

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

broj 3 • oktobar–decembar 2005

IZDAVAČ

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

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET

Jurij Bajec
Pavle Petrović
Boško Živković
Stojan Stamenković
Branko Urošević

REDAKCIJA

Dragana Cvijanović
Jasna Dimitrijević
Vuk Đoković
Goran Radosavljević
Kori Udovički (glavni i odgovorni urednik)
Duško Vasiljević (urednik: trendovi)
Vladimir Vučković
Jelena Ždrale (izvršni urednik)
Boško Živković (urednik: Finansije)

SARADNICI U OVOM BROJU

Danko Brčerević
Mikica Drenovak
Katarina Stanić
Marina Vojvodičan
Milica Zvijer

LEKTURA

Anka Jakšić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA

Alta Nova

TIRAŽ

700 primeraka

CIP - Katalogizacija u publikaciji, Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

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

Tromesečno

ISSN 1452-2624 = Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji

COBISS.SR-ID 126547212

© 2006 Fond za razvoj ekonomske nauke

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

Najtoplije se zahvaljujemo Fondu za otvoreno društvo Srbije Vladi Kraljevine Holandije i USAID-u, što su omogućili istraživanja i objavljivanje ove publikacije.

Sadržaj

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

TRENDOVI

1. Pregled	7
2. Međunarodno okruženje	10
3. Cene i devizni kurs	14
4. Privredni rast	20
5. Platni bilans i spoljna trgovina	27
6. Fiskalni tokovi i politika	36
7. Monetarni tokovi i politika	45
8. Finansijska tržišta	54

POD LUPOM

<i>Pod lupom 1</i>	61
--------------------------	----

Registrovani zaposleni i zarade – statistički podaci i njihovo kretanje u periodu 2000–2005.

Katarina Stanić

1. Uvod	61
2. Definicije i metodologija	61
3. Kretanje registrovane zaposlenosti i zarada u periodu 2001–2005.	64
4. Zaključak	70

<i>Pod lupom 2</i>	71
--------------------------	----

Investicije u Srbiji

Danko Brčerević, Duško Vasiljević, Dejan Kovjениć

1. Uvod	71
2. Osvrt na zvaničnu metodologiju	72
3. Metodologija CEVES-a za procenu investicija ...	73

4. Ocena investicija u Srbiji 2003–2005.	75
5. Kako tumačiti viši nivo investicija u Srbiji?	76
6. Zaključak	77

<i>Pod lupom 3</i>	78
--------------------------	----

Stvarna i moguća performansa Naftne Industrije Srbije: Koliki je jaz?

Kori Udovički, Goran Radosavljević, Vuk Djoković

1. Uvod	78
2. Neke metodološke i praktične pretpostavke analize	79
3. Ocene gubitka metodom poređenja cena	81
4. Ocena gubitka analizom tehnoloških karakteristika prerade nafte	84
5. Zaključak	87

ANALITIČKI PRILOG	89
--------------------------------	-----------

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 12m iz razloga 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

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

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

FREN – Fond za razvoj ekonomske nauke

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

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development

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

WTI – West Texas International – kotacije nafte i derivata

Uvodnik



Posmatrano u celini i sa distance od par meseci, 2005. izgleda kao godina u kojoj se privreda Srbije zagreva za trku – počela je spoticanjem u rastu koje obično prati uvođenje PDV, a moguće, i kao posledica zastoja privatizacije u 2004. Međutim, do četvrtog kvartala, uz pomoć bankarskih kredita, brzo rastućeg izvoza (veoma širokog spektra proizvoda) i ubrzane privatizacije, teškoće su zaboravljene. Sve ukazuje na to da je privreda opet u zaletu i ovog puta se ne može ukazati na nekolicinu velikih «krivaca», već rast, izgleda, kreće iz korena.

Dakle, trka za koju se srpska privreda sprema mogla bi biti maraton.

Nažalost, nedavno je aktualizovana populistička ekonomska politika i, ako se ona ostvari, trka će postati kratkotrajni sprint. Konkretno, ministar finansija govori o značajnom smanjenju fiskalnog opterećenja zarada sa 73% na 60%, kao i o upotrebi očekivanih prihoda od privatizacije u iznosu od oko milijardu evra za javne investicije.

Takva politika, naročito poresko rasterećenje, razrušila bi rezultate višegodišnjih napora da se stvore uslovi u kojima je moguć postojan i snažan – *maratonski* – privredni rast. Makroekonomski ishod u 2005. godini pokazuje da je upravo sada *neophodno i moguće* preusmeriti težište ekonomske politike sa makroekonomske stabilizacije na strukturne ekonomske i institucionalne promene. Neophodno – zato što je to jedini način da se inflacija obuzda bez ozbiljnog žrtvovanja privrednog rasta. Moguće – zato što stvoreni fiskalni okvir zajedno sa budućim privatizacionim prihodima ostavlja marginu za rizike i troškove koji prate strukturne reforme. Umesto toga, najavljena politika raspalila bi inflaciju toliko da bi je samo novi ciklus bolnog makroekonomskog prilagođavanja, uključujući i ponovno podizanje poreskih stopa, doveo na dugoročno održiv nivo.

Ne ulazeći u motive najavljene fiskalne politike ukazaćemo na *pet zabluda* na kojima ona počiva.

Prva je ta da je *ekonomska reforma skoro završena*, kako to često potpredsednik srpske Vlade zna da kaže verujemo, ne samo u svoje ime. Suprotno tome – reforme koje treba da obezbede dugoročan razvoj i ravnomernu raspodelu plodova tog razvoja u Srbiji tek su na početku. Pri kraju su

samo one koje su Srbiju (skoro) prevele iz korporativno-socijalističke u tržišno-kapitalističku privredu. Ali, kao što znamo, nisu sve kapitalističke privrede uspešne.

Druga zabluda je da *poreske stope i dalje najviše otežavaju poslovanje privrede*. Upravo obrnuto: zahvaljujući već sprovedenim reformama i postignutom legalizovanju sivih tokova, poresko opterećenje privrede danas je mnogo ravnomernije raspoređeno nego pre četiri godine, a stope su među nižim u našem užem (jugoistočna Evropa) i širem okruženju (kontinentalni deo EU).¹ Efektivna stopa fiskalne naplate jeste visoka – ali to nije posledica visokih poreskih stopa, već specifične poreske strukture i skupe administracije koje opterećuju privredu. Potreba za lakom i sigurnom naplatom proteklih pet godina uspostavila je jednu od najregresivnijih poreskih struktura na svetu: visoku zaštitu neefikasnosti u naftnom sektoru, i sistem poreske administracije koje bitno otežavaju i poskupljuju privredno poslovanje. Tek kad se izvrše sistemske izmene u poreskoj strukturi i administraciji, a da efektivna naplata ne padne – treba ponovo razmišljati o smanjivanju poreskih stopa.

Te promene zahtevaju kapacitet za fino štimovanje institucionalnog rada. Poresko rasterećenje siromašnijih građana – prvi deo posla ispravljanja regresivnosti – lakše je izvodljivo. Podizanje poreskog opterećenja imućnijih građana – ide mnogo teže, između ostalog i zato što oni imaju više mogućnosti da poreske obaveze izbegnu. Za uspeh, potrebne su bitne promene u načinu rada i sposobnosti poreske uprave. Na primer, naša analiza prikazana u tekstu Pod Lupom 3 ukazuje na to da bi Srbija mogla povećati fiskalne prilive od naftnih derivata za najmanje 300 miliona evra (oko 1,5% BDP) godišnje, bez povećanja maloprodajnih cena, ali pod uslovom da se prethodno NIS stavi u ruke efikasnog strateškog kupca, da se liberalizuje uvoz derivata, i da ne padne stopa poreske naplate.

Treća zabluda je da je *PDV imao veoma jaku performansu u 2005. godini* i da to daje prostora i razloga da se razmatra ozbiljno fiskalno rasterećenje. U Pregledu i u odeljku o Fiskalnoj politici ovoga broja QM, detaljnije

¹ Niže fiskalno opterećenje zarada od Srbije imaju zemlje sa britanskom tradicijom (Engleska, Irska, Kipar, Malta) kao i neke zemlje koje su nastale na teritoriji Sovjetskog Saveza (Rusija).

obrazložemo da je dobra naplata u 2005. uglavnom privid, pod uticajem vanrednih faktora, tako da se ove godine može očekivati realno vrlo mali porast, ili čak pad prihoda od PDV. Kad se uzmu u obzir porast dugovanja države privredi po osnovu PDV, kao i obaveze države da otplaćuje stare dugove građanima Srbije – u 2005. nije ostvaren fiskalni suficit, već deficit, i to za oko 14 milijardi dinara veći od onog ostvarenog u 2004. godini.

Četvrta zabluda je *da su u proteklih pet godina javne investicije bile male zbog nedostataka finansijskih sredstava, te da sad kad država bude raspolagala većim sredstvima, ova mogu neograničeno da se troše na investicije.* Podsetimo: u četiri od pet prethodnih godina planirane investicije države bile su veće od ostvarenih, i – ni u jednoj, osim možda 2001– problem u njihovoj realizaciji nije bio nedostatak finansijskih sredstava. Investicije su podbacivale dvostruko: prvo, kapacitet realizacije investicija u zemlji bio je manji od plana, želja i načelno obezbeđenih projekata; drugo, smanjivanjem investicija kompenzovao se neplanirano veliki rast drugih fiskalnih rashoda kako bi se neutralisao njihov inflatorni efekat.

