeležene su u 2004. i 2005. godini. Kapital banaka u Srbiji je značajno porastao u 2006. godini (kada je zabeležena njegova najveća stopa rasta od 62,34%, prvenstveno kao posledica donošenja odluke o usklađivanju rasta plasmana sa kapitalom banke). Ukupni depoziti bankarskog sektora (bez države) rastu znatno sporije od kredita. Rast ponude kredita i depozita je bio praćen i rastom nivoa evroizacije: rast deviznih depozita je tokom čitavog posmatranog perioda bio veći od rasta dinarskih depozita¹.

¹ Detaljniji opis u: Vuković, V., (2009), *Strukturne promene i performanse bankarstva Srbije*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 51 i dalje

Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope

Centralne banke u regionu su, načelno, registrovale rizike kreditne ekspanzije i preduzimale mere za njeno usporavanje i kontrolu. Izuzetak je centralna banka Crne Gore, koja nije značajnije obuzdavala rast kredita. Centralna banka Srbije imala je najoštrije mere usmerene na zaustavljanje brzog rasta kredita. Najznačajnije su bile sledeće mere:

- smanjivanje likvidnosti banaka i aktiviranje operacije na otvorenom tržištu (repo) uz povećanje kamatne stope, što je aktiviralo mehanizam kamatno-kursne arbitraže,
- uvođenje prohibitivnog sistema obaveznih rezervi,
- limitiranje bruto plasmana stanovništvu u visini 200% vrednosti kapitala banke,
- upotreba prudencionih normi za kontrolu kreditne ekspanzije.

Rezultati primene ovog mehanizma jesu značajni, ali su bili nedovoljni za povlačenje rastućeg viška likvidnosti. Visoke kamatne stope na repo transakcije dodatno su uticale na priliv stranog kapitala. Drugi skup mera koji je aktivirala Narodna banka Srbije (NBS) je bio prohibitivni sistem obaveznih rezervi¹. Interesantno je da je iz ovog sistema izuzeta je ponuda hipotekarnih kredita za kupovinu stanova, iako je rast ove vrste kredita bio vrlo brz. Osim obavezne rezerve, NBS je donela niz prudencijalnih mera za ograničenje kreditnog rasta. Prva grupa ovih mera se odnosi na klasifikaciju bilansne aktive i vanbilansnih stavki prema stepenu naplativosti i visini posebne rezerve. Tokom 2004. godine doneto je nekoliko odluka prema kojima je banka dužna da svako potraživanje po kreditu odobreno fizičkom licu, čija je mesečna rata (uključujući i obaveze po već korišćenim kreditima) veća od 30% mesečnih primanja dužnika i čije je učešće ili depozit manji od 20% pozajmice – svrsta u najrizičnije plasmane (kategorija D) za koje će izvršiti stopostotno rezervisanje.

Reakcija bankarskog sektora na snažne mere kočenja kreditne aktivnosti je razvijanje alternativne strategije rasta kredita putem tzv. prekograničnih (engl. *cross border*) kreditiranja. Domaća preduzeća su se, posredovanjem banaka iz sastava panevropskih bankarskih grupa, zaduživala direktno kod inostranih, (austrijskih, grčkih i italijanskih) banaka. Iako ceo proces prati trend smanjivanja kamatnih stopa – održava se visoka vrednost kamatnog diferencijala, definisanog kao razlika između nivoa kreditnih kamatnih stopa na tržištu kredita Srbije i kreditnih tržišta u zemljama vlasničkog porekla banaka (Austrija, Italija, Grčka).

Rastuća ponuda kredita, promene realnog kursa i konkurencija na nacionalnim tržištima dovela je u svim posmatranim zemljama do dve vrste važnih posledica: (a) smanjivanja kamatnih stopa i (b) rasta nivoa zaduženosti privatnog sektora cele grupe zemalja. Prosečna stopa rasta indikatora dubine bankarskog sektora (količnik ukupnog iznosa datih kredita i BDP-a) u periodu od 2004. do 2010. godine iznosila je oko 20%. U nekim zemljama je rast bio ekstremno brz (Crna Gora) i zasnovan gotovo isključivo na inostranoj štednji.

Tabela L1-1. Kreditna ekspanzija u zemljama Jugoistočne Evrope 2004–2010.

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Plasmani privatnom sektoru (u procentima BDP-a)							
Albanija	9,5	15,2	22,1	29,1	35,1	36,6	37,4
Bosna i Hercegovina	36,9	43,7	47,9	54,3	57,8	57,3	57,8
Hrvatska	48,8	53	60,1	63,1	64,4	65,9	70,1
Makedonija	21,5	24	29	35,3	42,1	43,5	45,3
Crna Gora	14,6	17,9	36,3	80,2	86,9	76,4	68,6
Srbija	22,9	29	29,1	35,2	40,2	45,1	51,4
Godišnje promene količnika krediti/BDP, u procentima							
Albanija	-	60,4	45,5	35,3	17,4	4,3	2,4
Bosna i Hercegovina	-	18,4	9,8	13,2	6,5	-0,9	1
Hrvatska	-	8,5	13,4	4,9	2,1	2,3	6,4
Makedonija	-	11,7	20,5	22	19	3,5	4,1
Crna Gora	-	22,8	102,2	121,2	8,3	-12,1	-10,2
Srbija	-	26,2	0,6	20,8	14,2	12,1	14

Izvori: Cocozza, E., Colabella, A., and F. Spadafor (2011), „The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe“, *IMF Working Paper*, WP/11/300; IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook database (September 2011).

1.2. Neke posledice ubrzanog rasta ponude kredita

Rizici ubrzanja rasta kredita, koji u to vreme nisu bili vidljivi, kasnije su se ispoljili. Prvi veliki rizik kreditne ekspanzije – nastao je usled potcenjivanja kreditnog rizika koji nastaje zbog proširenja klijentske baze i precenjivanja njihove kreditne sposobnosti. Ova pojava se uobičajeno događa u uslovima ubrzanog kreditnog rasta. Posledice su vidljive danas: brzi rast ponude kredita je, posle poremećaja izazvanih krizom, izazvao rast učešća rizičnih u ukupnim kreditima (Tabela L1-2). Bankarski sistemi ove grupe zemalja su tokom poslednje tri godine pogođeni rastom kreditnog rizika i smanjivanjem prinosa na kapital (ROE).

Tokom 2010. godine kreditna aktivnost banaka u regionu se usporila pod uticajem rastuće averzije prema riziku i zaoštavanja kreditnih standarda u bankama maticama. Smanjivanje eksternih izvora finansiranja dovelo je do pojačavanja konkurencije na lokalnim tržištima depozita što je uvećavalo depozitne kamatne stope i smanjivalo neto kamatnu marginu. Ovaj faktor je, pored rasta rezervacija za nenaplative kredite, izazvao smanjivanje profitabilnosti bankarskih sistema tih zemalja, a u nekim slučajevima i potencijal rasta.

Tabela L1-2. NPL, prinos na kapital i kapitalna adekvatnost banka u zemljama Jugoistočne Evrope

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
NPL (u procentima ukupne aktive)						
Albanija	2,3	3,1	3,4	6,6	10,5	13,9
Bosna i Hercegovina	5,3	4	3	3,1	5,9	11,4
Hrvatska	6,2	5,2	4,8	4,9	7,8	11,2
Makedonija	15	11,2	7,5	6,7	8,9	9
Crna Gora	5,3	2,9	3,2	7,2	13,5	21
Srbija	–	–	–	11,3	15,5	16,9
Prinos na kapital (ROE, u procentima)						
Albanija	22,2	20,2	20,7	11,4	4,6	7,6
Bosna i Hercegovina	6,2	8,5	9	4,3	0,8	–5,5
Hrvatska	15,1	12,7	10,9	9,9	6,4	7
Makedonija	7,5	12,3	15	12,5	5,6	7,3
Crna Gora	6,1	11,6	10,6	–6,6	–6,9	–27,0
Srbija	6,5	9,7	8,5	9,3	4,6	5,4
Kapitalna adekvatnost (u procentima rizikom ponderisane aktive)						
Albanija	18,6	18,1	17,1	17,2	16,2	15,4
Bosna i Hercegovina	17,8	17,7	17,1	16,3	16,1	16,2
Hrvatska	15,2	14,4	16,9	15,4	16,6	18,8
Makedonija	21,3	18,3	17	16,2	16,4	16,1
Crna Gora	27,9	21,3	17,1	15	15,8	15,9
Srbija	26	24,7	27,9	21,9	21,3	19,9

Izvori: Cocozza, E., Colabella, A., and F. Spadafor (2011), „The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe“, *IMF Working Paper*, WP/11/300; IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook database (September 2011).

Glavni efekti prvog talasa krize na bilanse banaka jesu *rast kreditnih rizika* (NPL) i smanjivanje njihove rentabilnosti. Kapitalna adekvatnost banaka u regionu je još uvek na visokom nivou i daleko iznad regulatornih zahteva EU. Pojačana supervizija banaka u periodu pre krize uspostavila je relativno visoke standarde klasifikacije plasmana i kapitalne adekvatnosti. Pre prvog udara ekonomske krize, krajem 2008. godine, kapitalna adekvatnost banaka u tim zemljama je varirala u intervalu od 17% u Hrvatskoj do 28% u Srbiji. Uvećanje kreditnog rizika u tim zemljama je tokom prethodne tri godine dovelo do značajnog smanjivanja kapitalne adekvatnosti banaka. Ipak, sadašnji nivo kapitalne adekvatnosti je još uvek iznad novih regulatornih zahteva EU od 9% na prvom nivou kapitala.

Druga važna činjenica jeste bitno smanjivanje profitabilnosti banaka u tim zemljama. Tehnički, smanjivanje profitabilnosti je posledica smanjivanja neto kamatnih marži i rasta ispravki vrednosti i rezervisanja za potencijalne gubitke. Smanjivanje kamatne marže je posledica rastuće konkurencije i smanjivanja tražnje za kreditima usled snažnih recesivnih pritisaka.

Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope

Treća bitna činjenica, koja će na srednji i dugi rok uticati na performanse bankarstva – jeste visoka eksterna zavisnost nacionalnih bankarskih sistema od inostranstva. Finansiranje kreditne ekspanzije uvozom štednje (Tabela L1-3.) imalo je za rezultat brzo smanjivanje neto inostrane aktive banaka, odnosno rast njihove zaduženosti (negativni predznak u Tabeli L1-3). Ovakva struktura bilansa stanja bankarskih sistema JIE sadrži potencijal aktiviranja šoka, koji bi brzo mogao aktivirati probleme spoljne likvidnosti tih zemalja i, konsekvntno – brzu depresijaciju lokalnih valuta. Ovaj proces bi ubrzao rast valutnog rizika i njegovu konverziju u kreditni rizik u uslovima brze deprecijacije valuta.

Tabela L1-3. Promene neto inostrane aktive banaka u Jugoistočnoj Evropi (u procentima BDP-a)

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Albanija	9,4	8,8	8,2	6,3	0,5	2,6	7
Bosna i Hercegovina	-4,7	-8,5	-8,8	-7,4	-13,0	-11,6	-8,0
Hrvatska	-7,3	-11,9	12,5	-5,9	-7,7	-9,3	-10,9
Makedonija	9,7	7,9	7,1	4	0	0,4	-0,2
Crna Gora	-1,1	2,3	-1,4	-17,0	-32,6	-23,9	-17,6
Srbija	-1,3	-7,4	-12,8	-8,3	-8,5	-12,4	-12,9

Izvori: Cocozza, E., Colabella, A. and F. Spadafor, „The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe”, *IMF Working Paper*, WP/11/300. IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook database (September 2011)

Makroekonomska konsekvna ovog procesa jeste rast spoljnog duga svih posmatranih zemalja tokom trajanja prve faze krize. Dok se javna komponenta eksternog duga relativno stagnirala ili opadala privatno zaduživanje je raslo. U slučaju Srbije glavni uzročnik rasta eksternog privatnog duga i pre i tokom krize jeste direktno zaduživanje lokalnih kompanija kod banaka matica koje imaju svoje supsidijare na nacionalnom tržištu (engl. *cross-border borrowing*). Ovaj fenomen se može definisati kao poseban slučaj regulatorne arbitraže, preko koje su banke izbegavale prohibitivni sistem obaveznih rezervi. U slučaju Crne Gore i Hrvatske akumulacija spoljnog duga je dominantno posledica zaduživanja domaćih banaka kod svojih matica. Na ovaj način je očuvan kapacitet tih zemalja zaduživanju u inostranstvu. Komercijalne banke u inostranom vlasništvu su stalnim unosom dodatnog kapitala uvećavale devizne rezerve centralnih banaka tih zemalja i na izvestan način preuzimale ulogu zajmodavaca u krajnjoj instanci (engl. *lenders of last resort*)². Kurs nacionalnih valuta u Makedoniji i Hrvatskoj se, tako, mogao održavati i tokom trajanja prve faze finansijske krize na gotovo nepromenjenom nivou. Ključni problem za budućnost jeste održivost ovakvog mehanizma.

Tabela L1-4. Stope obavezne rezerve i promene od početka 2010. godine u odabranim zemljama

Zemlja	Stopa obavezne rezerve	Korekcije od Q1 2010.
Srbija	0% na dinarsku osnovicu, ročnost preko dve god.	Q2 2010 – smanjenje stopa
	5% na dinarsku osnovicu, ročnost do dve god	Q1 2011 – uvođenje ročne diferenciranosti, korekcija izdvajanja u dinarima
	25% na deviznu osnovicu, ročnost preko dve god.	
	30% na deviznu osnovicu, ročnost do dve god	
Hrvatska	14% jedinstvena stopa	Bez promena
Crna Gora	10% jedinstvena stopa	Bez promena
Makedonija	10% na denare	Bez promena stope
	20% na denare sa val.klauz.	
	13% na devize	
Rumunija	15% na lev	Q2 2011 – smanjenje stope na deviznu osnovicu, uvođenje ročne diferenciranosti
	20% na deviznu osnovicu	

Izvor: Centralne banke navedenih država

rezerve na devize u Srbiji su najviše u regionu, ali je tokom trajanja krize taj jaz znatno smanjen.

Najveći rizik za bankarske sisteme zemalja JIE, i uoči i nakon prvog talasa krize, jeste naglo zaustavljanje kapitalnih priliva i, u dramatičnom ishodu, aktiviranje tokova povlačenja kapitala. Ovaj problem je prepoznat na samom početku kriznog procesa. Pošto su bankarski sistemi te grupe zemalja pod dominacijom zapadnoevropskih banaka, na

1.3. Reakcije centralnih banaka i vlada

Centralne banke u regionu su, zajedno sa državom, nastojale da očuvaju ponudu kredita i izbegnu kreditni slom. U većini slučajeva su centralne banke smanjivale stope obaveznih rezervi, dok je u Srbiji Vlada lansirala program subvencionisanja kredita. Srbija je imala relativno visoku deprecijaciju i inflaciju pa je NBS, tek početkom 2010. godine izvršila prvu korekciju stopa i na dinarsku i na deviznu osnovicu, a zatim ponovo u februaru 2011. godine. U odnosu na druge zemlje u regionu (Tabela L1-4) – obavezne re-

² Više argumenta u: Cocozza, E., Colabella, A. and F. Spadafor (2011), „The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe”, *IMF Working Paper*, WP/11/300.

vreme je postignut sporazum Vlada i banaka koje imaju svoje supsidijare na ovim tržištima, a koji je smanjio rizik odliva finansijske imovine. Ovaj aranžman (European Bank Coordination Initiative – EBCI), poznat i kao Bečka inicijativa je, uz posredovanje EBRD i MMF-a, imao za rezultat održavanje nivoa izloženosti banaka na nivou koji je jednak ili veći od onog na kraju 2008. godine. Produženja rokova dospelih kredita su sprečila odliv resursa sa tržišta JIE. Ovaj aranžman je imao posebno pozitivne efekte na bankarske sisteme Srbije i Bosne i Hercegovine. U nekim zemljama je registrovan čak i dodatni priliv kapitala, tako da je poremećaj velikih razmera, koji je pretio celom regionu, bio sprečen³. Tako su rizici koje generiše visoka zavisnost bankarskih sistema zemalja JIE od inostrane štednje, tokom prvog talasa krize, uspešno amortizovani. Makroprudencione mere koju su preduzimale centralne banke – tokom prethodne decenije su formirale velike kapitalne i likvidnosne rezerve u sistemu. Relativno veliki kapitalni i likvidnosni baferi, koji su proaktivnom supervizijom formirani pre izbijanja krize, danas predstavljaju rezerve bitne za održavanje stabilnosti u drugoj fazi krize. Iako su iskustva supervizije različita od zemlje do zemlje, pokazalo se da su centralne banke iz regiona koje su obuzdavale kreditnu ekspanziju racionalno procenjivale rizike ovog procesa.

1.4. Strukturni problemi bankarstva JIE na srednji i dugi rok: visok nivo evroizacije i prelivanje valutnog u kreditni rizik

Bankarski sistemi svih zemalja JIE su duboko evroizovani. Iako je, posle perioda visoke inflacije i nestabilnosti, transakciona evroizacija (upotreba inostrane valute u razmeni) smanjena, tzv. finansijska evroizacija (udeo inostrane valute u aktivni i pasivi) je ostala vrlo duboka. Na početku krize 2008. godine, krediti i slični plasmani su bili denominovani ili indeksirani evrom u rasponu od 50 do 60% u Makedoniji do 80 do 90% ukupne sume u Hrvatskoj.

Rezistentnost ove dve vrste evroizacija je poledica beznadežno dubokog deficita štednje koji postoji u ovim zemljama i relativno velikog priliva doznaka. Domaća štednja je niska, a poverenje stanovništva i preduzeća u stabilnost nacionalnih valuta nisko. Visok nivo evroizacije se održava čak i u zemljama koje su imale stabilne valute (BiH) ili su vodile aktivne politike deevroizacije. Visoke doznake koje šalje stanovništvo tih zemalja iz Zapadne Evrope održava relativno visoku ponudu i laku dostupnost inostranih valuta. Inostrane banke uvoze štednju denominovanu u evru. Konverzija ovih stokova u kredite denominovane u lokalnim valutama ima za posledicu uvećanje kreditne kamatne stope za iznos premija na valutni rizik. Realistično je pretpostaviti da bi brza i represivna deevroizacija značajno uvećala prosečan nivo kamatnih stopa i promenila uslove konkurencije na tržištima tih zemalja.

Dominacija štednje denominovane u evrima na tržištu depozita i inostranih banaka na tržištu kredita zemalja JIE – nametnula je i dominantan obrazac zaštite od valutnog rizika. Inostrane banke su bile u mogućnosti da prevladaju valutni rizik na zajmoprime, a da u isto vreme održavaju valutnu ravnotežu u svojim bilansima. Ispostavilo se da ovo nije idealna zaštita od valutnog rizika. U zemljama koje imaju politike fleksibilnog kursa se, pri svakoj jačoj deprecijaciji, rizik deviznog kursa prelijeva u kreditni rizik jer su lokalni zajmoprime većinu svojih prihoda ostvarivali u tim valutama. U sadašnjim uslovima, kada je pasiva bilansa stanja bankarskih sistema zemalja JIE pretežno denominovana u evrima, prostor deevroizacije je ograničen, a rizik prelijevanja valutnog u kreditni rizik vrlo visok.

Kreditni rizik se može uvećavati i brže od dinamike deprecijacije usled nepovoljne sektorske strukture plasmana banaka. Sektori koji su pogođeni razmanskim efektima krize pokazuju brže smanjivanje kreditne sposobnosti od promene kursa. Veliki deo plasmana nastalih u prethodnoj deceniji je alociran u sektorima koji proizvode nerazmenljiva dobra i usluge. Prihodi zajmoprime iz sektora usluga, na primer, dominantno su u lokalnim valutama. Deprecijacija lokalnih valuta uvećava kreditni rizik ovih zajmoprime brže, zbog nepovoljne valutne strukture njihovih bilansa stanja. U ovom trenutku najveći problem prelijevanja valutnog u kreditni rizik ima Srbija, dok su zemlje sa striktnim fiksnim kursom ili kvazifiksnim kursom trenutno pošteđene ovog uticaja, mada se u njima registruje rast NPL.

Problem prelijevanja valutnog u kreditni rizik se može proširiti i na Makedoniju i Hrvatsku u okolnostima zaustavljanja priliva i/ili odliva kapitala. U uslovima značajnijeg odstupanja tekućeg kursa od makroekonomskih ravnotežnih vrednosti deprecijacijski pritisci će se, pri smanjenom dotoku kapitala, dodatno uvećati. Tražnja za devizama, osim uobičajenih izvora, ima i dodatni snažan generator: naime, ukoliko inostrane banke primene strategiju smanjivanja aktive plasirane u JIE kao osnovu prilagođavanja novim kapitalnim zahtevima, velike bilansne pozicije (kreditni denominovani u lokalnim valutama i indeksirani krediti) će se konvertovati u inostranu valutu na nacionalnim deviznim tržištima. Povlačenje ove imovine u inostranstvo će dodatno ubrzavati depresijaciju. Raspoložive devizne rezerve centralnih banaka su relativno male u odnosu na vrednost ovih pozicija u bilansima banaka. Usled toga,

3 Detaljnije u: Cocozza, E., Colabella, A. and F. Spadafor (2011), „The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe“, *IMF Working Paper*, WP/11/300

devizne rezerve će se brzo smanjivati (što se registrovalo i u epizodama deprecijacije nacionalnih valuta tokom 2009. i 2010. godine). Lokalne valute će u tim uslovima ubrzano deprecirati, valutni rizik će se uvećavati, kreditni rizik će kao posledica rasti, dok će se kapitalna adekvatnost banaka smanjivati.

U takvim okolnostima je moguće na srednji i dugi rok očekivati formiranje spirale brzog pogoršanja stanja sa sledećim bitnim elementima: brza deprecijacija, aktiviranje mehanizma prenosa efekata deprecijacije na inflaciju, brzi rast kreditnih rizika i, konsekvatno, uvećanje potreba za dodatnim kapitalom. Na kratak rok će biti verovatno smanjeni prilivi kratkoročnih plasmana u kredite za likvidnost i u trezorske zapise čija se tražnja napaja inostranim sredstvima. Nedovoljna tražnja i rast kamatnih stopa na kratkoročnim plasmanima državi može otvoriti problem finansiranja budžetskog deficita. Očekivana posledica u realnom sektoru jeste zaoštavanje problema likvidnosti.

2. Druga faza krize i problemi prilagođavanja bankarstva Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope

2.1. Definisane probleme

Tabela L1-5. Nedostajući kapital banaka, po zemljama (u milionima evra)

Austrija	3.923
Belgija	6.313
Kipar	3.531
Nemačka	13.107
Estonija	26.170
Francuska	7.324
Grčka	30.000
Italija	15.366
Holandija	159
Norveška	1.520
Portugalija	6.950
Slovenija	320
Ukupno	114.685

Izvor: EBA Press Release, 8th December, 2011.

Kriza javnog duga u zemljama Evropske unije i način njenog rešavanja su aktivirali veliki problem, koji može značajno uticati na stanje i evoluciju bankarskih sistema zemalja JIE. Naime, 26. oktobra 2011. godine Evropski savet je doneo odluku da se koeficijent kapitalne adekvatnosti na nivou osnovnog kapitala uveća na 9% do 30. juna 2012. godine. Evropsko regulatorno telo za bankarstvo⁴ (EBA) je 8. decembra 2011. godine objavilo formalne preporuke i konačne podatke o potrebnim sredstvima za dokapitalizaciju.⁵ Banke se upućuju da iskoriste privatne izvore finansiranja dodatnog kapitala: reinvestiranje profita, redukciju isplata za bonuse, nove emisije običnih akcija i „ostale mere upravljanja pasivom“. EBA je saopštila i iznos potrebnog dodatnog kapitala i po zemljama i po bankama. Ukupni dodatni kapital je definisan na nivou od 114,7 milijardi evra. Iznosi dodatnog osnovnog kapitala po zemljama dati su u Tabeli L1-5.

Izvesno je da za neke zemlje, koje imaju duboka finansijska tržišta i veliki fiskalni kapacitet, dokapitalizacija ovih razmera nije težak problem. Za Estoniju i Grčku to može biti ozbiljan problem. Koje su moguće posledice odluke EBA na ponašanje afilijacija evropskih banaka u zemljama Jugoistočne Evrope? Odgovor na ovo pitanje zavisi od nivoa povezanosti bankarskih sistema svake zemlje sa zemljama maticama. Problem banaka iz Grčke će se izvesno prelivati i na zemlje u kojim posluju njihove afilijacije.

Uticao krize na svaku pojedinačnu zemlju zavisi od potencijala rasta, rentabilnosti i rizika njihovih bankarskih sistema. Što je niži potencijal rasta i rentabilnost bankarske delatnosti – to je veća verovatnoća povlačenja kapitala. Glavni unutrašnji problemi bankarstva zemalja JIE, koji su vezani za strukturne osobine privreda u kojima posluju, ne dopuštaju pretpostavku o visokom potencijalu njihovog rasta. Sve ekonomije JIE su strukturno deformisane u smislu malog učešća sektora koji proizvode razmenljiva dobra u BDP-u. Usled toga su njihove platnobilansne pozicije stalna pretnja makroekonomskoj stabilnosti. Visoki spoljni dug, koji je, pored ostalih činilaca, generisala i snažna kreditna ekspanzija u tim zemljama – može snažno opteretiti njihov budući privredni razvoj. Kritično je važan i nivo kreditnih rizika. Evropske banke će izbegavati privrede koje su opterećene visokim nivoom i očekivanim rastom kreditnih i valutnih rizika.

Druga grupa činilaca koji će uticati na buduće performanse banaka u zemljama JIE su locirani u zemljama porekla matičnih banaka, čije afilijacije kontrolišu ova tržišta. Snažna ekspanzija multinacionalnih bankarskih grupa na evropski Iistok i Jugoistok uvećala je konsolidovane bilanse bankarskih sistema u zemljama poput Austrije, Italije, Španije i Grčke – daleko iznad istorijskih vrednosti količnika sume kredita i BDP-a njihovih nacionalnih finansijskih sistema. Rast rizika tokom poslednje decenije je na dramatičan način otvorio pitanje stabilnosti ove strukture. Pragmatično formulirano, postavlja se pitanje da li ovakvi bankarski sistemi mogu održati solventnost na dugi rok?

⁴ The European Banking Authority – EBA

⁵ EBA Press Release, 8th December, 2011.

2.2. Moguće strategije prilagođavanja banaka novim kapitalnim zahtevima

Trenutne vrednosti pokazatelja kapitalne adekvatnosti u EU se značajno razlikuju od zemlje do zemlje. Prema raspoloživim podacima, na samom početku krize, krajem 2008. godine, agregatna vrednost ovog koeficijenta je varirala od minimalnih 6,91% procenata za Italiju, do maksimalnih 15% za Maltu.⁶ Realistično je pretpostaviti da je vrednost ovog indikatora tokom poslednje dve godine smanjena. U opisanim uslovima su, na različitim nivoima realističnosti, moguće tri osnovne strategije povećanja kapitalne adekvatnosti.⁷

Prva strategija može biti uvećanje kamatne marže povećanjem kreditnih (aktivnih) kamatnih stopa radi uvećanja i kasnijeg reinvestiranja neto profita.

Druga strategija može biti uvećanje osnovnog kapitala emisijom novih akcija uz zadržavanje postojeće strukture aktive. Ova strategija je povezana s prvom strategijom utoliko što bi povećanje kamatne marže uvećavalo neto profit u očekivanu vrednost akcija banaka. Skraćivanje perioda prilagođavanja bitno utiče na realističnost obe ove strategije.

Treća strategija jeste smanjivanje aktive, posebno rizične, što bi pri održavanju sadašnjeg nivoa osnovnog kapitala vodilo smanjivanju izloženosti rizicima i povećanju vrednosti koeficijenta kapitalne adekvatnosti na zahtevani nivo.