Svako državno trošenje, pa i investiciono, i svako smanjenje poreza, ima inflatorni efekat. Ključno je stoga pitanje – kako ministar planira neutralisanje inflatornog efekta porasta investicija i smanjenja poreza? Predloženo smanjenje fiskalnog opterećanja zarada značilo bi smanjenje fiskalnih prihoda za oko 30 milijardi dinara, odnosno za oko 1,5% BDP, dok bi rast javnih investicija za milijardu evra povećao domaću tražnju za oko 4,5% BDP. Da bi sa takvom fiskalnom politikom makroekonomska politika ostala neutralna, monetarna politika bi morala da ograniči kreditnu ekspanziju na jednu trećinu one koja je ostvarena u 2005. godini. Nema potrebe obrazlagati koliko bi to bilo štetno baš sad kad se privredni rast, konačno, zahuktava u nedržavnom sektoru.

Brine nas i pitanje, šta će se desiti kad ovako ambiciozni investicioni planovi udare u granice kapaciteta države da ih odgovorno sprovede? Hoće li se oni onda sprovoditi «po svaku cenu», kao što je to bio slučaj sa Vladinim programom smanjenja broja zaposlenih u državi prošle godine? Ili će sredstva, kad su već jednom isplanirana za trošenje, biti potrošena na manje produktivne svrhe nego što su to investicije?

Konačno, peta zabluda je *da država treba da investira «po svaku cenu».* To gledište zasniva se na dve teze: prvo, da je nivo ukupnih investicija u Srbiji izuzetno nizak te država treba da «uskoči» kako bi povećala produktivnost u zemlji; i drugo, da je svaka državna investicija dobra. U tekstu Pod lupom 2 prikazujemo nove podatke RZS i naše procene da su ukupne i javne investicije u Srbiji

daleko veće – preko 20% BDP-a nego što se to do sad verovalo (oko 15%). Osim toga, nije svaka investicija opravdana, pogotovo ako se odnos ulaganja i efekata ne odmeri valjano. Ako je reč o ulaganjima države pretili rizik da dođe do istiskivanja privatnog sektora, a do toga će svakako doći ako se ekspanzija trošenja na investicije ne neutrališe redukcijom nekih drugih fiskalnih troškova, već monetarnom politikom.

Mnogi u Srbiji vide privatizaciju javnih preduzeća kao prodaju «porodičnog srebra». Na Vladi je odgovornost da to ne bude tako, već da privatizacija javnih preduzeća bude *pretakanje* porodičnog srebra iz jednog oblika, u drugi. Privatizacione prihode treba investirati u novo «srebro», onim tempom koji to omogućava sposobnost države da promisli i ostvari dobre projekte, neutrališući efekat svog trošenja na tražnju i cene. U međuvremenu, sredstva se moraju namenski zaštititi u investicionom fondu, a njihova upotreba usloviti kofinansiranjem iz budžetskih sredstava. Ovo poslednje je potrebno kako se ne bi desilo da upotreba privatizacionih sredstava za investicije dovede do povećanja tekućih fiskalnih rashoda, tako što će rasteretiti budžetska sredstva obaveze da finansiraju investicije i u meri u kojoj je to činjeno do sada.

Prethodna Vlada je sadašnjoj ostavila u amanet višestruko ubrzanje privrednog rasta i oporavak izvoza u prvim mesecima njenog mandata. Najavljenom politikom bi ova Vlada ostavila sledećoj višestruko ubrzanje inflacije.



TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomski ishod u 2005. pokazuje, uporedno, konsolidaciju rezultata pet godina stabilizacione politike i izoštravanja potrebe da se produbljuvanjem strukturnih promena u privredi ti rezultati zaštite. Mada je rast u 2005. sigurno bio niži od onog u 2004, on je, čini se, bio i dublje utemeljen. U 2004. godini rast je izoštrio odskok od teške 2003. godine, a predvodila su ga nekolicina preduzeća u prvom talasu privatizacije. U 2005. godini, pak, posle lošeg starta usled uvođenja PDV, i zastoja privatizacije u 2004, rast se ubrzao predvođen izvozom sve šireg dijapazona proizvoda i obnovom privatizacije. Istovremeno podržan je živom kreditnom aktivnošću domaćih i inostranih izvora finansiranja. Za dugoročnu perspektivu, od velike važnosti jeste to da su drugu godinu zaredom ukupne dimenzije države, merene učešćem konsolidovanih javnih rashoda u BDP smanjene

Inflacija je, pak, posle skoka izazvanog uvođenjem PDV stabilizovana na visokom nivou od oko 17%. Tome su doprineli i eksterni faktori osim PDV, kao što su administrativne korekcije cena u sektoru javnih usluga i cene energenata – ali inflacija je, iznad svega, posledica visoke konjunktura. Ekonomska politika, uprkos izvesnim naporima, nije imala restriktivni efekat. Fiskalne transakcije od uticaja na likvidnost privrede bile su u deficitu, sličnom onom iz prethodne godine a monetarna politika je tek u četvrtom kvartalu počela da deluje na podizanje kamatnih stopa, tj. tek je tad postala efektivno restriktivna.

U četvrtom kvartalu visoka konjunktura pojačana je pod pritiskom autonomno razvijene tražnje, i to uprkos relativnom zaoštavanju i monetarne i fiskalne politike. Rast maloprodajnih cena kako baznih, tako i administriranih, kao i cena poljoprivrednih proizvoda, blago se ubrzao tokom kvartala, završivši godinu za 17,7% višim rastom nego u decembru 2004. Ubrzanje privrednog rasta u odnosu na prethodni kvartal bilo je rasprostranjeno na skoro sve sektore proizvodnje i usluga. Blago je ubrzan rast uvoza i ukupnog izvoza, a naročito izvoza isključujući *krupne izvoznike* (gvožđa i šećera). Takva kretanja našla su podršku u snažnoj ekspanziji bankarskih kredita, naročito privredi. Zaduživanje banaka, kako bi se ta ekspanzija finansirala, povećano je koliko i u prethodna tri kvartala zajedno, uprkos osetnom povećanju njihove obavezne rezerve na zaduživanje u inostranstvu. Fiskalni rezultat bio je pozitivan, delom iz sezonskih razloga, a delom zbog snažnog povećanja obaveza države prema obveznicima PDV.

Godina 2005. je druga zaredom u kojoj je i u svetu ostvaren generalno visok rast. Većina zemalja postigla je to uz relativno nisku inflaciju, uprkos visokom rastu cena energije. Ipak, racionalizacija troškova energije sve je bitnija preokupacija zemalja u svetu. U drugom odeljku Trendova ukazujemo i na sve приметnije smanjenje jaza između razvijenih i zemalja u razvoju u pogledu doprinosa svetskom rastu.

Za razliku od sveta, u Srbiji je, zbog administrativnog zadržavanja rasta cena energenata u maloprodaji, direktan efekat cene energenata u indeksu maloprodajnih cena bio relativno mali. Cene energenata ipak su indirektno delovale kroz cene usluga pod administrativnom kontrolom cena, pre svega stambeno-komunalne, koje su dale najveći doprinos inflaciji – na godišnjem nivou i u četvrtom kvartalu (Okvir 1 u odeljku 3 Trendova). Njihov porast, pored efekta cene energenata, verovatno odražava i strukturne faktore. U četvrtom kvartalu bazna inflacija, koju od ovog broja obračunavamo u FREN-u, ubrzala je na 13,5% u decembru, sa 11,8% u septembru.

Rast proizvodnje bio je neravnomerno raspoređen u toku godine: posle relativno oštrog pada u prvom kvartalu, posebno industrijske proizvodnje i građevinarstva, oporavak u toku godine

bio je uglavnom linearan, izuzev poljoprivredne proizvodnje. U četvrtom kvartalu industrija je nastavila s rastom iz trećeg kvartala i tako prestigla prošlogodišnji nivo proizvodnje, uprkos padu početkom godine. Mada je ubrzanje bilo izrazito rasprostranjeno, ipak je bilo slabije od vanrednog rasta ostvarenog u posljednjem kvartalu 2004. godine, pa i međugodišnja poređenja pokazuju slabiju sliku, naročito u proizvodnji investicionih dobara. Usluge su nastavile ionako visok trend rasta iz prethodnog perioda. Rastom građevinske aktivnosti u četvrtom kvartalu, taj sektor je uspeo da nadoknadi veliki pad s početka godine i da na godišnjem nivou ostvari pozitivnu stopu rasta.

Spoljnotrgovinski ishod u 2005. daleko je bolji nego u prethodnoj godini, ne samo zbog „premeštanja” uvoza iz 2005. u 2004. godinu, uoči uvođenja PDV početkom 2005. godine, već i zbog pozitivnih, *nosećih* tendencija. Izvoz je na godišnjem nivou rastao preko 30%, a uvoz, i posle korigovanja za efekat PDV, raste oko 10% i to u velikoj meri zbog snažnog rasta cena energenata. Korigovani deficit spoljne trgovine otprilike je nepromenjen na godišnjem nivou. Osobito dobra vest je to da su visoke stope rasta izvoza postojane i da obuhvataju sve veći broj proizvoda. U četvrtom, kao i u poslednjem kvartalu 2004. godine, kad se eliminiše efekat vanrednih faktora – *noseći trend* rasta izvoza višestruko je viši od *nosećeg trenda* rasta uvoza, što vodi ka srednjoročnom smanjenju deficita. Rast izvoza u četvrtom, kao i u trećem kvartalu, koči loša performansa šećera, i gvožđa i čelika, ali je performansa *ostalih proizvoda* još bolja nego u prethodnim kvartalima. Čini se, da *noseći* rast uvoza blago ubrzava, što se očituje i u prvim mesecima ove godine. Saldo tekućih transakcija u 2005. vratio se na nivo iz 2003. godine (oko 9% BDP), ali kad se eliminiše efekat PDV, veći je za oko dva procentna poena.

Celu 2005. godinu, a naročito njen poslednji kvartal karakteriše rekordni rast kapitalnih priliva (1390 miliona evra kvartal i 3664 miliona u godini) i deviznih rezervi zemlje (690 miliona kvartal i 1627 miliona u godini). Kapitalni prilivi prvenstveno se sastoje od stalno rastućeg direktnog zaduživanja privrede u inostranstvu, a u četvrtom kvartalu naročito se zadužuje bankarski sektor (534 miliona). Tokom godine snažno raste i priliv stranih direktnih investicija (1192 miliona u godini), ali u poslednjem kvartalu usporava (236 miliona).

U fiskalnoj politici konsolidacija i relativno smanjenje dimenzija države, bar na prvi pogled, obeležili su 2005. godinu. Dublja analiza, međutim, ukazuje na to da fiskalni rezultat nije bio toliko uspešan kao što se činilo na osnovu neprečišćenih zvaničnih podataka. Rastu neisplaćeni povraćaji i dugovanja države po osnovu PDV i – ukoliko se taj priliv isključi – bilans je, u najboljem slučaju, nepromenjen a likvidnosni efekat ukupnih fiskalnih transakcija je ekspanzivniji u odnosu na 2004. godinu. Relativno osrednja performansa PDV i niz mera smanjenja poreza, koje je Vlada preduzela u 2004. i u 2005. godini (ove potonje pod pogrešnim utiskom da je performansa PDV veoma jaka), smanjili su učešće javnih prihoda u BDP za dva procentna poena (isključujući porast obaveza države po osnovu PDV). I rast fiskalnih rashoda je obuzdan, pri čemu je njihovo smanjenje u odnosu na BDP već drugu godinu zaredom naročit uspeh. Ipak, ovi zaključci moraju se prihvatati s oprezom jer FREN, izvesno, nije bio u mogućnosti da otkloni sve nedoslednosti u prikazu zvaničnih fiskalnih računa.

Posle ubrzanja u drugom kvartalu 2005. godine monetarna ekspanzija na godišnjem nivou stabilizuje se nešto iznad 40%. Kreditna ekspanzija bila je nominalno još brža, mada u realnom izrazu slična onoj iz prethodne godine, sve do četvrtog kvartala – kada, zahvaljujući ubrzanju rasta kredita privredi, 12-m rast kredita ubrzava na 57% godišnje. Monetarnu multiplikaciju iniciralo je zaduživanje banaka u inostranstvu, čijim su konverzijama banke stalno vršile pritisak na monetarni rast. NBS je nastojala da zauzda ekspanziju kroz repo plasmane i podizanje stope obavezne rezerve na inostrane obaveze banaka. Monetarna politika bila je ipak daleko manje restriktivna nego što se to činilo u javnosti, koja se usredsređuje na regulativu potrošačkih kredita. Kamata na repo operacije nije, do pred sam kraj godine, dostigla visinu koja bi ozbiljnije odvlačila bankarske plasmane sa tržišta kredita. Na kraju godine efektivna stopa obavezne bankarske rezerve bila je povećana za šest procentnih poena – na oko 31%, a nominalna stopa na sve devizne izvore ujednačena je. U sedmom odeljku Trendova prikazujemo novu tabelu sa detaljnom strukturom deviznih rezervi zemlje i NBS, u kojoj se vidi da je dobar deo njihovog

rasta posledica povećanja bankarskih obaveznih rezervi, ali su i neto devizne rezerve NBS rekordno rasle.

Kamate na finansijskim tržištima odrazile su povećanu tražnju za likvidnošću prouzrokovanu povećanim stopama obavezne rezerve u novembru. Gledajući godinu u celini, vidna je tendencija pada prinosa na obveznice stare devizne štednje, verovatno pod pritiskom stalnog priliva inostranog kapitala i pozitivnije percepcije o riziku ulaganja u zemlji. U poslednjem kvartalu 2005. godine dolazi do rasta tržišta akcija, koje prema zbirnim podacima premašuje vrednosti iz poslednjeg kvartala 2004. Najznačajniji činilac tog uzlaznog trenda je intenzivirano trgovanje novouvrštenim akcijama banaka, kao i rast diskontinualnog segmenta.

Kvartalni monitor će od idućeg broja redovno pratiti trendove vezane za zarade i zaposlenost. U prvom tekstu Pod lupom detaljno analiziramo metodologije kojima statistika prati ove oblasti. Pokazujemo da, iako je rast registrovanih zarada stvaran, u statistici je do sad bio precenjen, a moguće je da se to precenjivanje nastavi i ubuduće.

Nivo investicija u zemlji je među makroekonomskim parametrima o kojima se govorilo sa najviše zabrinutosti u stručnoj i široj javnosti. Najnoviji zvanični podaci za 2004. godinu, bazirani na unapređenoj metodologiji pobijaju tu predstavu i podržavaju CEVES-ovo ranije istraživanje koje upućuje na zaključak da su investicije oko 60% veće nego što se to ranije mislilo. U drugom tekstu Pod lupom dajemo FREN-ovu procenu investicija za period 2003–2005, baziranu na ovim izvorima.

Na kraju, u poslednjem tekstu stavljamo pod lupu performansu Naftne industrije Srbije (NIS). Shodno *QM*-ovom opredeljenju da pruža kvantitativne informacije korisne donosiocima odluka ekonomske politike, merimo NIS-ovu performansu prema tri alternativna standarda efikasnosti. Pronalazimo da NIS-ova neracionalnost Srbiju košta bar 300 miliona evra godišnje. Ovaj nalaz je naročito važan pred isticanje roka važenja Uredbe o zabrani uvoza naftnih derivata, zato što bi njena obnova u kontekstu privatizacije NIS-a, *de facto* omogućila novom vlasniku da taj gubitak pretvori u svoj ekstraprofit.

2. Međunarodno okruženje

Godina je 2005. druga za redom u kojoj je generalno u svetu ostvaren visok rast i relativno niska inflacija. Glavna promena u odnosu na prethodnu godinu desila se na tržištu nafte, te je sve bitnija preokupacija većine zemalja racionalizacija troškova energije i obezbeđenje izvora energije u budućnosti. Izvoz je bio glavni pokretač rasta u svim regionima sveta. Na osnovu ostvarenih rezultata u 2005. godini primećuje se smanjenje jaza između razvijenih i zemalja u razvoju u pogledu doprinosa svetskom rastu.

Tabela T-1. Svet: Privredni rast i inflacija, 2004–2005.

U %	Realni BDP						Troškovi života	
	u odnosu na prethodnu god.		u odnosu na prosek prethodne god. (desezonirani)				u odnosu na prethodnu god.	
	2004	2005	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005	Q3 2005	Q4 2005
Svet ukupno	3,8	3,0	3,5	3,3	3,0	3,0	2,5	2,9
SAD	4,2	3,5	3,8	3,3	4,1	1,6	3,8	3,7
Kanada	2,9	2,9	2,1	3,4	3,5	2,5	2,6	2,3
Japan	2,6	2,8	5,8	5,0	1,4	5,5	-0,3	-0,5
Kina	9,5	9,9	9,5	8,3	11,4	11,5	1,3	1,4
Indija	6,9	8,0	6,9	10,4	7,3	9,8	3,7	5,0
Evro zona	1,8	1,4	1,5	1,6	2,7	1,0	2,3	2,3
Nemačka	1,1	1,1	3,0	0,9	2,5	0,0	2,1	2,2
Velika Britanija	3,2	2,2	1,0	1,9	2,1	2,3	2,4	2,1
Italija	1,0	0,1	-2,1	3,0	1,1	0,0	2,2	2,5
Rusija	7,2	6,4	3,2	9,9	7,5	10,0	12,5	11,2
Bugarska	5,6	6,0	...	6,2	3,4	...	3,7	...
Rumunija	8,3	3,9	...	...	...	...	8,9	...
Mađarska	4,6	4,2	3,6	4,7	4,4	4,6	3,7	3,2
Hrvatska	3,8	...	...	5,1	5,5	5,6	...	...
Makedonija	4,1	3,8	...	4,7	3,7	...	0,8	0,5
BIH	5,0	...	...	...	...	...	3,8	...

Izvor: JPMorgan, Centralna banka Bugarske (www.bnb.bg), Centralna banka Republike Makedonije (www.nbrm.gov.mk) i Centralna banka Hrvatske (www.hnr.hr).

SAD beleže manji rast od očekivanog, ali inflacija ne usporava.