Sve tri navedene strategije jesu realistične pod određenim uslovima. Prva i druga strategija kao što je već rečeno, imaju za nužnu pretpostavku relativno dug period implementacije. Primena ovih strategija bi, nadalje imala za posledicu povećanje troškova kapitala za banke (u smislu uvećanja zahtevane stope prinosa) ali i za preduzeća (u smislu uvećanja zahtevane stope prinosa na kredit). Za razliku od njih, treća strategija se može realizovati u relativno kratkom roku.

Relativno kratak period prilagođavanja će verovatno biti glavni kriterijum izbora strategija i njihovih kombinacija. Ukoliko je period prilagođavanja relativno dug, banke imaju mogućnost primene prve dve strategije ili njihove kombinacije. Skraćivanje perioda prilagođavanja, što se i dogodilo odlukom EBA, isključuje postepeno povećavanje nivoa kapitalne adekvatnosti kao koncept i dovodi banke u situaciju bez izbora: smanjivanje aktive, posebno rizične (kontrakcija bilansne sume) ili, u optimističkoj varijanti ishoda, smanjivanje ponude kredita, posebno rizičnim klijentima (smanjivanje prirasta bilansne sume). Izbor prve ili druge varijante ove strategije zavisi od sledećih faktora:

- a) sadašnjeg nivoa kapitalne adekvatnosti banaka u svakoj pojedinačnoj zemlji. Zemlje JIE imaju, nakon prve faze krize, visoku kapitalnu adekvatnost. Zbog toga dodatni kapital u velikim razmerama nije potreban;
- b) stope rasta BDP-a date zemlje i, konsekvntno, potencijal rasta i rentabilnost nacionalnih bankarskih sistema su teško predvidive veličine. Realistično je pretpostaviti da će strukturni problemi u privredama JIE zaustaviti njihov rast i na kratak i na srednji rok. Konsekvntno, ne može se očekivati održavanje visoke stope rasta ponude kredita;
- c) nivoa naplativosti postojećeg stoka kredita. Sve zemlje JIE registruju rast NPL. Ovaj proces ugrožava sadašnji nivo kapitalne adekvatnosti banaka i povećava potrebe za dodatnim kapitalom.

Ukoliko banke imaju dovoljan nivo osnovnog kapitala i dovoljan nivo rezervi za kreditne rizike – one mogu nastaviti uvećanje bilansne sume ali, izvesno, po nižim stopama nego pre donošenja ove regulative.

Kombinacija druge i treće strategije bi imala za ishod izbegavanje redukcije aktive banaka ukoliko troškovi dodatnog kapitala budu relativno niski. Sadašnje stanje na tržištima kapitala karakteriše visoka zahtevana stopa prinosa. Konsekvntno, ova kombinacija strategija može biti realistična ukoliko se dodatni kapital obezbedi iz (relativno jeftinih) javnih izvora.

Realistično je pretpostaviti da će banke razvijati sopstvene strategije, koje će u većini slučajeva biti mešavina tri osnovne. Samo u ekstremnim slučajevima nemogućnosti pribavljanja osnovnog kapitala do zahtevanog nivoa biće primenjene oštre strategije redukcije aktive. Nisko verovatna jeste i druga strategija, osim ako se ne dogodi masivna nacionalizacija velikih evropskih banaka. Trenutno raspoloživi izvori za ove namene ne dopuštaju pretpostavku o visokoj realističnosti ove strategije. Ishod će zavisiti pretežno od daljeg toka odlučivanja u EU o rešavanju krize javnog duga.

⁶ Podaci Evropske centralne banke i Nomura Emerging Markets Research, *EEMEA Region View*, 04 November 2011.

⁷ Videti detaljnije u: Marzinotto, B. and J. Rocholl (2010), „The Unequal Effect Of New Banking Rules in Europe“, *Bruegel Policy Contribution Issue*, 2010/10 October 2010

2.3. Moguće posledice izbora strategije prilagođavanja

Uvećanje kamatnih marži radi povećanja kapaciteta reinvestiranja neto dobiti banaka može pojačati pritisak na investicione aktivnosti u realnom sektoru. Interne stope prinosa novih investicionih projekta ostaju, u ovim uslovima, ispod troškova njihovog finansiranja. Troškovi finansiranja obrtnog kapitala se takođe uvećavaju. U osnovi, ova strategija ima za rezultat usporavanje zaustavljanja investicija i smanjivanje buduće stope rasta BDP-a u svim zemljama JIE. Kredit će biti skuplji i teže dostupan, što na kratak rok može pojačati krizu likvidnosti.

Treća strategija ima najteže makroekonomske i mikroekonomske posledice. Realni sektor ne samo što odlaže investicije nego i tekuću aktivnost. Razlog za to je nemogućnost i/ili visoka cena finansiranja obrtnog kapitala. Posledice su smanjivanje BDP-a i stope zaposlenosti. Ove pojave se već registruju u nekim zemljama JIE. Intenzitet negativnih uticaja primene ove strategije zavisi od sledećih faktora:

- tipa finansijskog sistema – visoka zavisnost realnog sektora od banaka (bankocentrični sistemi) znači i veću verovatnoću i veći intenzitet uticaja ove strategije na realni sektor. Ukoliko sektor preduzeća nema alternativne izvore finansiranja (finansijska tržišta, institucionalni investitori) smanjivanje nivoa stoka ili dinamika rasta ponude kredita ima jači uticaj;
- dubine finansijskog sistema, merenog odnosom sume plasmana sektoru preduzeća i BDP-a – plitki finansijski sistemi imaju veću osetljivost na promene nivoa i dinamiku prirasta ponude kredita;
- nivoa zavisnosti datog finansijskog sistema od uvoza štednje – sistemi koji imaju visoku vrednost odnosa datih kredita i primljenih depozita imaju veću osetljivost na kontrakcije aktive u velikim multinacionalnim bankarskim mrežama. Ovi sistemi su izloženi i dodatnom riziku prenošenja poremećaja kroz mreže.

U radikalnijoj varijanti, tj. u slučaju smanjivanja stoka postojećih kredita, odnosno kontrakcije bilansne sume u kratkom roku – ova strategija može generisati i snažne makroekonomske šokove. Procena uticaja mogućih promena u ponašanju banaka zemalja EU na bankarstvo zemalja Jugoistočne Evrope zavisi ne samo od izbora dominantne strategije nego i od karakteristika njihovih nacionalnih bankarskih sistema. Tabela L1-6 sumira pregled glavnih osobina bankarskih sistema koje će uticati na ponašanje matičnih banaka.

Tabela L1-6. Potreban kapital i moguće strategije prilagođavanja bankarskih sistema zemalja JIE novim kapitalnim zahtevima EBA

	Potreban dodatni kapital (u mld. evra, i u % BDP-a)		Mogućnost prodaje kapitala /supsidijara	Profitabilnost inostranih banaka	Mogućnost dokapitalizacije od strane matice	Rizik povećanja leveridža	Rizik negativnog rasta
Srbija	0,7	2,2	Da, ali teško	Prihvatljiva	Ne	Balansiran	Visok
Hrvatska	0,5	1	Da, ali teško	Prihvatljiva	Ne	Balansiran	Visok
Albanija	0,2	2,1	Ne	?	Ne	Balansiran	Visok
Makedonija	0,2	2,1	Ne	?	Ne	Balansiran	Visok

Izvor: Podaci BIS-a i Nomura Emerging Markets Research, *EEMEA Region View*, 04 November 2011

Ukoliko strategija redukcije aktive u članicama bankarskih grupa van matičnih zemalja bude dominantni izbor prilagođavanja banaka novom kapitalnom zahtevu, ona će imati različite varijante zavisno od osobina matičnih banaka i banaka supsidijara. Realistično je pretpostaviti da bankarski sistemi zemalja koji imaju velike bilansne sume u odnosu na njihove BDP – nemaju drugu mogućnost izbora osim smanjivanja izloženosti u okolnostima kada se kreditni rizici u supsidijarima brzo uvećavaju. Ove banke će težiti što bržem povratku na matična tržišta bilo prodajom udela (kapitala) u svojim supsidijarima, bilo prodajom celih banaka supsidijara. Ova opcija će biti realistična na tržištima koja imaju visok potencijal rasta i visoku sadašnju profitabilnost bankarske delatnosti.

Zemlje JIE će biti prinuđene da prihvate strategiju prilagođavanja koja bude dominantna. Konsekvenca ovog nalaza je, približno, sledeća: u svim zemljama u kojima neće biti izvedeno brzo i efikasno prilagođavanje banaka novim kapitalnim zahtevima biće otežan, ako ne i potpuno zaustavljen – priliv dodatnog kapitala. Za sada su tog rizika lišene samo zemlje koje imaju visok potencijal rasta, visoku rentabilnost i niske rizike bankarskog sektora. U takvim okolnostima će eventualnu ekspanziju njihovih bankarskih sistema voditi afilijacije banka izvan Evropske unije, ili domaće banke koje imaju dovoljno visoku kapitalnu adekvatnost i dobar pristup globalnom i nacionalnom tržištu depozita.

3. Zaključna razmatranja i moguće mere

Izgleda da u ovom trenutku postoje i da će u bliskoj budućnosti biti još više argumenta u korist pretpostavke da je faza evolucije bankarstva u zemljama JIE završena. Dostignuta dubina finansijskih sistema tih zemalja, merena odnosom ukupnog kredita prema BDP-u ne dopušta kvalifikaciju tih sistema kao razvijenih. Ipak je obnova bankarske, posebno kreditne aktivnosti, izvedena u kratkom roku. Sledeća faza evolucije izvesno neće imati svojstva ubrzanog rasta ponude kredita. Velike ponude relativno velikih kredita verovatno neće biti ni na kratak ni na srednji rok. Rizici održavanja finansijske stabilnosti će se uvećati. Devizne rezerve centralnih banaka se neće moći uvećavati uvozom kapitala, pa će se razviti i dodatni rizici ubrzane deprecijacije lokalnih valuta.

Implicitni dokaz za ovu tvrdnju jeste i stav EBA koja je nedvosmisleno identifikovala da će skraćivanje rokova prilagođavanja biti ozbiljna prepreka održavanju kreditne aktivnosti banaka EU. Uprkos ovoj dijagnozi, odluka da se preduzme mera ubrzanog uvećavanja kapitalne adekvatnosti banaka jeste „...deo širokih napora obnavljanja poverenja u bankarski sistem EU...“⁸ Nacionalna regulatorna tela i EBA će se truditi da realizuju mere koje će obezbediti zadovoljenje zahteva održavanja nivoa kreditne aktivnosti banaka.⁹

Ukoliko nova regulatorna pravila izazovu ozbiljniju kontrakciju ponude kredita osnovni kanal napajanja kreditnog rasta u JIE će biti neaktivan. Kreditni rast u zemljama JIE će se značajno usporiti. Njegovo obnavljanje će biti u kratkom roku teško izvodljivo zbog strukturne nestašice domaće štednje.

Zemlje JIE, osim rizika redukcije rasta ponude kredita, suočavaju se i sa dva dodatna rizika: trenutnim zaustavljanjem priliva kapitala i aktiviranjem toka odliva kapitala. Gotovo sve zemlje JIE su izložene ovim rizicima. Prva aktuelna reakcija na rizike ubrzanog povećavanja kapitalne adekvatnosti i smanjivanja leveridža u evropskom bankarstvu jeste nedavna inicijativa EBRD-a za postizanje novog Bečkog sporazuma (tzv. Vienna 2.0). U suštini je reč o produženju aranžmana iz 2008. godine, kojim je izloženost evropskih banaka prema zemljama Istočne i Jugoistočne Evrope trebalo da ostane nepromenjena. Glavni rezultat prvog aranžmana je, kao što je rečeno, bio uklanjanje rizika povlačenja kapitala iz te grupe zemalja, što je smanjilo verovatnoću pojave šokova u njihovim finansijskim sistemima. Novi aranžman nije postignut i malo je verovatno da će biti postignut.

Pri procenjivanju verovatnoće postizanja i dužine trajanja novog Bečkog sporazuma valja imati u vidu rizike s kojima su suočene zemlje primaoci kapitala tokom poslednjeg talasa krize javnog duga. Problem koji je ostao nerešen prvim sporazumom jeste dugoročna perspektiva rasta kreditne aktivnosti banaka u ovom regionu. Rezultati ostvareni tokom gotovo tri godine trajanja ovog aranžmana nisu zadovoljavajući za banke iz EU. Glavni argument u korist ove procene jesu visoki i rastući kreditni rizici u većini zemalja iz ove grupe. Stope prinosa na investirani kapital su u većini zemalja relativno niske. Potencijal rasta bankarske delatnosti je u većini zemalja dramatično smanjen. Samim tim bi svaki novi Bečki sporazum zahtevao neke mehanizme kompenzacije potencijalnih rizika i gubitaka koje bi banke iz EU mogle pretrpeti u slučaju održavanja istog nivoa izloženosti ovim tržištima. Verovatnoća konačnog postizanja novog Bečkog sporazuma sada zavisi od mogućnosti Evropske unije da obezbedi potreban iznos za dokapitalizaciju banaka do nivoa koji je propisala EBA.

Dodatni argument u korist pretpostavke da drugi bečki aranžman neće biti postignut jeste činjenica da su regulatorna tela nekih zemalja (primer, Centralna banka Austrije) preduzela mere sa suprotnim namerama. Osnovni cilj ovih mera jeste smanjivanje rizika finansijske stabilnosti njihovih nacionalnih sistema smanjivanjem izloženosti banaka prema zemljama Istočne i Jugoistočne Evrope.

Ukoliko izostane nadnacionalna regulacija problema, moguće je očekivati jednu vrstu intervencionističkog haosa koja će nastati kao posledica različitih i međusobno konkurentnih regulatornih reakcija na nacionalnom nivou.

Prvi tip reakcije nacionalnih monetarnih politika može biti podizanje referentnih (regulatornih) kamatnih stopa koje bi trebalo da spreče bekstvo kapitala i depresijaciju nacionalnih valuta. Tako bi se u suštini podržala strategija povećavanja kamatne marže, što bi uz uobičajena ograničenja repatrijacije profita iz banaka supsidijara moglo uvećati njihovu kapitalnu adekvatnost. Na ove mere banke mogu aktivirati kontrastrategiju, odnosno mehanizme internih transfernih cena kredita i depozita. (Ove pojave su već registrovane u nekim zemljama JIE.) Uvećanje regulatornih kamatnih stopa će biti realistično, pa čak i nužno – ukoliko se aktivira reverzni proces odliva kapitala. Ove mere centralnih banaka bi mogle da prate i značajnije intervencije centralnih banaka na nacionalnim valutnim tržištima sa istim ciljem. Ukoliko bi bekstvo kapitala dominiralo ovim procesom, rizik destabilizacije i brzog smanjivanja

8 EBA Press Release, 8th December, 2011.

9 Ibidem

deviznih rezervi bi se uvećavao. Glavni razlog je velika nesrazmera denominovanih i indeksiranih kredita u evrima u odnosu na veličinu deviznih rezervi. Ukoliko se reverzni proces značajno ubrza devizne rezerve će se još brže smanjivati. Suprotni efekat bi bilo povlačenje pojedinačnih banaka putem mehanizma delimične prodaje kapitala ili celih banaka supsidijara.

Drugi mogući tip reakcije na nacionalnom nivou jeste instaliranje novih mehanizama kontrole tokova kapitala. Tradicionalni mehanizmi kontrole tokova kapitala su neefikasni u uslovima kada je nacionalni bankarski sistem pod kontrolom inostranih banaka. Oštre mere kontrole odliva kapitala će se, verovatno, preduzimati tek u krajnjoj nuždi, odnosno tek ukoliko se aktiviraju značajniji reverzni tokovi kapitala koji bi ugrožavali finansijsku stabilnost. Jedan od mogućih događaja koji mogu isprovocirati ovu vrstu reakcije jeste (već primećena) rekapitalizacija matičnih banaka od strane njihovih supsidijara. Kontrola tokova kapitala je, u principu, efikasna samo na kratak rok, dok na srednji i dugi rok deluje suprotno jer ograničava potencijalni dotok kapitala u budućnosti.

Treća moguća reakcija nacionalne kontrolne sfere može biti nacionalizacija pojedinih komponenti aktive banaka. Naime, državne ili paradržavne finansijske institucije bi kupovale neke komponente aktive komercijalnih banaka. U sadašnjim okolnostima ovo je malo verovatna opcija jer zemlje Centralne i Jugoistočne Evrope nemaju dovoljan fiskalni kapacitet za ove vrste operacija. Raspoloživi budžetski resursi će verovatno biti upotrebljeni za dokapitalizaciju manjih banaka u domaćem (pretežno državnom) vlasništvu. Takve banke i kvazibanke (tzv. razvojni fondovi i banke) postoje u svim zemljama regiona.

Na srednji i dugi rok razvoj bankarstva zemalja JIE postaje uslovljen nivoom i kvalitetom (ročnom i valutnom strukturom) domaće štednje. Ovaj strukturni jaz će biti vrlo teško prevazići, tako da će nekreditni kanali unosa kapitala (strane direktne investicije, doznake) postati bitni za finansiranje investicija i održavanje finansijske stabilnosti. U međuvremenu bi nacionalna regulativa trebalo da bude usmerena na povećanje agregatne stope štednje, aktiviranje mehanizama institucionalne štednje (osiguranje života, penziono osiguranje). Drugi važan startegijski pravac strukturnih reformi može biti osposobljavanje finansijskog tržišta za finansiranje realnog i javnog sektora. Reforme bi trebalo da povećaju nivo sigurnosti ovih instrumenata, posebno instrumenata javnog duga.

Literatura

- Cocozza, E., Colabella, A., and F. Spadafor (2011), „The Impact of the Global Crisis on South-Eastern Europe“, *IMF Working Paper*, WP/11/300
- EBA (2011), Press Release, 8th December, 2011
- IMF (2011), International Financial Statistics and World Economic Outlook database (September 2011)
- Marzinotto, B. and J., Rocholl (2010), „The Unequal Effect Of New Banking Rules in Europe“, Bruegel Policy Contribution Issue, 2010/10 October 2010
- Nomura Emerging Markets Research (2011), EEMEA Region View, 04 November 2011
- Podpiera, J., (2009) „Using Credit Subsidies to Counteract a Credit Bust: Evidence from Serbia“, WP/11/285
- Vuković, V., (2009), *Strukturne promene i performanse bankarstva Srbije*, Institut ekonomskih nauka, Beograd

Barijere za trgovinu uslugama u regionu CEFTA¹

Borko Handžiski i
Lazar Šestović*

Članice Sporazuma o slobodnoj trgovini u Centralnoj Evropi (CEFTA²) su u toku prethodne decenije ostvarile solidan ekonomski rast. To je naročito važno do otpočinjanja svetske ekonomske krize, koja je kao i ostatak Evrope teško pogodila većinu članica CEFTA. Izvoz je svakako doprineo tim prethodnim dobrim rezultatima, mada je učešće izvoza dobara i usluga u ukupnom autputu i dalje znatno niže nego u većini novih članica Evropske unije. Plan za postkrizni oporavak u praktično svim članicama CEFTA se bazira na povećanju izvoza. Iako bi ovo prevashodno podrazumevalo povećanje robnog izvoza, usluge takođe mogu da pruže značajan doprinos, kako direktno u obezbeđivanju izvoznih prihoda tako i kroz posredan efekat omogućavanja trgovine. Usluge već dominiraju privredama tog regiona i sada je potrebno raditi na realizaciji njihovog izvoznog potencijala. U privredama CEFTA koje nemaju izlaz na more izvoz usluga u proseku je oko 10 procenata BDP-a, dok u primorskim državama ovo učešće ide i do četvrtine BDP-a. I dok su članice CEFTA u značajnoj meri otvorile svoja tržišta za trgovinu robom, prevashodno zbog težnji pristupanja EU i Svetskoj trgovinskoj organizaciji (STO), još uvek postoje brojne prepreke za trgovinu uslugama. Neke od ovih prepreka, kao što je na primer mobilnost visokoobrazovane radne snage, generalnog su karaktera, tj. važe za sve sektore, dok su druge prepreke specifične za određene sektore. U ovom tekstu ukazujemo na opšte činioce koji ograničavaju trgovinu uslugama tih zemalja prema trećim zemljama, ali i na činioce koji određuju trgovinu uslugama u oblasti građevinarstva, informaciono-komunikacionih tehnologija i softvera, advokature i transporta. Prema našim nalazima, glavna opšta prepreka jeste kretanje radne snage, i to naročito stručne radne snage (premda je to karakteristično za mnoge delove sveta, uključujući Evropu). Gledano po sektorima – transport i advokatske usluge su najograničenije.

1. Značaj sektora usluga u članicama CEFTA¹²

Ukupno gledano uslužni sektori već obuhvataju najveći deo privrede u svim članicama CEFTA. U proseku, usluge se odnose na preko dve trećine bruto dodate vrednosti (BDV) u regionu. Udeo usluga u privredama Albanije, Bosne i Hercegovine (BiH), Hrvatske, Kosova i Crne Gore se kreće između 71% i 77% BDV. Jedina država u kojoj usluge pokrivaju manje od 60% BDV jeste Srbija, iako i tamo ovaj udeo kontinuirano raste u protekloj deceniji. Takođe, u većini zemalja, uslužni sektor raste brže od prosečne stope privrednog rasta. Izuzeci su Albanija, Kosovo i Crna Gora gde je udeo usluga, iako velik – na istom nivou u poslednjih nekoliko godina. U ovom smislu, članice CEFTA su blizu svom rangu prema BDP-u po glavi stanovnika – negde između srednje i visokorazvijenih država. Naime, udeo usluga u BDP-u u srednerazvijenim državama iznosi u proseku 53%, a u visokorazvijenim državama oko 73% (Svetska banka 2010c). „Nerazmenljive“³ usluge dominiraju privredama članica CEFTA, i tu najveći deo otpada na trgovinu na veliko i malo i poslove s nekretninama⁴. Trgovina na veliko i malo u proseku u tim zemljama doprinose sa oko 15% BDV, poslovi s nekretninama skoro 12%, a građevinska industrija oko 8% (mada u Albaniji i na Kosovu ovaj pokazatelj prevazilazi 10%). Statistički obuhvat profesionalnih usluga, koje su najznačajnije za podizanje konkurentnosti jedne ekonomije generalno je slab u tim zemljama, te se podaci o njima posebno i ne objavljuju već su sve te usluge najčešće grupisane pod stavkom „ostalo“, tako da ne postoji precizna informacija o njihovom doprinosu BDP-u.

Gledano zasebno po privredama članicama CEFTA, značaj pojedinih sektora usluga se u neku ruku razlikuje (v. Tabelu L2-1). U Albaniji, dva najbitnija sektora su trgovina (uključujući i hotele i restorane) i građevinarstvo, koji

* Ekonomisti Svetske banke

1 Ovaj tekst je sažetak radne studije koju je objavila Svetska banka u originalnom naslovu: „Barriers to Trade in Services in the CEFTA region“ 2011. godine.

2 Članice CEFTA su Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Makedonija, Kosovo, Moldavija, Crna Gora, Rumunija i Srbija. U slučaju Kosova, sporazum CEFTA je potpisala Misija Ujedinjenih nacija na Kosovu (UNMIK).

3 Nerazmenljivost ovde podrazumeva usluge koje zahtevaju prisustvo na lokaciji. Naravno, ovakve usluge postaju „razmenljive“ kroz 3. režim (režimi su razmotreni u Okviru 1).

4 Sektorski podaci o dodatnoj vrednosti nisu uvek uporedivi usled različitih statističkih standarda i klasifikacija sektora. Za potrebe ove studije mi smo izveštavali o sektorskim vrednostima onako kako su to činili nadležni statistički zavodi.

Barijere za trgovinu uslugama u regionu CEFTA

zajedno doprinose 37,5% BDV u periodu 2007–2009. godine. U istom periodu u Bosni i Hercegovini najveći značaj nose trgovina i poslovi vezani za nekretnine, sa oko 25% BDV-a, kao i u Srbiji gde je ovo učešće oko 31%; u Hrvatskoj dva najbitnija sektora jesu finansijske usluge (uključujući tu i nekretnine) i trgovina, koje doprinose sa oko 35% BDV. BJR Makedonija ima manji stepen koncentracije usluga, gde dva najbitnija sektora, trgovina i transport, pokrivaju manje od 25% BDV. U Crnoj Gori, dva najbitnija uslužna sektora su trgovina i transport, uz doprinos od oko 27% BDV (iako su poslovi s nekretninama tik uz ova dva prva sektora s razlikom manjom od jednog procentnog poena). Konačno, na Kosovu, za period 2005–2007. godine (za koje su dostupni podaci), dva najbitnija sektora predstavljaju poslovi s nekretninama (uključujući tu i profesionalne usluge) i trgovina na veliko i malo, koji donose oko 26,6% BDV.

Tabela L2-1. Učešće četiri najznačajnija uslužna sektora u BDP-u u pojedinačnim članicama CEFTA, 2007–2009

	2007	2008	2009
Albanija			
Trgovina (uključujući hotelske i ugostiteljske usluge)	22,2	22,1	22,2
Građevinarstvo	15,5	15,6	14,8
Transport	5,7	5,6	5,6
Poštanske i telekomunikacione usluge	4,5	4,5	4,6
Bosna i Hercegovina			
Trgovina na veliko i malo	15,6	16,4	15,7
Usluge vezane za nekretnine i poslovne usluge	11,2	10,2	10,8
Transport	8,7	8,3	8,3
Građevinarstvo	6,1	6,7	6,4
Hrvatska			
Finansijske i usluge vezane za nekretnine	22,9	22,9	24,4
Trgovina na veliko i malo	12,7	12,2	10,9
Transport	9,1	8,6	8,3
Građevinarstvo	7,7	8,3	8
BJR Makedonija			
Trgovina na veliko i malo	15,1	14,1	15
Transport	9,3	9,3	9
Građevinarstvo	6,6	5,7	5,9
Usluge vezane za nekretnine i poslovne usluge	4,1	4,9	4,9
Crna Gora			
Trgovina na veliko i malo	16,8	15,4	14,4
Transport	11,2	11,7	11,5
Usluge vezane za nekretnine i poslovne usluge	12	10,2	10,1
Građevinarstvo	7,3	7,7	6,5
Srbija			
Usluge vezane za nekretnine	18,2	18,5	19
Trgovina na veliko i malo	12,7	13,4	13,1
Transport	8,9	8,9	10,1
Građevinarstvo	5,2	5,6	5,2
Kosovo¹	2005	2006	2007
Usluge vezane za nekretnine i poslovne usluge	14,8	14,9	14,9
Trgovina na veliko i malo	11,8	11,9	11,4
Građevinarstvo	9,7	10,4	12
Transport	4,8	5,3	4,3

Izvor: Nacionalni statistički zavodi

1 U slučaju Kosova, sporazum CEFTA je potpisala Misija Ujedinjenih nacija na Kosovu (UNMIK).

Okvir1. Režimi pružanja i primeri usluga

Pitanje statističkog obuhvata i izveštavanja o trgovini uslugama je bio i još uvek jeste u određenom smislu predmet sporenja. Naime, za razliku od robe, usluge su često neopipljive, nevidljive i za njihovu svrshodnost obično je neophodna istovremena proizvodnja i potrošnja. Najčešće se smatra da je definisanje aktivnosti koje se smatraju trgovinom uslugama najbolje dato u Opštem sporazumu o trgovini uslugama (GATS) Svetske trgovinske organizacije. GATS koristi najširi pristup za definisanje trgovine uslugama i razlikuje četiri režima trgovine uslugama, u zavisnosti od lokacije na kojoj se nalazi izvršilac usluge. Tabela L2-2. predstavlja ta četiri režima pružanja usluga i daje primere sektora za svaki od njih.