Sjedinjene Američke Države. Rast BDP od 1,6% u četvrtom u odnosu na treći kvartal (na godišnjem nivou, desezonirano) za mnoge je bio neprijatno iznenađenje, s obzirom na očekivani rast od oko 2,8%. Takvi rezultati su posledica pada potrošnje (trajnih dobara domaćinstava za 17,5% i smanjenja izdataka za vojni sektor od 2,4%) kao i rasta troškova energije u odnosu na prethodni kvartal. Ukupan rast BDP-a u 2005. godini bio je 3,5%. Uočljivo je da se u četvrtom kvartalu menja struktura rasta privrede: tražnja domaćinstava se smanjuje, ali se korporativna tražnja i izvoz povećavaju. S druge strane, inflacija je u četvrtom kvartalu iznosila 3,7% (na godišnjem nivou), što predstavlja neznatno smanjenje u odnosu na treći kvartal kada je bila 3,8%. Zabrinjava, međutim, porast bazne inflacije na 2,2% na godišnjem nivou (u prethodnom kvartalu 1,4%) čiji je verovatni uzrok uticaj povećanja cene nafte na druge cene. Početkom godine FED je podigao referentnu kamatnu stopu na 4,5% nastavljajući da ovim instrumentom obuzdava inflaciju. U tom kontekstu postavlja se pitanje koliko je američka privreda «osetljiva» i kakav će biti efekat promene kamatne stope. Pozitivni nagoveštaji stižu sa tržišta radne snage: u decembru je stopa nezaposlenosti bila 4,9%, a stopa prijava „novonezaposlenih“ bila je niža nego u septembru.¹

Evropske zemlje sa slobodnijim kretanjem radne snage beleže brži rast.

Evropska unija. Relativno dobri ekonomski rezultati u 2005. pružili su Evropskoj centralnoj banci osnovu za razmatranje daljeg podizanja kamatne stope kako bi se amortizovala inflacija, koja je u prethodnoj godini prešla ciljni nivo od 2% na godišnjem nivou. ECB procenjuje da će cena nafte i dalje rasti što će uticati na opšti nivo cena. Osim toga, negativne realne kamatne stope u

¹ www.bea.gov/bea/newsrelarchive/2006

poslednje dve godine stimulisale su tražnju da bi se podstakao rast privrede, pa ECB pažljivo prati izveštaje Minhenskog instituta Ifo o očekivanjima korporacija i potrošača o budućim ekonomskim kretanjima; zabrinuta je, međutim zbog povećanja zaduživanja domaćinstava (9,4% u 2005). Preterani rast M2 agregata mogao bi dalje da utiče na cene imovine, kao što je već delovao na rast cena na tržištu kapitala i rast cena nekretnina. Kada bi se cene nekretnina uključile u indeks troškova života, inflacija bi bila za pola procenta viša. Stoga se može očekivati da će, ako se potvrdi stabilan ekonomski rast i u prvom kvartalu 2006. godine, ECB nastaviti sa povećanjem referentne kamatne stope, štaviše, predviđa se da će ona ove godine dostići oko 3%². Ono što će na duži rok uticati na prosperitet EU je već činjenično stanje o slobodnom kretanju kapitala, rada, robe i usluga: 12 od 15 „starih“ članica Evropske unije uvelo je privremene restrikcije na slobodno kretanje radne snage, strahujući od najezde jeftinije radne snage sa Istoka. Evropska Komisija je u februaru saopštila kako su zemlje koje su u potpunosti otvorile svoje tržište radne snage (Velika Britanija, Irska i Švedska) imale brži rast i smanjenje nezaposlenosti nego ostale „stare“ članice. Izrazito protekcionističke mere francuske vlade sprečile su preuzimanje proizvođača čelika «Arcelora», koji zapošljava oko 30.000 ljudi u Francuskoj, što je samo jedan od primera prepreka slobodnom kretanju kapitala. Trgovina robom možda najbolje funkcioniše u okviru evropskog tla, ali je zato izuzetno restriktivna prema konkurenciji sa drugih kontinenata, poput čuvenog tekstilnog rata sa Kinom³.

SDI u Istočnoj Evropi u 2005. godini dostigle 55 milijardi dolara.

Istočna Evropa. Prosečna stopa rasta Istočne Evrope u 2005. godini je 5%. U prethodnoj godini CEE region je privukao 55 milijardi dolara stranih direktnih investicija, što je za 50% više nego u 2004. Najviše je investirano na tržište Rusije i Češke. Jedna od posledica porasta stranih investicija u regionu je i visok rast produktivnosti: sa 4,1% u 2004. na 6,2% u 2005. godini.⁴ Drugi razlog porasta investicija su blizina tržišta EU i trgovinske olakšice, koje ovaj region uživa za razliku, na primer, od Kine i Indije. Treći razlog je jeftinija i kvalitetna radna snaga zbog koje su kompanije poput «DHL», «Lufthansa» i «Siemens» prenele operacije veće obrade podataka i tzv. servisne *call centre* u Istočnu Evropu. U Estoniji se tako nalazi razvojni centar Skype, softvera koji omogućava besplatne ili vrlo jeftine razgovore preko Interneta⁵. Najzad, rast tražnje, odnosno potrošnje jeste faktor koji će dugoročnije uticati na stabilnost regiona. Kompanije iz oblasti telekomunikacija, banke, i trgovinski lanci, gde su nivo usluga i iskorišćenost potencijala tržišta dosta niski, značajno su ulagale u prošloj godini: «Vodafone» je polovinom prošle godine otkupio većinske pakete rumunskog «MobiFona» i češkog «Oskara», dok «Telekom Austria» više od godinu dana poseduje najvećeg mobilnog operatera u Bugarskoj «MobilTel». Strane evropske banke su plaćale visoke sume za ulazak na tržište, od čega je i Srbija jedan manji deo okusila. «Tesco» je napravio bum u prometu otvarajući prodajne objekte u Mađarskoj, Slovačkoj, Češkoj i Poljskoj⁶.

Kina već treću godinu za redom beleži dvocifreni rast.

Azija. Na osnovu ostvarenih rezultata u 2005. moglo bi se reći da je Istok obasjalo sunce. Ovo je treća godina po redu kineskog dvocifrenog rasta, uprkos očekivanjima da će se rast u 2005. usporiti. Osnova rasta je i dalje izvoz, ali on usporava ustupajući mesto domaćoj tražnji. Kina je u četvrtom kvartalu imala veoma naporene pregovore oko carinskih stopa sa SAD i EU. Veoma visoke carine na kinesku robu usporiće rast izvoza u 2006. godini. Centralna banka Kine je smanjila kupovinu dolara jer se smanjenjem izvoza smanjuje i pritisak na apresijaciju juana. Da bi obezbedila buduću rast Kina je bila veoma aktivna u pregovorima oko obezbeđenja energetskih rezervi u poslednjem kvartalu 2005. Prvo su kupili naftna polja u Nigeriji, zatim su obezbedili „povlašćeni status“ u isporuci saudijske nafte, i planirali izgradnju 30 nuklearnih centrala u sledećih 15 godina⁷.

² Serious business, *The Economist*, 2. mart 2006, dostupno sa: <http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?id=5586894>

³ Freedom fired, *The Economist*, 9. februar 2006, dostupno sa:

http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=E1_VQJQGNR

⁴ www.ceemarket.com

www.emergingmarkets.org/news

⁵ The rise of nearshoring, *The Economist*, 1. decembar 2005, dostupno sa:

http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=5246203

⁶ Emerging Europe growth sustainable?, *Schroders Insight: Emerging Europe*, 1. mart 2006, dostupno sa:

<http://www.dollardex.com/sg/index.cfm?current=../contents/eruogains&contentID=2625>

⁷ China economy roars into new year, *Reuters*, 25. januar 2006, dostupno sa: [http://](http://news.yahoo.com/s/nm/20060125/bs_nm/economy_china_dc)

news.yahoo.com/s/nm/20060125/bs_nm/economy_china_dc

Indija je, kako navodi magazin *Economist*, ušla u treću fazu izvoznog buma iz oblasti informacionih tehnologija i *business process outsourcinga*⁸, pa se procenjuje da će taj sektor do 2010. donositi 60 milijardi dolara godišnje. Ova konstatacija ilustrovana je činjenicom da su u poslednjem kvartalu 2005. «Microsoft», «Intel» i «Cisco Systems» najavili ulaganja u postojeće R&D centre u Indiji: 1,7, 1, odnosno 1,1 milijardi dolara u sledećih pet godina. Takođe, u tri najveće indijske IT kompanije mesečno se zaposli 1.000 novih radnika.⁹ Ljudski resurs je dobar stimulans i za razvoj farmaceutske industrije i to opet sektora R&D: 122.000 hemičara godišnje diplomira u Indiji, a troškovi R&D u farmaceutskom sektoru su osam puta niži nego na Zapadu. Brojne velike farmaceutske kuće prenele su R&D operacije na specijalizovane istraživačke laboratorije. Kako sada u tim zemljama postoji manjak adekvatnih stručnjaka, uz rast troškova istraživanja i skraćivanje životnog ciklusa proizvoda – farmaceutske kuće sele operacije u „jeftinije“ zemlje. Osim kvalitetnog kadra, razvijena informaciona tehnologija i doneti zakoni o intelektualnoj svojini čine Indiju atraktivnom za razvoj novih lekova.¹⁰

Napokon solidna godina za Japan, sa dobrim izgledima za budućnost.