Tabela L2-2. Režimi prekograničnog pružanja usluga

Prisustvo izvršioca	Ostali kriterijumi	Režim	Primeri relevantnog sektora
Izvršilac usluge nije prisutan na teritoriji korisnika usluga	Usluga se pruža na teritoriji jedne članice sa teritorije druge	Prekogranično pružanje [Režim 1]	Računovodstvene, inženjerske, zdravstvene, ICT i pravne usluge
	Usluga se pruža korisniku iz članice izvan njegove teritorije, na teritoriji druge članice	Korišćenje u inostranstvu [Režim 2]	Turizam i zdravlje i pravne usluge
Izvršilac usluge je prisutan na teritoriji članice	Usluga se pruža na teritoriji jedne članice kroz prisustvo ugovorom angažovanog izvršioca iz druge zemlje	Komercijalno prisustvo [Režim 3]	Računovodstvene, građevinske, distributivne, inženjerske, ekološke, zdravstvene, ICT i pravne usluge
	Usluga se pruža na teritoriji članice korisnika, uslugu obavlja izvršilac iz druge članice, koji je fizički prisutan	Kretanje fizičkih lica [Režim 4]	Računovodstvene, građevinske, inženjerske, ekološke, zdravstvene, ICT i pravne usluge

Izvor: Cattaneo et al. 2010

2. Značaj trgovine uslugama za članice CEFTA

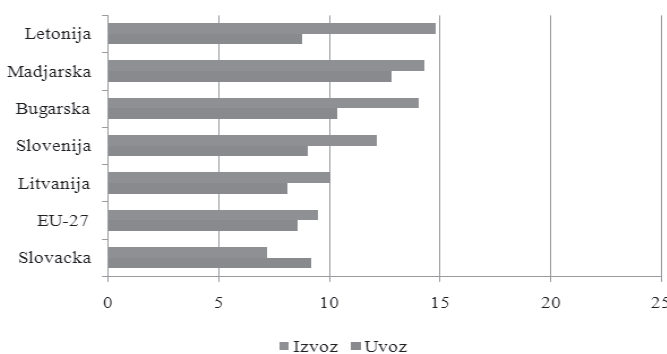
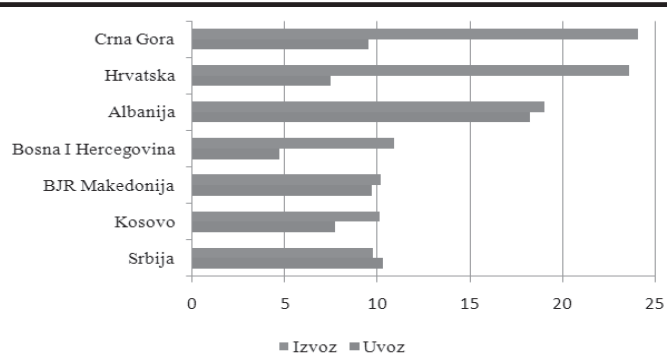
Kao i u drugim delovima sveta, trgovina uslugama u CEFTA regionu dobija na značaju, gde izvoz usluga, u proseku, donosi 16 milijardi evra u periodu 2007–2009. godina. Na taj način izvoz usluga učestvuje sa oko 10%u BDP-u u zemljama koje nemaju izlaz na more, 19% u Albaniji i preko 23% u Hrvatskoj i Crnoj Gori, koje imaju značajne prihode od turizma (oko 70% ukupnog izvoza usluga). Prosečna stopa uvoza usluga u odnosu na BDP iznosi takođe oko 10% BDP-a, pri čemu je ovaj udeo najviši u Albaniji (18%) i najniži u BiH (5%) (v. Grafikon L2-3). S obzirom na to da je učešće uvoza i izvoza usluga u EU na sličnom nivou od oko 10% BDP-a, može se reći da je trgovina uslugama kod zemalja članica CEFTA relativno dobro razvijena (ove cifre su date ne računajući prihode od turizma). Međutim, u nekim državama novim članicama EU, izvozi usluga dosežu skoro do 15% BDP-a, što je više od proseka CEFTA, ali i od svetskog proseka.⁵

U većini članica CEFTA, rast izvoza usluga prevazilazi rast izvoza dobara. Tako na primer, u protekloj deceniji u Hrvatskoj izvoz robe se nije čak ni udvostručio, dok se izvoz usluga skoro četvorostučio (u čemu većinom prednjači turizam). U ovom regionu samo u BiH i na Kosovu izvoz dobara je rastao brže od izvoza usluga.⁶ Svetska kriza je takođe dokazala da je izvoz usluga znatno otporniji na spoljne šokove: pa je pad izvoza usluga od 2008. do 2009. bio značajno manji od pada izvoza dobara, a dve države su čak i uspele da održe rast u izvozu usluga.

⁵ Kvalitet i uporedivost nacionalnih statistika u regionu CEFTA su često pod znakom pitanja. Dodatno, imajući u vidu visoko učešće neformalnih aktivnosti i sive ekonomije sva razmatranja koja se tiču udela u BDP-u treba uzimati s rezervom.

⁶ Da bi se shvatio kontekst bitno je znati trendove na ukupnom svetskom tržištu. Tako, na globalnom nivou, trgovina uslugama raste godišnjom stopom od 15% od 1980. godine, čime svetska trgovina uslugama dolazi do prosečnog učešća u svetskom BDP-u od 12% (Cattaneo et al, 2010). Takođe, bitno je napomenuti da danas polovina svih stranih direktnih investicija na globalnom nivou ide u uslužne sektore.

Grafikon L2-3. Trgovina uslugama u CEFTA regionu i novim članicama EU, prosek 2007–2009. godina (u procentima BDP-a)



Izvor: Nacionalni statistički zavodi i Eurostat

od 9,6 milijardi evra u 2009. godini, od čega dve trećine pripada Hrvatskoj.

Transport, nakon turizma, predstavlja najznačajniju uslugu kojom se trguje u ovom regionu: prihodi CEFTA u proteklih nekoliko godina iznose oko 2,2 milijarde evra godišnje. Prilivi od usluga transporta predstavljaju 31% izvoza usluga u Srbiji i 44% u Hrvatskoj, što ukazuje i na konkurentnost njihovih transportnih preduzeća i na njihov značaj kao tranzitnih država. Samo je na Kosovu izvoz transportnih usluga od manjeg značaja.

Telekomunikacije su treća po veličini kategorija izvoza usluga; zajedno sa računarskim i informatičkim uslugama, koje regionu donose oko 850 miliona evra godišnje u periodu 2007–2009. godine. *Građevinske* usluge su sledeće po obimu trgovanja, sa oko 500 miliona evra godišnje. Opšta kategorija „razne profesionalne, poslovne i trgovinske usluge“ (pravne, konsultantske, arhitektonske, računovodstvene i ostale usluge) donose preko 1,3 milijarde evra godišnje, ali podaci o podsektorima nisu dostupni za analizu oblasti koje su najbitnije. Obim izvoza *finansijskih* i *osiguravajućih* usluga je bio relativno mali – ispod 200 miliona evra godišnje.

4. Barijere za trgovinu uslugama po sektorima⁷

U protekloj deceniji su članice CEFTA načinile značajan napredak u otvaranju tržišta dobara i tržišta usluga za inostranu konkurenciju i investicije. U nastavku teksta se razmatraju napredak u liberalizaciji i barijere za trgovinu uslugama koje i dalje postoje, a zatim se razmatraju konkretne barijere u četiri sektora: građevinarstvo, transport, pravne i softverske usluge. Procene barijera za trgovinu uslugama su obavljene u skladu s preporukama i metodologijom koja je razvijena u knjizi Cattaneo (2010). Tako da su uzeti u obzir sledeći aspekti: otvorenost tržišta, komercijalna zastupljenost i vlasništvo, zahtevi u smislu učinka, transparentnost i zaštita prava i kretanje fizičkih lica.

4.1. Opšta otvorenost tržišta i barijere

U smislu opšte *otvorenosti tržišta*, za većinu usluga (osim, npr. za neke transportne i pravne usluge) ni jedna članica CEFTA nema zakonska ograničenja da strana preduzeća uspostave svoje komercijalno prisustvo, a nakon osnivanja, preduzeća u stranom vlasništvu podležu istim, tj. nediskriminirajućim pravilima kao i domaća. OECD-ov Indeks

⁷ Ocene pravnog okvira koji se odnosi na trgovinu uslugama u članicama CEFTA se zasniva na osnovnim informacijama i podacima koje su dostavili lokalni konsultanti, koje je krajem 2010. godine angažovala Svetska banka.

Ukupno gledano, region CEFTA predstavlja velikog neto izvoznika usluga, ali kada se isključi turizam, trgovina izgleda uravnoteženo. Ukupan izvoz usluga (16,1 milijarda evra) skoro je dvostruko veći od uvoza (8,7 milijardi evra) u periodu 2007–2009. godine, i kao što je napomenuto, prilivi od turizma su razlog za ovaj višak. Kada se isključe prilivi i odlivi za turizam, izvozi usluga (6,2 milijarde evra) su samo malo veći od uvoza (5,9 milijardi evra). Tako gledano, BiH je jedina članica CEFTA sa značajnim neto izvozom, prevashodno usled izvoza građevinskih usluga. Izvoz Hrvatske je nešto veći od uvoza; a Srbija i Kosovo imaju uravnoteženu trgovinu, dok su ostali marginalno neto uvoznici.

3. Struktura izvoza usluga CEFTA

Struktura trgovine uslugama je različita unutar regiona i glavna razlika se odnosi na ulogu turizma. Prihodi od turizma predstavljaju glavni izvor priliva za države na jadranskoj obali, koja pokrivaju oko 70% ukupnog izvoza usluga u Albaniji, Hrvatskoj i Crnoj Gori i 50% u BiH. Udeo ovih usluga kod zemalja koje nemaju pristup moru – BJR Makedonije i Srbije – bio je 25%. Inače, region je ostvario prihode od turizma u iznosu

reforme investicija (IRI) potvrđuje da su članice CEFTA načinile značajan napredak u usvajanju principa nacionalnog tretmana i nisu uvođile nova ograničenja u poslednje četiri godine. CEFTA sporazum podržava ovakav princip otvorenosti tržišta jer ne sadrži odredbe o posebnim pravilima regulatornog procesa za osnivanje i rad preduzeća. Premda treba napomenuti da postoji odredba (član 31) kojom se strane obavezuju da „uspostave i održe stabilne, povoljne i transparentne uslove za investitore iz drugih država i da „izdaju neophodne dozvole i administrativna ovlašćenja u vezi sa investicijama“.

Kada su u pitanju *komercijalno prisustvo i vlasništvo*, lokalna preduzeća u stranom vlasništvu imaju slobodu da utvrde svoju vlasničku strukturu (dozvoljeno je do 100% stranog vlasništva) i da odaberu da li će se u osnivanju i radu svojih preduzeća udružiti sa drugim domaćim ili preduzećima u stranom vlasništvu. Država se takođe generalno povukla iz većine uslužnih sektora kao vlasnik ili nosilac monopolskih prava (postoje neke razlike među članicama CEFTA), pa se preduzeća u stranom vlasništvu nadmeću sa domaćim preduzećima pod istim tržišnim pravilima i istom vlasničkom strukturom.

Zahtevi u smislu učinka, kao što je zahtev za korišćenje domaćih sirovina, u najvećoj meri su uklonjeni (OECD, 2010). Članice STO u regionu se moraju pridržavati Sporazuma o investicionim merama u vezi s trgovinom (TRIMS). Crna Gora, koja je nedavno postala punopravna članica, kao i BiH i Srbija koje su u procesu pristupanja STO – prihvatile su obavezu da ne nameću zahteve u smislu učinka, koji nisu u skladu sa sporazumom TRIMS. Iako nije u procesu pridruživanja STO, Kosovo ne nameće zahteve koji su zabranjeni sporazumom TRIMS.

Ograničenja u smislu zahteva da menadžeri, članovi upravljačkih organa i zaposleni budu domaći državljani – takođe su generalno otklonjena. Preduzeća u stranom vlasništvu imaju slobodu da koriste svoje originalne nazive, žigove i zaštitne znakove (uz neke minimalne dodatne zahteve, recimo kada se pismo razlikuje) i mogu u potpunosti vraćati, tj. prebacivati ostvareni profit u matičnu državu. Konačno, nakon osnivanja na lokalnom nivou, strana preduzeća se mogu učlanjivati u lokalna profesionalna tela i strukovna udruženja.

Pravni sistemi članica CEFTA su takođe znatno uznapredovali u smislu *transparentnosti i zaštite prava preduzeća u stranom vlasništvu*. Sve članice CEFTA objavljuju javno zakone i propise za njihovu primenu u službenim glasicima i na internet sajtovima nadležnih institucija. Visok stepen transparentnosti potvrđuju i nalazi OECD-a u objavljenom izveštaju IRI (OECD, 2010). Takođe, kada rade sa državom, preduzeća u stranom vlasništvu poštuju iste procedure kao i domaća preduzeća u pravnom i institucionalnom smislu. Na primer, preduzeća u stranom vlasništvu se, podjednako kao i domaća preduzeća – mogu žaliti na izvršne odluke na više nivoa.

Međutim, u mnogim članicama CEFTA sudski procesi za izvršenje ugovora mogu biti veoma dugi i skupi, te odbijaju strana preduzeća od pružanja usluga. Razgovori s građevinskim preduzećima urađeni za potrebe ove studije ukazuju na suzdržanost kod ovih firmi u saradnji s privatnim licima zbog mogućih problema u naplati. To je zato što ukoliko preduzeća završe na sudu, najčešće je potrebno više od godinu dana za izvršenje ugovora (World Bank, 2011), pri čemu se u procesu može izgubiti i do 60% ugovorne vrednosti.

Jedan od aspekata pravnog sistema koji je stranim preduzećima bitan jeste mogućnost arbitraže komercijalnih sporova. Savremeni zakoni i institucije pružaju fleksibilne izbore za rešavanje komercijalnih sporova. Sve članice CEFTA su uvele neku vrstu alternativnog rešavanja sporova, iako njihova primena i efektivnost značajno variraju od zemlje do zemlje. Sudovi u Srbiji su prilično efikasni u dodeljivanju arbitraže, gde je potrebno svega šest nedelja za lokalno dodeljivanje i 11 nedelja za strano dodeljivanje. S druge strane, u Crnoj Gori, izvršenje traje 45 nedelja.

Politika konkurencije i sprovođenje njenih zakonskih odredbi su takođe značajni za širenje trgovine uslugama. Članice CEFTA su usvojile zakone o konkurenciji u skladu sa pravilima EU i većina njih je uspostavila nezavisne institucije za konkurenciju (Kathuria, 2008), iako napredak u sprovođenju ovih zakona nije ravnomeran. To je posebno vidljivo kada se uzmu u obzir rezultati u sprovođenju istraga o zloupotrebi tržišne pozicije (u pogledu broja istraženih predmeta i obima kazni koje su naplaćene) koji ukazuje da je i dalje potrebna izgradnja kapaciteta u sferi konkurencije. Kao jednu od opcija rešavanja ovakve situacije u ovom regionu Kathuria (2008) preporučuje da „imajući u vidu malu veličinu ovih država, može biti korisno razmotriti uspostavljanje multiregulatora ili određenih regulatornih struktura na regionalnom nivou“. Sporazum CEFTA ne sadrži odredbe u ovom smislu, ali obavezuje potpisnice (u članovima 19 i 20) da primenjuju načela Pravila konkurencije koja se primenjuju u EU. Ovo je veoma bitno jer je, recimo, konkurencija koja je jasno i stabilno zaštićena u EU – doprinela značajnom rastu trgovine uslugama između njenih članica.

Kretanje fizičkih lica (režim pružanja usluga 4; v. Okvir 1) je najograničeniji režim pružanja usluga u CEFTA regionu.⁸ Ni jedna od članica CEFTA ne nudi „slobodu zapošljavanja“, jer građani članica CEFTA, kao i građani drugih država, moraju dobiti odobrenje pre početka rada. Procedure za dobijanje odobrenja su glomazne i dugo traju. Na žalost, ne postoje zvanični podaci o trajanju ovog procesa, ali se prema nezvaničnim izvorima strana preduzeća suočavaju s velikim izazovima i teškoćama kod pribavljanja dozvola za rad za njihove zaposlene koji su strani državljani. Prema razgovoru s jednom advokatskom kancelarijom, čak i menadžeri velikih, stranih preduzeća moraju čekati nekad i godinu dana na dozvolu za rad. Dalje, države u nekim slučajevima imaju kvote za strane radnike, a odluke o tome da li je zapošljavanje stranog radnika ekonomski opravdano su često arbitrarne.

Pojedine članice CEFTA takođe ne daju privremene dozvole za ulazak stranim radnicima radi izvršavanja kratkoročnih ugovora o uslugama (npr. građevinski radnici koji dolaze na nekoliko nedelja ili meseci). Ovo je od posebnog značaja u trgovini uslugama. Kosovo ima najliberalniji pristup: nekoliko kategorija stranih radnika su u potpunosti oslobođeni procesa izdavanja dozvola. Albanija, BJR Makedonija i Crna Gora imaju posebne kategorije za privremenu dozvolu za rad koja, između ostalog, ne nameće zahtev za prebivalište. BiH, Hrvatska i Srbija, kao najveće privrede CEFTA ne nude mogućnost privremenog rada i pribavljanje dozvole za rad je veoma komplikovano, čak i za kratkoročne angažmane u zemlji.

Drugi aspekt kretanja fizičkih lica jeste priznavanje profesionalnih veština i diploma. Čak i ako je, na primer, moguće raditi u Crnoj Gori sa minimumom formalnosti oko dozvole ili bez njih, građani Hrvatske ne bi mogli da se zaposle u velikom broju uslužnih sektora (kao što su zdravstvo, građevinarstvo i pravo) dok im Crna Gora ne nostrifikuje diplome. Iako nije bitno za usluge kao što su ICT usluge i turizam, priznavanje veština je od velikog značaja u oblastima kao što su građevinske, zdravstvene i neke druge usluge. Izazovi koje nameće priznavanje veština se razmatraju u analizi po sektorima.

4.2. Sektorske barijere za trgovinu uslugama

U narednom delu teksta se opisuju barijere za ulazak na tržišta četiri sektora koji su od značaja za članice CEFTA: građevinarstvo, saobraćaj (drumski i železnički), pravne i softverske (informatičke usluge ili ICT) usluge. Ovi sektori su odabrani iz jednog ili više navedenih razloga: (a) postojeći obim i potencijal trgovine tim uslugama, (b) prioriteti sektora za liberalizaciju koje navode same članice CEFTA i (c) značajne postojeće barijere za ulazak. Kada analiziramo barijere, tj. ograničenja za trgovinu uslugama u ovom regionu one se ne odnose samo na trgovinu unutar samih članica CEFTA, već i na trgovinu sa bilo kojom drugom zemljom van ovog sporazuma.

Ovde će biti procenjene regulatorne razlike po državama za svaki sektor, s posebnim osvrtom na barijere prekograničnog pružanja usluga, ponovo u skladu s metodologijom koju je razvio Cattaneo. Analiza barijera obuhvata sledeće aspekte: (a) otvorenost tržišta, s prekograničnim pružanjem usluga; (b) strano vlasništvo i komercijalno prisustvo; i (c) regulacija i licenciranje.

4.2.1. Građevinarstvo

Trgovina građevinskim uslugama je od velikog značaja za mnoge članice CEFTA zbog s jedne strane značajnog rasta investicija u nekretnine i infrastrukturu i s druge strane zbog duge tradicije izvoza građevinskih usluga. Tokom protekle decenije, investicije u saobraćajnu, energetska i ostalu infrastrukturu i nekretnine rastu brže od prosečnog ekonomskog rasta u regionu. Države s najvećim investicionim programima su najčešće i uvoznici građevinskih usluga, zbog nefleksibilnosti ponude ovih usluga kao i velikih neophodnih inicijalnih investicija u građevinsku operativu. Međutim, postoje i članice CEFTA koje su tradicionalni, ali i ponovni izvoznici ovih usluga. Tako se preduzeća iz BJR Makedonije i Srbije mogu naći među 225 najuspešnijih međunarodnih građevinskih izvođača (Cattaneo et al., 2010).

Građevinske usluge se najčešće pružaju putem komercijalnog prisustva (režim 3) kao kada, na primer, preduzeće iz Srbije osnuje filijalu u Crnoj Gori radi pružanja usluga na lokalnom nivou; i privremenim kretanjem osoblja (režim 4), kao kada, na primer, preduzeće iz BJR Makedonije vodi radnike u BiH radi izgradnje fabrike ili puta. Srodne usluge, kao što su projektovanje i inženjering – najčešće se pružaju u 4. režimu (npr. hrvatski arhitekta odlazi u Srbiju radi izrade projekta) ili 1. režimu (npr. hrvatski arhitekta u Zagrebu izrađuje projekat i šalje ga klijentu u Srbiji).

⁸ Premda ne treba tražiti opravdanje za ovakvu situaciju vezanu za mogućnost kretanja radne snage, treba napomenuti da neki od ovih problema postoje i u mnogo razvijenijim delovima sveta, uključujući EU.

Uprkos dobro razvijenim vezama regionalne trgovine, građevinska preduzeća se suočavaju s mnogobrojnim barijerama za ulazak na druga tržišta u okviru CEFTA u smislu otvorenosti tržišta i prisustva na njima, iako ove barijere zavise od država članica. Tako na primer BiH dozvoljava prekogranično pružanje građevinskih usluga, ali je ta država istovremeno bila jedina članica CEFTA koja je zahtevala odobrenje za investicije od Ministarstva za spoljnu trgovinu i ekonomske odnose za strana preduzeća, što je ukinuto zakonom iz 2010. godine. Sve ostale članice CEFTA zahtevaju da strana preduzeća oforme lokalno prisustvo, a većina postavljenih ograničenja se odnosi na tip prisustva, uz zahtev za osnivanje lokalnog preduzeća – filijala ili zastupništvo ne mogu pružati građevinske usluge. U nekim članicama CEFTA, početak poslovanja stranog preduzeća ide veoma brzo (sedam dana u Albaniji, osam dana u BJR Makedoniji), dok su u BiH i na Kosovu procesi dosta birokratski i traju 80 dana (World Bank 2010c). U svim ostalim zemljama, osnivanje stranog preduzeća ne zahteva previše dodatnog vremena i napora – jedino opterećenje u odnosu na lokalne investitore je potreba overe dokumenata matične kompanije u inostranstvu. Osim toga neophodno je uzeti u obzir i postojanje neformalnih barijera kojima se daje prednost domaćim preduzećima na tenderima za izvođenje radova u građevinarstvu.

4.2.2. Drumski saobraćaj

Pravila pristupa tržištu za drumski saobraćaj u svim članicama CEFTA su složena, ali generalno ne diskriminišu preduzeća u stranom vlasništvu. Ulazak u ovaj sektor je uobičajeno regulisan sektorskim zakonima i propisima izvršnih tela kojima se definišu tehnički, sigurnosni i finansijski zahtevi. U većini zemalja, odgovornost je na Ministarstvu saobraćaja (odnosno Ministarstvu javnih radova i saobraćaja u Albaniji, Ministarstvu infrastrukture u Srbiji). Drumski teretni saobraćaj je strogo regulisan, a regulatorne mere i licence u članicama CEFTA se ne razlikuju značajno od EU. Standardi koje definišu nacionalne institucije ili profesionalna udruženja obuhvataju pravila za pružanje usluga, minimalne sigurnosne zahteve za vozila i prikolice, tehničke standarde za kamione i kvalifikacije i maksimalno radno opterećenje za vozače kamiona.

Prekogranično pružanje usluga u ovom regionu je regulisano isključivo bilateralnim sporazumima, i to je praktično primena prakse koja postoji u celoj Evropi. Većina članica CEFTA je međusobno zaključila sporazume radi utvrđivanja broja saobraćajnih licenci koje će biti dodeljene. Dodela licenci zavisi od:

- 1) tipova saobraćaja: bilateralni, tranzitni, univerzalni ili za treće države;
- 2) tipova vozila: standardi tehnologije i emisije evro 1–5;
- 3) trajanja: trajna ili privremena;
- 4) tipa robe: redovna ili posebna (opasne materije ili kada tovar prelazi nacionalna ograničenja maksimalnog opterećenja).

Imajući u vidu da članice CEFTA, pridržavajući se prilično protekcionističke politike, utvrđuju kvote licenci za teretni saobraćaj na osnovu reciprociteta, stepen liberalizacije prevashodno zavisi od bilateralnih odnosa. Nekoliko sporazuma koji su nedavno postignuti među nekim od članica ovog sporazuma pokazuje da postoji prostor za značajnu liberalizaciju i mogu služiti za primer drugim članicama CEFTA. Na primer, Srbija je značajno liberalizovala bilateralni i tranzitni saobraćaj sa BiH, BJR Makedonijom i Crnom Gorom. Slično tome, Albanija i BJR Makedonija su nedavno ostvarile sporazum o značajnoj liberalizaciji.

4.2.3. Železnički saobraćaj

Železnički saobraćaj je u protekle dve decenije u svim članicama CEFTA izgubio na značaju kako u prevozu putnika, tako i u prevozu robe. Skorašnja studija Svetske banke o železnici u Jugoistočnoj Evropi i Turskoj (World Bank 2011) utvrđuje da u proseku železnički sistemi CEFTA imaju svega polovinu intenziteta saobraćaja i trećinu produktivnosti u odnosu na EU – pri čemu ni jedna članica CEFTA se ne izdvaja sa nešto boljim performansama. Situacija je naročito urgentna u BJR Makedoniji, Srbiji, Crnoj Gori, BiH i Albaniji. Hrvatska i Kosovo su nešto produktivniji, ali nedovoljno u poređenju sa nivoima dostignutim u EU. Preveliki broj zaposlenih je najupečatljivija karakteristika u svim državama, osim u nešto manjem stepenu u slučaju Hrvatske. Drugi po važnosti uzrok lošeg učinka je niska gustina saobraćaja, koja je ispod jedne trećine u odnosu na prosek EU u svim članicama CEFTA, osim ponovo u Hrvatskoj.

Barijere za trgovinu uslugama u regionu CEFTA

Železnica u regionu je takođe ugrožena zastarelom infrastrukturom zato što su izostale investicije skoro 20 godina. Usled toga, uvedena su ograničenja brzine iz bezbednosnih razloga na brojnim deonicama železničke mreže. Elektrifikacija pruga nije u potpunosti završena i kreće se od nepostojeće u Albaniji i na Kosovu do maksimalnih 76% u BiH (Crna Gora ima 68%, Hrvatska 36%, BJR Makedonija 33% i Srbija 31% elektrifikacije).

Najveća barijera za trgovinu železničkim uslugama jeste *de facto*, a u određenim slučajevima i *de jure* – zabrana pristupa tržištu za strana železnička preduzeća. Iako zakoni u svim članicama CEFTA, osim Kosova, dozvoljavaju da privatni i strani prevoznici obavljaju železnički saobraćaj, širok dijapazon pravnih i tehničkih barijera ovo praktično onemogućava. Tako, na primer, Albanija još uvek nije formirala Komisiju za propise o sigurnosti koja je ovlašćena za izdavanje licenci privatnim prevoznicima. Slično tome, Srbija nema nezavisno regulatorno telo za železnički saobraćaj i agenciju za bezbednost saobraćaja koje propisuje Zakon o železnici. Pored toga, Srbija i Crna Gora primenjuju princip reciprociteta sa državama čija javna železnička preduzeća žele da rade na njihovoj teritoriji. Nasuprot tome, Hrvatska i BJR Makedonija su donekle liberalizovale ovaj sektor, jer ne samo da su razdvojile infrastrukturu od usluga saobraćaja, već su uspostavile uslove za privatne, pa i strane pružaoce usluga.