Japan je u četvrtom kvartalu imao međugodišnji rast BDP od čak 4,8% i rast industrijskog outputa od 11% na godišnjem nivou. Ukupni rast BDP u 2005. bio je 2,8% – najveći od svih zemalja G7, osim Amerike¹¹. Posle 15 godina naizmenične recesije i sporog rasta, ovo je velika novost. Potrošnja u 2005. je konstantno rasla iz kvartala u kvartal, a na godišnjem nivou 3,2% – prvi put nakon 1996, čineći rast Japana manje zavisnim od izvoza. Nestanak deflacije u novembru i decembru potpomogao je pad realnih kamatnih stopa podstičući dalji rast tražnje. Istovremeno, na tržištu radne snage uspostavljena je ravnoteža između slobodnih radnih mesta i onih koji traže posao, koja se nije desila od 1992.¹²

OKVIR 1: Uloga zemalja u razvoju u svetskoj ekonomiji dobija na značaju

Prema najnovijim procenama magazina *The Economist*, doprinos zemalja u razvoju (emerging countries), opštem privrednom rastu izjednačio se u toku 2005. sa doprinosom razvijenih zemalja.¹ Na osnovu sprovedenog istraživanja došlo se do tri zaključka. Prvo, u 2005. godini zemlje u razvoju su proizvele nešto više od polovine svetskog autputa, mereno u jedinicima kupovne moći. Drugo, zemlje u razvoju su doprinele preko 50% rasta svetskog BDP-a, mereno u tekućim cenama u dolarima. U 2005. rast BDP-a svih zemalja u razvoju iznosio je 1,600 milijardi dolara, od čega 1/5 predstavlja rast Kine i Indije, u odnosu na rast BDP-a razvijenih zemalja od 1,400 milijardi dolara. Treće, sve zemlje u razvoju (32) koje su obuhvaćene istraživanjem imale su pozitivan rast i u 2004. i u 2005. U prethodnih 30 godina, svake godine je barem jedna od posmatranih zemalja zašla u finansijsku krizu ili recesiju. Prosečan rast BDP-a zemalja u razvoju iznosio je 6% u poređenju sa 2,4% prosečnog rasta BDP-a razvijenih zemalja. Učešće u svetskom izvozu zemalja u razvoju poraslo je sa 20% u 1970. na 42% u 2005. godini. Strane direktne investicije su iznosile 358 milijardi dolara prošle godine, a te zemlje poseduju i 2/3 svetskih deviznih rezervi. U potrošnji nafte učestvuju sa 47%.²

Navedeni rezultati su posledica izvršenih reformi i prihvatanja tržišnog načina poslovanja, otvaranja trgovine i investicija. Većina zemalja u razvoju sada ima znatno zdraviju „krvnu sliku“ ekonomije: kontrolisaniju inflaciju zahvaljujući restriktivnoj monetarnoj i fiskalnoj politici, uglavnom fleksibilni

1 Coming of age, *The Economist*, 19. januar 2006, dostupno sa: http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=5411977

2 Climbing back, *The Economist*, 19. januar 2006, dostupno sa: http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=5420756

Marsha Freeman, China's 21st- century nuclear energy plan, *Executive Intelligence Review*, februar 2005.

Saudi King Abdullah Visits China to Discuss Energy Security, 22. januar 2006, dostupno sa: <http://news.morningstar.com>

8 Business process outsourcing je proces izdvajanja poslovne aktivnosti iz sistema i njeno prenošenje na druge kompanije koje su specijalizovane za obavljanje te aktivnosti.

9 The next wave, *The Economist*, 14. decembar 2005

10 Good chemistry, *The Economist*, 2. februar 2006, dostupno sa: http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=5476754

11 Picking itself up, *The Economist*, 23. februar 2006, dostupno sa: http://www.economist.com/displayStory.cfm?Story_id=5555870

12 Testing all engines, *The Economist*, 2. februar 2006, dostupno sa: http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=E1_VQSJGP

Zemlje u razvoju zaslužne su za polovinu globalnog privrednog rasta u 2005.

devizni kurs i pozamašne devizne rezerve. Mnoge od njih su realizovale suficite u bilansu tekućih plaćanja. Osim toga, razvoj zemalja u razvoju, za razliku od prošlih «bumova», u dobroj meri se zasniva na porastu domaće štednje – odnos inoduga u odnosu na izvoz smanjen je sa 174% u 1982. na 82% u 2005. godini.

Uz to, brzom rastu zemalja u razvoju doprineli su povoljni uticaji iz okruženja. Prvo, rast cena sirovina je znatno pogurao rast nekih ekonomija poput Rusije, Brazila, Južnoafričke Republike. Drugo, niske kamatne stope smanjile su iznos spoljnog duga, što je značajno za Latinsku Ameriku koja je duplo više zadužena u inostranstvu nego što izvozi. Najzad, tu je i izuzetan rast tražnje u korist uvoza SAD iz zemalja u razvoju. Sva tri navedena faktora nisu održiva na dugi rok. Kamatne stope već rastu, a američka potrošnja je znatno poljuljana visokim cenama nafte.

***Globalno pada
cena rada, ali
se i povećava
produktivnost.***

Rast zemalja u razvoju podstiče razvoj razvijenih zemalja: polovina izvoza SAD, Japana i EU odlazi u zemlje u razvoju. Izvoz razvijenih zemalja u te zemlje raste dvostruko brže od stope rasta izvoza unutar razvijenih zemalja. Globalizacija je uslovlila promenu u relativnim cenama sirovina i finalnih proizvoda, te je promenjena i redistribucija dohotka. Uvođenjem tržišne ekonomije u zemljama bivšeg Sovjetskog Saveza, Kine i Indije globalno tržište radne snage se udvostručilo, tako da je kapital postao relativno oskudniji resurs. To je uzrokovalo pad cene rada, dok su profiti kompanija u razvijenim zemljama prigrabili značajni udeo nacionalnog dohotka. Smanjenje cene rada je jednim delom nadoknađeno nižim potrošačkim cenama. Zahvaljujući preseljenju proizvodnje multinacionalnih kompanija u zemlje u razvoju, korišćenjem ekonomije obima potrošačke cene su se globalno snizile. Konkurencija zemalja u razvoju bi morala doprineti rastu produktivnosti razvijenih zemalja. Takodje, konkurencija iz zemalja u razvoju bi trebalo da učini fleksibilnijim tržište radne snage i tržište finalnih proizvoda, što bi moglo da ubrza restrukturiranje industrija od starih ka novim, od onih koje su u opadanju ka novim industrijama i uslugama. Brz rast zemalja u razvoju je ostvaren i zato što su usvojene postojeće tehnologije razvijenih zemalja. Razvijene zemlje će, međutim, morati da razvijaju nove tehnologije da bi održale komparativne prednosti.

***Za očekivati je da
će zemlje u razvoju
i dugoročno imati
relativno visok rast.***

Ekonomska neminovnost je da će u sledećih nekoliko godina barem neka od posmatranih zemalja u razvoju stagnirati, ali dugoročno gledano može se očekivati da će sve zemlje u razvoju imati relativno visok rast.

3. Cene i devizni kurs

Maloprodajne cene su u četvrtom kvartalu 2005. nastavile brz rast karakterističan za celu godinu. Tako je godina završena sa visokom inflacijom od 17,7%. U poslednjem kvartalu najviše su poskupeli poljoprivredni proizvodi. Na godišnjem nivou, najveći doprinos inflaciji dale su usluge pod administrativnom kontrolom cena, pre svih stambeno-komunalne usluge. Njihov porast je u dobroj meri posledica rasta cena energenata. U prva dva meseca 2006. rast cena je usporen, a vuče ih uglavnom, ponovo, nebazna inflacija.

Visoka inflacija jedna od glavnih karakteristika prethodne godine.

Nakon kratkotrajnog usporavanja u septembru, maloprodajne cene su u četvrtom kvartalu nastavile sa brzim rastom. Cene su u poslednjem kvartalu 2005. bile za 5,2% više nego u prethodnom. Tako je godina završena sa prosečnom inflacijom od 16,5%, odnosno ukupnom od 17,7% na kraju godine (Tabela T-2). Navedeni rezultati nameću inflaciju kao jedan od glavnih problema godine – inače relativno solidne po ostalim pokazateljima – i važan prioritet ekonomske politike u narednoj godini.

Tabela T-2. Srbija: Cene na malo, 2001–2006.

Ukupan rast cena u 2005. u odnosu na decembar prethodne godine bio je 17,7%.

	ukupan indeks cena na malo			komponente indeksa cena na malo					
	dec. 2002=100	12-m	kumulativ ¹⁾	ROBA	Poljoprivredni proizvodi	Industrijski prehrambeni proizvodi	Industrijski neprehrambeni proizvodi	USLUGE	
				kumulativ ¹⁾					
	godišnji indeksi²⁾								
2001	76,8	194,3	140,6	132,3	127,4	133,1	135,0	175,3	
2002	93,2	121,4	114,8	109,4	113,8	98,8	114,1	133,0	
2003	104,1	111,7	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1	
2004	114,3	110,1	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1	
2005	134,0	116,5	117,7	115,4	136,1	115,9	114,0	124,1	
	kvartalni indeksi²⁾								
2003									
Mart	101,8	114,1	101,8	100,4	104,6	99,1	100,5	105,8	
Jun	103,7	114,2	103,7	101,9	118,0	99,0	101,2	108,8	
Septembar	105,6	110,2	105,6	104,4	90,1	101,1	106,9	109,0	
Decembar	107,8	107,8	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1	
2004									
Mart	109,7	107,8	101,8	101,0	105,1	101,6	100,4	103,9	
Jun	113,3	109,3	105,1	105,1	125,6	104,6	103,8	105,3	
Septembar	117,6	111,4	109,2	109,4	105,7	110,7	109,3	108,5	
Decembar	122,6	113,7	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1	
2005									
Mart	128,8	117,4	105,1	103,8	115,0	104,7	109,6	106,6	
Jun	132,4	116,8	108,0	107,0	147,8	107,1	104,6	110,7	
Septembar	137,1	116,5	111,8	110,7	119,2	110,1	111,2	115,3	
Decembar	144,2	117,7	117,7	115,4	136,1	115,9	114,0	124,1	
2006									
Januar	144,9	115,1	100,5	100,4	103,5	100,7	100,7	100,3	
Februar	146,9	115,0	101,9	102,3	107,8	100,7	103,5	100,6	

Izvor: Tabela P-1 u Analitičkom prilogu.