Regulacija i licenciranje poslovanja u ovom sektoru su u čitavom CEFTA regionu transparentni. Licence se uobičajeno izdaju na pet godina, osim u Albaniji i na Kosovu, gde trajanje nije ograničeno. Takođe postoje adekvatni pravni mehanizmi za žalbe na odluke regulatornih tela.

4.2.4. Pravne usluge

Funkcionalni pravosudni sistemi predstavljaju ključ poslovnog razvoja. Tokom protekle dve decenije, pravni sistemi svih članica CEFTA prolaze ambiciozne i teške reforme, u cilju preoblikovanja pravosudnih sistema i podsticanja upravnih kapaciteta, ali zbog male pažnje koja se posvećuje trgovini pravnim uslugama, u čitavom regionu je prekogranično pružanje tih usluga u velikoj meri ograničeno. Ovo se prevashodno odnosi na pružanje advokatskih usluga koje u velikoj meri regulišu sama strukovna udruženja.

Otvorenost tržišta i pružanje pravnih usluga su uslovljeni zahtevima i za pojedinačne advokate i za advokatske kancelarije, ali su ograničenja prekograničnog pružanja ovih usluga slična praksama većine zemalja u svetu. Ograničenja ne postoje jedino kod savetodavnih pravnih usluga. Savetodavne pravne usluge se mogu odnositi na razne oblasti, među kojima su i prava nad zemljištem, prava intelektualne svojine, osnivanje preduzeća i poreski sistem.

Stranim advokatima je, generalno, strogo zabranjeno pružanje prekograničnih usluga u CEFTA, ali postoje određeni izuzeci. Albansko pravo ostavlja mogućnost da strani državljani dobiju dozvolu za pružanje pravnih usluga. Međutim, između ostalih zahteva, neophodno je da se polaže ispit iz albanskog jezika. Kosovo dozvoljava stranim državljanima sa stalnim prebivalištem pružanje pravnih usluga. Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Srbija teoretski dozvoljavaju prekogranično pružanje advokatskih usluga na bazi reciprociteta, ali su u praksi samo Crna Gora i Srbija potpisale takav bilateralni sporazum.

Iako se, kao što je već navedeno, savetodavne pravne usluge generalno mogu pružati prekogranično, postoje određeni izuzeci. Na primer, Kosovo zahteva da se pružalac savetodavnih usluga registruje kod Ministarstva trgovine. U BiH su prekogranične savetodavne usluge ograničene na istraživanje tržišta i promotivne aktivnosti. U ostalim zemljama je ova oblast pravne prakse relativno liberalizovana, da bi se omogućio ulazak stranih investitora, koji najčešće koriste strane advokatske kancelarije pri ulasku na tržišta CEFTA, iako ih ove ne mogu zastupati pred sudovima.

Stranim advokatskim kancelarijama kao preduzećima je dozvoljeno komercijalno prisustvo u članicama CEFTA, kroz osnivanje posebnog preduzeća u drugoj članici. Ne postoje ograničenja u pogledu vlasničke strukture, ali advokatske kancelarije u stranom vlasništvu moraju angažovati lokalne advokate, jer samo državljani mogu biti licencirani da pružaju sve pravne usluge (osim, kao što je navedeno, u Albaniji i na Kosovu).

Imajući u vidu navedene barijere, trgovina pravnim uslugama je do sada na teritoriji CEFTA ograničena. Procedure licenciranja i zahtevi u tom smislu su složeni. Advokati moraju proći korake akademske i profesionalne kvalifikacije, sertifikacije i akreditacije pre licenciranja u bilo kojoj članici CEFTA. Advokatske komore ili udruženja definišu uslove za dodeljivanje licenci, a Ministarstva pravde definišu dodatne zahteve.

Liberalizacija trgovine pravnim uslugama može doneti koristi članicama CEFTA, ali verovatno ne onoliko koliko liberalizacija drugih sektora. Najbitnije koristi su najčešće niži troškovi za klijente i veća tražnja za pružaoциma usluga. Manjak veština predstavlja uobičajen problem u članicama CEFTA, naročito u sofisticiranim oblastima kao što

su prava intelektualne svojine ili finansijske transakcije, kao što su spajanja i preuzimanja, te bi i u ovim slučajevima bile ostvarene dodatne koristi.

4.2.5. Usluge u oblasti informacione i komunikacione tehnologije

Imajući u vidu da čitav sektor informacione tehnologije (ICT) i razvoja softvera brzo raste jer se dosta investira u informatičku infrastrukturu širom sveta, tako raste i trgovina ICT uslugama na globalnom nivou. Globalno tržište za spoljno pribavljanje usluga (tzv. aoutsorsovnanje ICT usluga) je danas dostiglo oko 250 milijardi USD (Cattaneo et al, 2010), a zemlje u razvoju kao što su Indija, Kostarika i Malezija postaju značajni izvoznici.

Sve članice CEFTA su ICT usluge definisale kao prioritet u svojim razvojnim strategijama. Većina njih je već načinila značajne napore na unapređenju investicija i širenja ICT, a neke su i povećale kvalitet i obim obrazovanja u ovoj oblasti. Na primer, izvršena je liberalizacija telekomunikacija, a državni telekomunikacioni operateri su privatizovani u skoro svim članicama CEFTA. Zakonska regulativa je usklađena s regulativom EU, ili je usklađivanje u toku, tako da omogućava ulazak konkurencije. Ovo je dovelo do brzog prodora mobilne i internet komunikacije, nakon koje dolazi pad cena (iako postoje značajne varijacije od države do države). Vlade su takođe povećale investicije u ICT – kako u hardver (računare i opremu), tako i u softver (za usluge e-uprave).

Usled ovoga, izvozno orijentisana preduzeća za ICT usluge niču širom regiona. Izvoz Hrvatske je povećan sa oko 80 miliona evra 2007. na skoro 120 miliona evra 2009. godine. U istom periodu, izvoz Srbije je još brže rastao – sa 60 miliona evra skočio je na 100 miliona evra. Izvoz Makedonije se drži na proseku od oko 30 miliona evra, što je oko 0,5% BDP-a.

Za razliku od ostalih sektora koji su obuhvaćeni ovim tekstom, ICT usluge su prilično otvorene za stranu konkurenciju. Ono što je najbitnije – sve članice CEFTA dozvoljavaju njihovo pružanje preko granice, a ni u jednoj zemlji država nema bilo kakvu ulogu kao pružalac ovih usluga. Međutim, u Albaniji, iako zakon dozvoljava prekogranično pružanje usluga, na osnovu razgovora s lokalnim pravnicima, poreska uprava pokušava da natera strana preduzeća da uspostave lokalno prisustvo, radi borbe protiv izbegavanja poreza. Ako strana preduzeća žele da pružaju usluge putem lokalnog komercijalnog prisustva, ne postoje prepreke da licenciraju ili sertifikuju stručne veštine.

5. Zaključak

Globalna trgovina uslugama od 1980. godine raste stopom od 15% godišnje. Članice CEFTA takođe beleže visok rast izvoza usluga u protekloj deceniji, usled ubrzanog rasta njihovih uslužnih delatnosti. Izvoz usluga proteklih godina donosi u proseku 16 milijardi evra godišnje članicama CEFTA. Trgovina unutar CEFTA deluje kao bitna komponenta trgovine uslugama CEFTA, iako ne postoje precizni podaci kojima bi se ovo potvrdilo.

Širenje trgovine uslugama za privrede CEFTA jeste rezultat sve većeg investiranja i razvoja njihovih uslužnih sektora, kao i njihovog otvaranja za stranu konkurenciju. U kontekstu pristupanja STO i EU, članice CEFTA su preduzele reforme na unapređenju otvorenosti tržišta, olakšavanju stranog vlasništva i uklanjanju politika koje diskriminišu strana preduzeća. Ipak, razne barijere u institucionalnim i zakonskim okvirima još uvek ograničavaju širenje trgovine uslugama u bilo kojem od četiri režima pružanja usluga. U smislu opštih barijera, kretanje stranih radnika/stručnjaka predstavlja režim pružanja usluga s najvišim stepenom ograničenja u ovom regionu. Pribavljanje dozvola za rad za strane državljane je dug, komplikovan i skup postupak, čak i u slučaju privremenih poslova. Priznavanje diploma i kvalifikacija predstavlja drugu bitnu prepreku na putu stranih državljana koji pružaju usluge.

Sektorska analiza barijera trgovine građevinskim, saobraćajnim, pravnim i ICT uslugama identifikuje razne tipove barijera. U građevinskom sektoru, postoje ograničenja prekograničnog pružanja usluga i prihvatanja stranih licenci. U drumskom, a naročito u železničkom saobraćaju, postoji visok stepen regulisanosti, tržišni protekcionizam i prisustvo državnih monopola koji svi zajedno ograničavaju mogućnost trgovine uslugama. Najveća ograničenja su nametnuta u pružanju pravničkih usluga, gde je pružanje usluga praktično ograničeno samo na domaće državljane. Za strane izvršioce su dostupne samo savetodavne pravne usluge. Nasuprot tome, ICT usluge su manje regulisane, a trgovina u ovom sektoru u velikoj meri zavisi od drugih činilaca, kao što su napredak tehnologije (odnosno tražnja za takvim uslugama) i zaštita prava intelektualne svojine.

Ovaj tekst je imao pre svega za cilj da ukaže na značaj trgovine uslugama i identifikaciju postojećih barijera za njihovu trgovinu. Na taj način, iako direktno ne daje preporuke za uklanjanje ili minimiziranje tih prepreka – može

da podstakne donosiocice odluka da razmotre sledeće korake u tom pravcu. U svakom slučaju, ako članice CEFTA odluče da unaprede trgovinu i integraciju svojih uslužnih sektora, naredni korak bi bio detaljno razmatranje domaće regulative analiziranih sektora. Nakon ovoga bi trebalo ukloniti suvišne i ekonomski neopravdane propise koji ograničavaju trgovinu. Promena zakonskog okvira može relativno lako da se sprovede, ali sve to zavisi od uticaja postojećih monopolista – bez obzira da li su to određena državna preduzeća, kao što je to slučaj sa železnicama, ili udruženja, u slučaju advokata. Diskusije o daljoj liberalizaciji pod okriljem CEFTA bi trebalo da budu dobra prilika za razmatranje nekih pitanja koja su izneta u ovom radu.

Literatura

- Cattaneo, Olivier, Michael Engman, Sebastian Saez, and Robert M. Stern, eds. (2010), *New Trends and Opportunities for Developing Countries*. International Trade in Services. Washington: World Bank.
- Handjiski, Borko, Robert Lucas, Philip Martin, and Selen Sarisoy Guerin. (2010). “Enhancing Regional Trade Integration in Southeast Europe”. World Bank Working Paper Series No. 185. Washington: World Bank.
- Kathuria, Sanjay, ed. (2008), *Western Balkan Integration and the EU: An Agenda for Trade and Growth*. Washington: World Bank.
- OECD. (2010). *Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment in South-East Europe*. Investment Reform Index. Paris: OECD.
- World Bank. (2010a). *Connecting to Compete: Trade Logistics in the Global Economy*, Washington: World Bank.
- World Bank. (2010b), *Doing Business 2011*.
- World Bank. (2010c), *Investment Across Borders*, Washington: World Bank.
- World Trade Organization. (1998), *Council for Trade in Services: Land Transport Services, Part I—Generalities and Road Transport*, Background Note by the Secretariat. Geneva WTO.

Kvartalni monitor objavljuje odgovor Gordane Matković i Boška Mijatovića na tekst objavljen u prošlom broju *QM-a* pod naslovom „Distributivni i makroekonomski efekti poreske reforme“, autora Milojka Arsića i Nikole Altiparmakova. Smatramo da autori Matković i Mijatović nisu verodostojno preneli ni valjano interpretirali pojedine naše stavove, naročito u segmentu alternativnih pristupa procenivanju poreske pravičnosti. Takođe, autori nisu odgovorili na neke od naših ključnih primedbi. Kako debata o adekvatnoj strukturi poreskog sistema predstavlja važnu ekonomsku i društvenu temu, zainteresovane čitaoce upućujemo na tekstove koji hronološki prate razvoj naših suprotstavljenih stavova – našu studiju *Poreska politika u Srbiji – pogled unapred* i osporavanje predloga sadržanih u Studiji u članku Boška Mijatovića „Kontra i rekontra“ (NIN, 22.04.2010) i u rubrici „Šta da se radi“ u Politici, zatim članak Gordane Matković i Boška Mijatovića „The effects of proposed Tax changes on Poverty Vulnerable Groups in Serbia“ i naše osporavanje njihovih rezultata u članku „Distributivni i makroekonomske efekti poreske reforme“, a potom i ovaj tekst.

Milojko Arsić i Nikola Altiparmakov

POREZI NA POTROŠNJU SU REGRESIVNI

Gordana Matković¹, Boško Mijatović²

(1) U ovom tekstu želimo da odgovorimo Milojku Arsiću i Nikoli Altiparmakovu (2011) na kritiku našeg teksta „The Effects of Proposed Tax Changes on Poverty and Vulnerable Groups in Serbia“ (2011). Taj naš tekst je dopuna i komentar njihove studije *Poreska politika u Srbiji – pogled unapred* (2010) u kojoj su se založili za reformu poreskog sistema tako da se, pri jednakom ukupnom prihodu, smanji oporezivanje zarada, a poveća opterećenje potrošnje, odnosno PDV, što bi, po njihovom mišljenju, donelo ubrzanje privrednog rasta. U našem tekstu bavili smo se kvantitativnom ocenom kratkoročnih socijalnih efekata tog predloga, uz pomoć našeg CLDS mikrosimulacionog modela, i našli da bi u kratkom roku reforma imala negativne socijalne efekte: dovela bi do smanjenja potrošnje stanovništva i povećanja stope siromaštva.

(2) Tačno je da su prihodi od PDV-a u našem modelu manji nego u stvarnosti. Ali razlika je manja nego što navode komentatori, pošto mi modeliramo prihode od PDV-a naplaćene samo na ličnu potrošnju stanovništva (koja nas ovde isključivo interesuje), a ne i na druge oblike potrošnje na koje se plaća PDV. Zatim, preostali manjak prihoda od PDV-a nije posledica greške u modelu, već činjenice da Anketna o životnom standardu daje manju potrošnju nego statistika BDP-a, što je svetski fenomen sa sličnim anketama. Oni koji se ozbiljno bave modeliranjem znaju da savršena statistička baza ne postoji i da su neke slabosti neizbežne. Stoga se mikrosimulacioni modeli sa takvim manjkavostima i dalje široko koriste u svetu. I vodeći model iz ove klase EUROMOD ima znatan manjak prihoda od PDV-a, a njegovi autori kažu: EUROMOD „za date stope PDV-a simulira za većinu zemalja 70 do 85% prihoda od PDV-a za svaku zemlju. Ali, za Irsku i Holandiju ta stopa pada ispod 70%, a za Belgiju ispod 60%“ (O’Donoghue i drugi, 2004, str. 9), što im ne smeta da rade analizu regresivnosti posrednih poreza u ovim zemljama i da Arsić i Altiparmakov navode taj njihov rad u pozitivnom smislu.

Slično tome, komentatori navode da u modelu postoji greška kod ocene prihoda od poreza na zarade u simulaciji efekata poreske reforme, tj. da je naša ocena od 158,4 milijarde previsoka i da bi trebalo da bude 128,6 milijardi dinara. Budući da argumentacija komentatora poseduje izvesnu uverljivost, nama je žao što nismo u stanju da bliže ispitamo postupak simulacije našeg modela, a iz tehničkih razloga (simulacije su rađene pre dve godine u drugoj firmi). Ipak, greška, čak i ukoliko postoji, nije velika na agregatnom nivou: ona predstavlja 8,1% od procenjenih prihoda od poreza i doprinosa na zarade posle poreske reforme.

Što je najvažnije, uklanjanje eventualne greške dovelo bi do **pojačanja** u tekstu navedenih negativnih efekata na životni standard i siromaštvo. Naime, kako je pomenuto povećanje prihoda od poreza na zarade delimično kompenzovalo pad prihoda od doprinosa na zarade, to bi manji nivo prihoda od poreza posle korekcije za eventualnu grešku doveo do smanjenja ukupnog prihoda od poreza i doprinosa na zarade u odnosu na procenjeni i do povećanja potrebnih stopa PDV-a i prihoda od PDV-a za isti iznos radi kompenzacije. Drugim rečima, niža procena prihoda od poreza na zarade dovela bi do ekvivalentnog povećanja PDV-a, što bi samo pojačalo kritiku predloga poreske reforme sa socijalnog stanovišta.

1 FEFA, Beograd; CLDS, Beograd

2 CLDS, Beograd

(3) Nije tačna tvrdnja Arsića i Altiparmakova da bi trebalo isključiti penzionere iz kruga gubitnika stoga što će oni biti kompenzovani kroz indeksaciju penzija za porast cena (kao rezultat povećanja PDV-a). Uzimanjem u obzir indeksacije penzija (koja nije ni postojala u 2009. godini, na koju se odnosi naša analiza) narušilo bi se fundamentalno metodološko načelo njihovog predloga, a to je načelo prihodne neutralnosti poreske reforme. Ukoliko se obezbedi da posle reforme poreski prihodi budu jednaki kao pre reforme, ali se iz budžeta uzme dodatni novac za uvećanje penzija, onda se ukida poreska neutralnost i uvodi deficitno finansiranje poreske reforme. A to metodološki ne bi bilo korektno, jer bi uz dodatno deficitno finansiranje efekti svake reforme mogli biti pozitivni. Jedini korektan izlaz bi tada bilo uklanjanje novog deficita putem novog povećanja stopa i prihoda od PDV-a, što bi dodatno pogoršalo poziciju stanovništva.

(4) Potpuno je netačna tvrdnja komentatora da nije validna naša konstatacija iz teorijskog odeljka da su porezi na potrošnju „najčešće regresivni”, a stoga, po njihovom mišljenju, što je taj stav iz svetske literature zasnovan na pogrešnom metodu ocene regresivnosti (na osnovu godišnjeg dohotka, a ne godišnje potrošnje).

Teorijski aspekt je odavno poznat: nema sumnje da bi regresivnost trebalo meriti prema dohotku, kako je definiše cela fiskalna teorija. Na primer, Joseph Stiglitz (2000, str. 159) u udžbeniku koji se koristi na Ekonomskom fakultetu u Beogradu kaže: „Progresivan je onaj poreski sistem u kome poreska davanja rastu više nego proporcionalno sa dohotkom; regresivan poreski sistem je onaj u kome ona rastu manje nego proporcionalno”. No, pitanje je koji dohodak?. Teorijski je bolji životni/permanentni dohodak nego godišnji, ali mu je problem što ga je praktično nemoguće empirijski proceniti za različite pojedince. Stoga se obično upotrebljava godišnji dohodak kao zamena za životni. Moguće je za zamenu životnog dohotka odabrati i (godišnju) potrošnju, ali to rešenje ima svojih vidljivih slabosti (Warren, 2008, str. 64), posebno za Srbiju pošto pretpostavlja intertemporalnu optimizaciju potrošnje, uz odlično tržište kapitala,³ koje ovde teško da postoji. Korišćenje potrošnje u potpunosti isključuje štednju iz analize, što veštački smanjuje ocenu regresivnosti budući da bogatiji slojevi imaju višu stopu štednje i nižu stopu potrošnje nego siromašniji. Tako se dobijaju nekorektni rezultati. Drugim rečima, meriti regresivnost preko potrošnje je besmisleno ukoliko se ne pretpostavi da je ona dobar proksi za dohodak tokom celog života. Pošto je neobično teško poverovati da u Srbiji većina stanovništva ujednačuje svoju potrošnju tokom životnog veka kroz kreditne mehanizme (intertemporalna optimizacija potrošnje), to je ova pretpostavka „previše herojska” za naš ukus. Iz tog razloga mislimo da je ocena komentatora o PDV-u u Srbiji, prezentovna u tabeli L3-2, nekorektna jer je potpuno isključila štednju domaćinstava iz obračuna permanentnog dohotka i stoga našla da je PDV blago progresivan.

Tačno je suprotno od onoga što tvrde komentatori: kako kaže Neil Warren (2008, str. 25 i 57) u detaljnom pregledu ovog područja, „najveći broj studija o incidenci poreza na potrošnju nastavlja da se fokusira na kratkoročni pristup orijentisan na godišnji poreski teret u odnosu na godišnji dohodak” i da one „jasno indiciraju da porezi na potrošnju imaju regresivni uticaj na raspodelu” dohotka. Znači, naša konstatacija da su porezi na potrošnju „najčešće regresivni” predstavlja opšte mesto u svetskoj literaturi.

(5) Vrlo smo razočarani načinom na koji Arsić i Altiparmakov u svojim navodima iskrivljavaju i naš tekst i stavove iz svetske literature radi postizanja polemičkih efekata. Videli smo u prethodnoj tački jedan primer, a dodaćemo, radi opravdanja ove naše ocene, još neke. Neobično je što komentatori u prilog svoje teze pominju literaturu, doduše bez citiranja, kao da ona podržava isključivo upotrebu potrošnje u oceni regresivnosti. No, to jednostavno nije tačno, što ćemo pokazati sa dva teksta koja sami navode. Decoster i drugi (2010, str. 326) kažu za neke zemlje EU: „Indirektni porezi su regresivni u odnosu na raspoloživi dohodak i proporcionalni ili progresivni u odnosu na ukupne rashode”. O’Donoghue i drugi (2004, str. 21) mere regresivnost isključivo u odnosu na dohodak i kažu: „Našli smo da su prosečni porezi regresivni u zemljama koje su razmatrane u ovoj studiji. Mada je PDV kao procenat ukupnih rashoda malo porastao u većini zemalja sa rastom dohotka (zbog toga što siromašnija domaćinstva troše dobra sa nižim stopama PDV-a), procenat PDV-a u dohotku je generalno opadao sa rastom dohotka stoga što siromašnija domaćinstva manje štede i čak podižu štednju”. Kako se vidi, tu se uopšte ne odbacuje dohodak kao merilo, već, naprotiv, redovno se koristi.

Što je gore, komentatori našu rečenicu o „najčešćoj regresivnosti” predstavljaju čitaocima kao da smo je napisali o stanju u Srbiji, što je netačno budući da se nalazi u teorijskom odeljku, posvećenom pregledu svetske literature. Mi se čak regresivnošću (redistributivnim efektima) posrednih poreza u Srbiji ne bavimo, već analiziramo samo promene u životnom standardu i siromaštvu.

³ A kako bi se kroz uzimanje zajmova u mlađim i starim godinama i štednju u srednjim godinama obezbedila ravnomerna potrošnja tokom celog života. Za probleme videti bliže G. Mankiw (2002, poglavlje 16).

Slično tome, komentatori su našu rečenicu iz pregleda literature da će “smanjenje poreza na dohodak koristiti imućnijim slojevima koji su bili više opterećeni ranijom progresijom poreza” prebacili u Srbiju i rekli da „nije utemeljena u činjeničkom stanju Srbije”. Prvo, iz našeg teksta je očigledno da govorimo o ekonomskoj nauci u celini, a ne o Srbiji. Drugo, ne vidimo odakle zaključak da u Srbiji ta rečenica ne važi, pošto je makar porez na zarade progresivan, a ne postoji nijedna druga komponenta poreza na dohodak koja bi bila degresivna i učinila da porez na dohodak u celini ne bude progresivan; naravno, pitanje karaktera celog poreza na dohodak je empirijsko, budući da neke njegove komponente ne zavise od visine tekućeg dohotka (prihodi od kapitala i autorskih prava, kapitalni dobiti itd.), ali nismo primetili da su komentatori uopšte argumentovali, još manje uverljivo, tu ocenu o neutemeljenosti.

I na drugim mestima je neobičan način korišćenja svetske literature od strane komentatora. Navode one stavove koji im odgovaraju, a pozivaju se na navodne srpske specifičnosti kada im ne odgovaraju (regresivnost, stabilizacioni efekti); nama prebacuju što ne citiramo onako kako bi njima odgovaralo (studija EU, o ponašanju trgovaca u nekim zemljama, mada ni sami nisu ni citirali ni referencirali te slučajeve) i slično.

(6) Neopravdana je primedba komentatora na račun našeg mišljenja da bi „smanjenje potrošnje stanovništva verovatno dovelo do smanjenja ekonomske aktivnosti zbog smanjenja tražnje stanovništva i agregatne tražnje”. Nama nije blisko njihovo tvrdo uverenje da bi ovo smanjenje tražnje stanovništva automatski bilo nadoknađeno povećanjem investicija i izvoza, budući da se ono u potpunosti oslanja na neoklasični model opšte ravnoteže, za koji ne verujemo da je relevantan opis ekonomskog sistema današnje Srbije, posebno stoga što je srpska ekonomija trenutno u dubokoj krizi. U kriznim vremenima, što je očigledno, manjka tražnje može biti, a deo dohotka može ostati neutrošen u finansijskim rezervama stanovništva, firmi ili banaka. Ili, privremeno uvećani profiti preduzeća mogu biti podeljeni kroz dividende, repatrirani u inostranstvo ili potrošeni na uvoz tako da ne podstaknu tražnju za domaćom robom. Drugim rečima, kao što je u Srbiji kriza nastupila usled pada tražnje, tako i novi pad tražnje stanovništva izazvan povećanjem PDV-a ne mora biti kompenzovan rastom neke druge komponente ukupne tražnje za domaćom robom, već može dodatno produbiti krizu.

U svom tekstu posvećenom socijalnim efektima eventualne poreske reforme nismo se bliže bavili njenim ekonomskim aspektom, već smo suštinski zadržali stav prirodnog skepticizma prema predlozima iz studije Arsić i dr. (2010) pošto nisu ni razrađeni ni potkrepljeni ozbiljnim argumentima – ni empirijskim, ni verbanlo ekonomskim. Elementarna ekonomska logika i par selektivno izabranih fusnota nisu dovoljni kao temelj ozbiljne poreske reforme.

(7) Ovim smo odgovorili na sve suštinske primedbe Arsića i Altiparmakova i zaključujemo polemiku, makar sa naše strane. Razlog tome je što verujemo da je rasprava ušla, kako bi rekao Ljubomir Madžar, u zonu duboko opadajućih prinosa, a posle diskusija koje smo sa gospodom Arsićem i Altiparmakovim već imali na istu temu na jednoj konferenciji, u novinama, u široko distribuiranim internet porukama i sada u *Kvartalnom monitoru*. Sapienti sat.

Literatura

- Arsić, M. i dr. (2010), *Poreska politika u Srbiji – pogled unapred*, FREN
- Arsić, M. i N. Altiparmakov (2011), „*Distributivni i makroekonomski efekti poreske reforme*“, *Kvartalni monitor*, br.25–26, april–septembar 2011.
- Decoster, A., Loughrey, J., O’Donoghue, C. i Verwerft, D. (2010), „How Regressive are Indirect Taxes? A Microsimulation Analysis of Five European Countries”, *Journal of Policy Analysis and Management*, Vol. 29, No. 2.
- Mankiw, G. (2002), *Macroeconomics*, 5th edition, Worth Publishers
- Matković, G. i B. Mijatović (2011), „The Effects of Proposed Tax Changes on Poverty and Vulnerable Groups in Serbia” *The Economic Annals*, Vol. 56, No. 190
- O’Donoghue, C, M. Baldini, i D. Maltovani (2004), *Modeling the Redistributive Impact of Indirect taxes in Europe: An Application of EUROMOD*, EUROMOD Working Paper EM7/01, University of Cambridge, UK
- Stiglitz, J. (2000), *Economics of the Public Sector*, Third Edition, W.W. Norton
- Warren, N. (2008), „A Review of Studies on the Distributional Impact of Consumption Taxes in OECD Countries”, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 64, OECD, str. 24

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