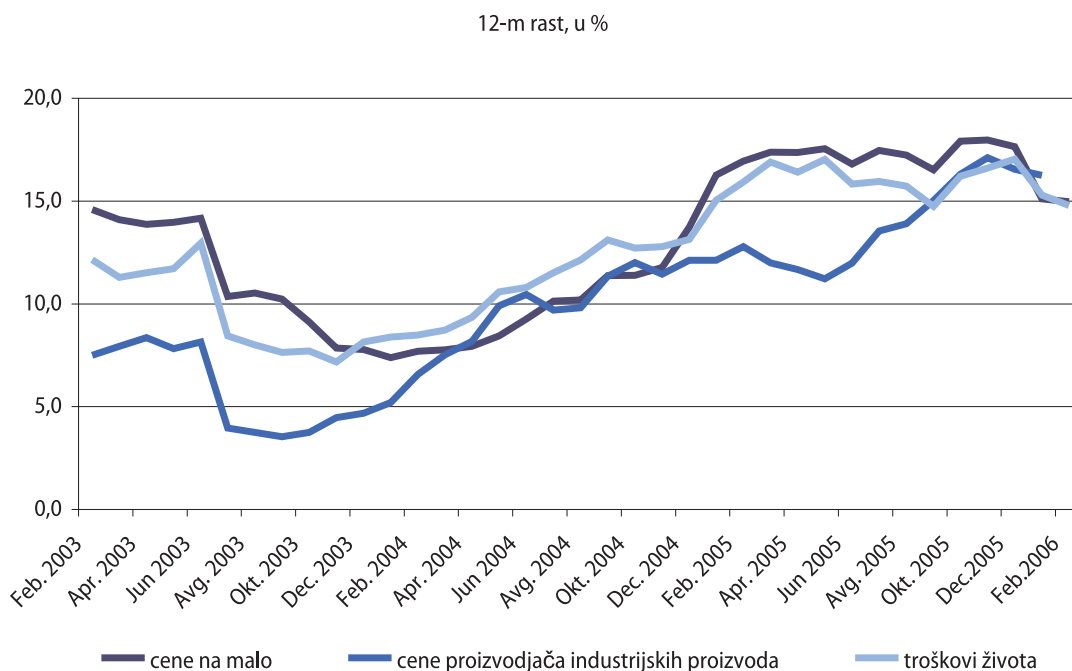
1) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

2) Podaci se odnose na dati mesec, podaci za prosek perioda su dati u Tabeli P-1 u Analitičkom prilogu.

Troškovi života su u poslednjem kvartalu takođe porasli za 5,2% u odnosu na prethodni. Ukupan rast troškova života u 2005. godini je 17,0% (Grafikon T-1).

Grafikon T-1. Srbija: Izabrani indeksi cena, 2003–2006.

U celom četvrtom kvartalu ponovo visoka inflacija, ali usporava početkom 2006.



Izvor: Tabela P-2 u Analitičkom prilogu.

FREN je formirao svoj indeks bazne inflacije...

Za potrebe analize, podelili smo robe i usluge koje ulaze u indeks maloprodajnih cena u nekoliko grupa, pretpostavljajući među njima divergentna ponašanja. Najbitnije je formiranje FREN-ovog indeksa baznih maloprodajnih cena koji uključuje sve cene u indeksu maloprodajnih cena (IMC) osim poljoprivrednih proizvoda, energije i usluga pod administrativnom kontrolom cena. Ove tri grupe isključenih proizvoda posmatramo zasebno, a čine ih: *energija* – osvetljenje, ogrev i tečna goriva i maziva u maloprodaji (što uglavnom isključuje mazut); *usluge pod administrativnom kontrolom cena* – stambeno komunalne usluge, usluge za obrazovanje i kulturu, saobraćajne i PTT usluge i usluge društvene zaštite; *poljoprivredni proizvodi* – samo poljoprivredni proizvodi koji se neposredno troše u izvornom obliku, dakle, sveže voće i povrće, sveža riba i jaja. Bazne cene delimo na sledeće grupe: *duvan i alkoholna pića*, *industrijski prebrambeni proizvodi*, *industrijski neprebrambeni proizvodi*, i *usluge sa slobodnim formiranjem cena* (zanatske i lične usluge i finansijske i druge usluge).

...a za bazni period uzelo 12 meseci od jula 2002. do juna 2003.

Kao bazni period za našu analizu uzeli smo 12 meseci od jula 2002. do juna 2003. Iako u tom periodu nije ostvareno potpuno prilagođavanje cena, smatramo da je to ipak valjan izbor za bazni period. Izabrali smo ga jer je Vlada tada pokušavala da uspostavi ravnotežu u relativnom odnosu cena nakon perioda u kojem su dosta proizvoda i usluga bili subvencionisani. Takođe, do tada je već prošlo dovoljno vremena od glavne liberalizacije cena s kraja 2000, a posle tog perioda se, po svemu sudeći, više posezalo za administrativnom kontrolom. Rezultati ove analize prikazani su u Tabeli T-3 i T-4.

Tabela T-3. Srbija: Cene na malo, 2002–2006.

*Usluge pod
administrativnom
kontrolom cena
rastu najbrže.*

	ukupno	bazna inflacija	poljoprivredni proizvodi	duvan i alkoholna pića	energija	industrijski prehrambeni proizvodi	industrijski neprehamb. proizvodi	usluge sa slobodnim formiranjem cena	usluge pod admin. kontrolom cena	komunalno- stambene usluge
bazni indeksi¹⁾										
2002										
Decembar	100,4	99,6	98,9	100,1	101,0	99,8	99,9	96,7	102,7	102,8
2003										
Mart	102,1	100,7	105,6	101,2	100,7	98,9	100,9	106,1	106,7	108,7
Jun	104,0	102,1	120,3	106,4	100,3	98,5	102,3	108,1	109,9	115,5
Septembar	105,4	103,0	90,7	107,6	110,0	100,6	103,0	105,5	111,4	116,3
Decembar	107,6	105,6	94,5	109,6	109,9	105,0	104,8	106,5	114,2	123,3
2004										
Mart	109,5	107,2	100,0	110,3	109,7	106,6	105,7	112,1	118,3	133,5
Jun	112,8	109,8	119,4	114,4	114,1	109,4	107,8	114,3	119,5	135,5
Septembar	116,4	114,2	95,0	118,4	123,7	116,3	109,5	121,8	120,5	137,0
Decembar	120,6	117,4	97,7	120,5	128,8	120,3	112,7	123,9	127,1	138,1
2005										
Mart	126,7	122,2	112,4	124,9	131,3	126,2	115,9	132,6	139,0	165,0
Jun	130,2	125,1	144,5	126,6	132,1	128,9	119,6	134,1	141,6	168,6
Septembar	134,9	127,7	116,6	127,6	149,0	132,5	121,3	139,3	147,5	178,2
Decembar	141,9	133,3	132,9	137,1	151,2	139,4	125,4	141,4	161,3	200,3
2006										
Januar	142,5	133,9	137,7	137,1	151,2	140,5	125,7	141,8	162,0	200,8

Izvor: RZS.

1) Prosek perioda: jun 2002 – jun 2003 = 100.

*Bazna inflacija raste
sporije od ukupne.*

Brige oko visoke inflacije donekle ublažava kretanje bazne inflacije, koja raste sporije od ukupne. Tako je bazna inflacija (opisana u prethodnom pasusu) u četvrtom kvartalu u odnosu na prethodni iznosila 4,4%, a u decembru 2005. u odnosu na decembar prošle godine 13,5%. Nasuprot tome, veoma veliki doprinos ukupnom rastu cena dale su usluge pod administrativnom kontrolom cena, posebno komunalno-stambene usluge. Detaljniju analizu njihove dinamike dajemo u Okviru 1.

*Neuobičajeno visok rast
cena poljoprivrednih
proizvoda.*

U četvrtom kvartalu najveći rast cena imali su poljoprivredni proizvodi – poskupeli su za 14,1%. Čini se da to nije uobičajeno sezonsko ponašanje, jer su prethodne dve godine ovi proizvodi u poslednjem kvartalu beležili mnogo blaži rast. Cene poljoprivrednih proizvoda su nastavile snažan rast i u januaru i februaru.

Tabela T-4. Srbija: Komponente IMC – doprinos rastu indeksa

*Tokom cele 2005. raste
doprinos nebazne
inflacije ukupnoj.*

	ponder u 2005	doprinos 12-m rastu, u %				
		2004	2005			
		Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
Ukupno inflacija	10.000	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Nebazna inflacija	4.195	46,2	48,2	47,5	57,0	55,6
Poljoprivredni proizvodi	309	0,9	2,4	4,2	4,4	6,3
Energija ¹⁾	1.837	26,2	23,0	18,7	23,6	18,1
Usluge pod admin. kontrolom cena	2.049	19,2	22,8	24,5	29,0	31,2
Komunalno stambene usluge	771	7,7	11,6	12,2	14,6	19,7
Bazna inflacija	5.805	53,8	51,8	52,5	43,0	44,5
Duvan i alkoholna pića	816	6,8	6,9	5,7	4,0	6,4
Industrijski prehrambeni proizvodi	1.999	24,2	23,4	23,2	17,5	18,0
Industrijski neprehrambeni proizvodi ²⁾	2.418	15,2	14,8	17,2	16,3	15,5
Usluge sa slobodnim formiranjem cena	572	7,8	6,7	6,4	5,2	4,6

Izvor: RZS.

1) Ovu grupu sačinjavaju tečna goriva i maziva, kao i osvetljenje i ogrev.

2) Osim tečnih goriva i maziva, i osvetljenja i ogreva.

Cene energije u Srbiji ne prate kretanje svetskih cena.

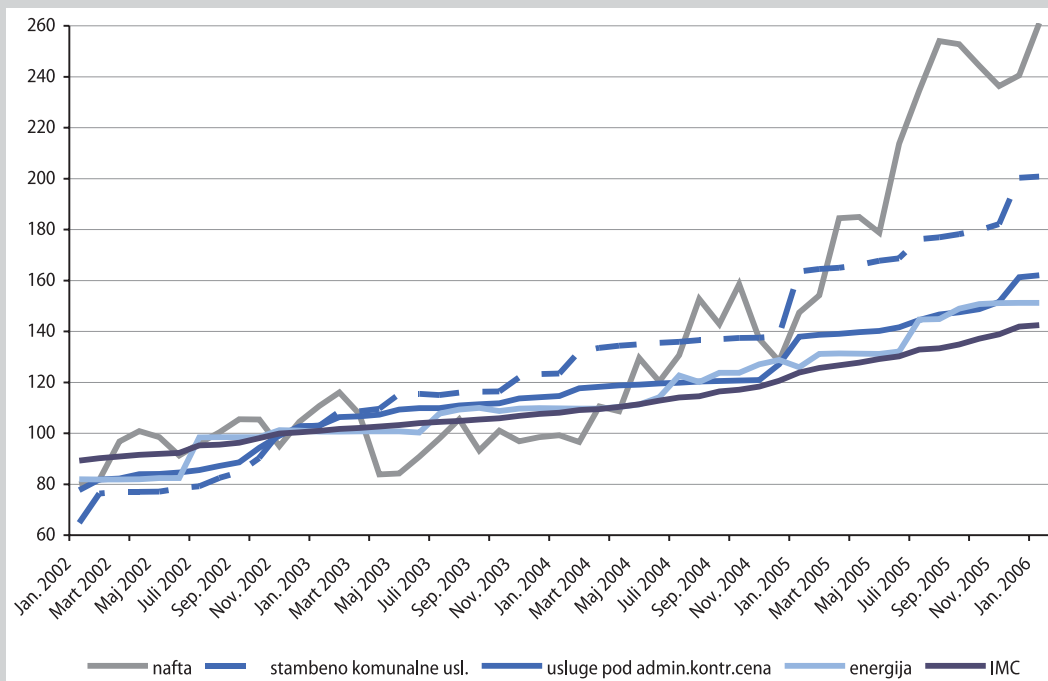
Dugoročno gledano nerealno niske cene energije umanjuju efikasnost privrede.

Okvir 1: Odras svetskih cena nafte na IMC

U 2005. godini došlo je do izuzetnog poskupljenja nafte na svetskom tržištu. Tako je prosečna mesečna cena nafte Ural u avgustu bila 98% veća nego u decembru 2004, a nakon blagog pada početkom jeseni, u decembru 2005. cena je bila 87% veća nego u istom mesecu prethodne godine. Međutim, cene energije u Srbiji nisu pratile ova kretanja. Na Grafikonu T-2 prikazujemo kretanje svetske cene nafte¹ i maloprodajnih cena energije u Srbiji. Grupu energija smo konstruisali od dve komponente indeksa maloprodajnih cena: osvetljenje i ogrev (u kojoj su i cene struje) i tečna goriva i maziva (u kojoj su i motorni benzini). Dok je cena nafte na kraju godine bila 87% veća nego na početku, cene energije u Srbiji su u istom periodu porasle za samo 17,4% (osvetljenje i ogrev za 12,0% i tečna goriva i maziva za 23,1%). Manji deo ovog raskoraka, posledica je smanjenja akciza na naftne derivate počev od sredine 2005 (maloprodajne cene motornih benzina bile bi oko 4-5% veće da su akcize ostale nepromenjene), ali ostalo je posledica administrativne kontrole cena.

Držanje cena energije na nerealno niskom nivou prvi je korak u začaranom krugu zavaravanja privrede i potrošača (ili birača) koji vodi privredu u povećano trošenje tih resursa uz složenu podršku skrivenih, ali i otkrivenih subvencija onima koji ih troše. Te subvencije, odnosno punu svetsku vrednost energenata, privreda Srbije plaća. Ali onaj koji ih troši, to ne zna, i ne smanjuje potrošnju shodno realnoj ceni. Potrošači su praktično stimulisani da se ponašaju neracionalno prema vlastitim ulaznim troškovima. Tako se osetno umanjuje energetska (a time i ukupna) efikasnost privrede. Pre ili kasnije, domaće cene energije će se morati ujednačiti sa svetskim (osim ukoliko država ne želi da neograničeno, na račun svih građana, subvencionira njene cene). Tada će drugi proizvođači, koji su bili primorani da svoju proizvodnju optimizuju i prilagode višim cenama energenata, naglo postati konkurentniji od naših i naš problem će postati mnogo veći nego da smo se odmah uhvatili u koštac s njim.

Grafikon T-2: Kretanje svetskih cena nafte i izabranih komponenti IMC u Srbiji, 2002–2006.



Izvor: RZS, www.tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet_pri_wco_k_w.htm

Cene komunalno-stambenih usluga su znatno doprinele visokoj inflaciji...

Kada posmatramo celu prethodnu godinu, pojedinačno najveći doprinos visokoj inflaciji dale su komunalno-stambene usluge. One su u 2005. godini poskupele za čak 45,1%. Njihovo učešće u indeksu maloprodajnih cena je 7,7%, a doprinos ukupnom porastu cena je skoro 20% (i druge usluge pod administrativnom kontrolom cena dale su nesrazmerno velik doprinos opštem porastu cena u 2005. godini). Međutim, često se previđa da su upravo ove usluge pod veoma velikim uticajem kre-

¹ Koristili smo prosečne mesečne cene nafte Ural. Za bazni period i dalje koristimo prosek dvanaest meseci od jula 2002. do juna 2003. godine.

...ali je njihov porast u dobroj meri odraz porasta cena nafte.

tanja cena nafte. Zbog toga smo na Grafikonu T-2 prikazali i kretanja cena komunalno-stambenih usluga (i, uopšte, usluga pod administrativnom kontrolom cena).

Početkom 2002. godine usluge pod administrativnom kontrolom cena, a posebno komunalno-stambene usluge, bile su znatno ispod nivoa ostalih cena. Od tada one uglavnom rastu brže od ukupne inflacije. Tako brz rast delimično je posledica hvatanja priključka sa ostalim cenama.

Drugi bitan faktor brzog rasta cena ovih usluga je rast cena nafte. Za razliku od maloprodajnih cena tečnih goriva, nabavne cene mazuta za toplane mnogo bliže su pratile svetsku cenu nafte. Tako je početkom tekuće grejne sezone (u oktobru 2005) nabavna cena mazuta bila 72% viša nego prethodne godine, a nabavna cena gasa 68% viša. Kada imamo u vidu ovu činjenicu, rast cena stambeno-komunalnih usluga više ne deluje toliko drastično i neopravdano.

Deo tog rasta sigurno se može pripisati i monopolističkom položaju koji uživaju lokalna javna preduzeća. Taj faktor se, za razliku od cena nafte, može kontrolisati. Zbog toga će za smirivanje inflacije u narednoj godini jedno od ključnih pitanja biti dovođenje u ravnotežu cena i nivoa usluga lokalnih javnih i komunalnih preduzeća. Kako ne postoje tržišni mehanizmi koji bi naterali ova preduzeća da funkcionišu konkurentnije i efikasnije, potrebno je da regulatorni organi počnu da rade. Pitanje je koja institucija/mehanizam treba da popuni taj prostor dok Agencija za energetske regulacije zaista ne počne da obavlja svoju funkciju. Arbitrarno državno intervenisanje u rast cena kao što pokazujemo u tekstu Pod lupom 3 nije bolje rešenje od monopola.

Ipak, potrebno je uspostaviti mehanizme koji će nadzirati poslovanje lokalnih monopola.

Početkom 2006. inflaciju ponovo predvode nebazne cene.

U prva dva meseca 2006. inflacija je usporila, a «vuče» je u dobroj meri nebazna inflacija. U januaru je rast cena bio 0,4% u poređenju sa prethodnim mesecom, odnosno 15,1% u poređenju sa januarom prethodne godine. Za rast cena bili su, u najvećoj meri, zaslužni poljoprivredni proizvodi, a zatim i mleko. U februaru smo imali nešto veći porast cena, od 1,5% u odnosu na prethodni mesec, odnosno 15,0% u poređenju sa februarom prethodne godine. Za skoro dve trećine ovog rasta odgovorne su cene energije.

U 2006. ipak možemo očekivati dosta manju inflaciju nego u 2005.

U 2006. godini, pretpostavka je, nećemo imati dva šoka koja su dala značajan doprinos rastu cena u 2005. To su bili uvođenje PDV (sada su se relativne cene u velikoj meri prilagodile tom efektu) i visok rast cena nafte (prema većini očekivanja, cena nafte neće drastično rasti u 2006, čak se očekuje da će do kraja godine blago opasti). Takođe, čini se da bazna inflacija usporava. Ovi faktori nagoveštavaju mogućnost da će ukupna inflacija u 2006. zaista biti osetno manja nego u prethodnoj godini. S druge strane, cene industrijskih neprehrambenih proizvoda već duže vreme rastu dosta sporije od ostalih cena, tako da bi se moglo očekivati njihovo ubrzanje kako bi uhvatile priključak s ostalim cenama. To bi moglo dovesti do nešto većeg, od priželjkivanog, ukupnog rasta cena.

U poslednjem kvartalu usporena depresijacija kursa, u decembru nominalna apresijacija.

U poslednjem kvartalu kurs je značajno usporio nominalnu depresijaciju, posebno u decembru, kada je u odnosu na prethodni mesec zabeležena i nominalna apresijacija (od 0,2%). To je promena u odnosu na prethodne godine kada je u decembru depresijacija obično ubrzavala. Apresijacija u decembru verovatno je povezana s visokim prilivima kapitala pred kraj godine: zaduživanje banaka u inostranstvu je, na primer, u četvrtom kvartalu bilo čak 630 miliona evra, što je više nego za prethodnih devet meseci zajedno (471 milion evra). Značajni su bili i ostali kapitalni prilivi.¹ Ukupno je u 2005. godini kurs depresirao nominalno za 9,3%, a apresirao realno za 3,1%. (Tabela T-5 i Grafikon T-3).

Početkom 2006. godine dinar ponovo nominalno depresira, ali malo sporije nego početkom prethodne godine. U februaru 2006. nominalna depresijacija u odnosu na decembar 2005. bila je 1,6%.

¹ Više o ovim temama u tekstu o Platnom bilansu i tekstu o Monetarnoj politici i tokovima, ovog broja QM.

*Realni kurs naglo
apresira u četvrtom
kvartalu...*

Tabela T-5. Srbija: Kretanje kursa evra, 2001–2006.

	Nominalni				Realni			USD/EUR
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks ²⁾ (dec.02=100)	12-m indeks ³⁾	Kumulativ indeks ⁴⁾	Realni kurs ⁵⁾ (dec.02=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ⁴⁾	
godišnji kurs								
2001	59,4929	96,6	116,5	100,4	122,2	61,2	72,7	0,8920
2002	60,6763	98,6	102,0	102,8	104,8	85,7	91,5	0,9397
2003	64,9743	105,6	107,1	110,5	102,4	97,8	104,4	1,1241
2004	72,6215	118,0	111,8	115,6	106,3	103,8	103,9	1,2392
2005	82,9188	134,7	114,2	109,3	105,8	99,5	94,9	1,2433
mesečni kurs								
2003								
Mart	63,8374	103,7	106,1	103,7	102,7	95,1	102,7	1,0743
Jun	64,9799	105,6	107,3	105,6	102,7	95,6	102,7	1,1663
Septembar	65,6234	106,6	107,7	106,6	102,4	99,7	102,4	1,1175
Decembar	68,0011	110,5	110,5	110,5	104,4	104,4	104,4	1,2180
2004								
Mart	69,5546	113,0	109,0	102,3	105,5	102,7	101,0	1,2274
Jun	71,5949	116,3	110,2	105,3	106,0	103,2	101,5	1,2200
Septembar	74,3674	120,8	113,3	109,4	106,2	103,7	101,7	1,2186
Decembar	78,6200	127,7	115,6	115,6	108,5	103,9	103,9	1,3442
2005								
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	106,5	101,0	98,1	1,3074
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	106,7	100,7	98,3	1,2180
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	106,2	100,0	97,8	1,2265
Decembar	85,9073	139,6	109,3	109,3	102,9	94,9	94,9	1,1861
2006								
Januar	86,9033	141,2	108,8	101,2	103,2	96,7	100,3	1,2122
Februar	87,2558	141,8	108,9	101,6	-	-	-	1,1960

Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

1) Prosek godine ili meseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS.

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

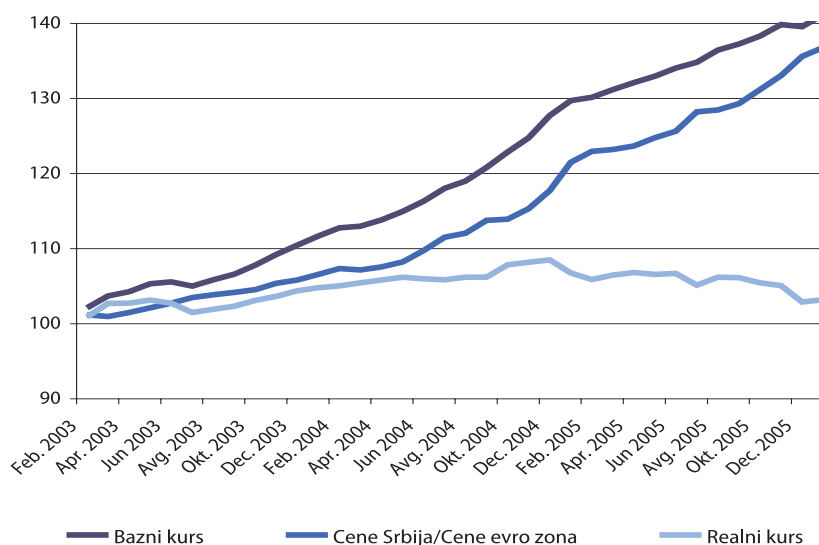
3) Odnos kursa u prvoj koloni prema istom periodu godinu dana ranije.

4) Kumulativ predstavlja odnos kraja posmatranog perioda i decembra prethodne 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 Evro zoni.

Grafikon T-3. Nominalni i realni kurs dinar/evro, 2003–2006.¹⁾ – dec. 2002=100

*...i stabilizuje se malo
iznad proseka 2003.*



Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

1) Pogledati definiciju realnog kursa u Tabeli T-5.

4. Privredni rast

Iako slabija u poređenju sa 2004, u celini posmatrano 2005. je godina solidnog rasta – verovatno nešto nižeg od 6% koji beleži statistika. U poslednjem kvartalu gotovo svi sektori ubrzali su rast. To kvartalno ubrzanje ipak je bilo slabije od vanrednog rasta u poslednjem kvartalu 2004. godine, pa međugodišnja poređenja pokazuju slabiju sliku, naročito u proizvodnji investicionih dobara. Industrija je nastavila s rastom iz trećeg kvartala i tako prestigla prošlogodišnji nivo proizvodnje, uprkos padu početkom godine. Usluge su nastavile već visoki trend rasta iz prethodnog perioda, mada verovatno slabiji od onog koji pokazuje statistika. Rastom građevinske aktivnosti u četvrtom kvartalu, taj sektor je uspeo da nadoknadi veliki pad s početka godine i da na godišnjem nivou ostvari pozitivnu stopu rasta.

Bruto domaći proizvod

Prema metodologiji RZS, rast BDP-a u poslednjem kvartalu procenjujemo na 6,3 %.

Prema proceni QM, uz ograde prema metodologiji i podacima Republičkog zavoda za statistiku na kojima se ona zasniva, bruto domaći proizvod (BDP) je u četvrtom kvartalu 2006. viši oko 6,3% u odnosu na isti kvartal prošle godine. Ovi podaci i dalje pokazuju malo verovatno razilaženje tendencija u različitim sektorima: na jednom polu, onom inertnijem, nalazi se materijalna proizvodnja (poljoprivreda, industrija i građevinarstvo), dok su na drugom, saobraćaj, finansijsko posredovanje i trgovina koji rastu dvocifrenim stopama rasta. U poslednjem kvartalu nastavlja se i trend postepenog približavanja ovih polova što ima za posledicu nešto viši zabeleženi rast BDP.

I dok je rast materijalnih grana proizvodnje, posebno građevinarstva, verovatno bio viši od statistički prikazanog, tendencija ubrzanja ovog rasta u drugoj polovini godine, a naročito u četvrtom kvartalu, verovatno je realistična. O stvarnom tempu rasta usluga za sada je teško bilo šta pouzdanije tvrditi, osim da je veoma visok indikator rasta saobraćajnih usluga (25%) u velikoj meri posledica, visokih stopa rasta PTT usluga. Prikazani oporavak poljoprivredne proizvodnje jeste verovatan, jer se zasniva, pre svega, na dobrom rodu kukuruza i šećerne repe. Dalji optimizam može biti podstaknut činjenicom da je rast od 6,3% u poslednjem kvartalu 2005. izmeren u odnosu na poslednji kvartal 2004. godine, koji je u mnogim sektorima obeležila povećana aktivnost usled skorog uvođenja poreza na dodatu vrednost. Ipak, godišnji obračun BDP, usled razlika u korišćenim metodama, mogao bi doneti znatna odstupanja u odnosu na kvartalne procene sektora.

Tabela T-6. Srbija: Bruto domaći proizvod, 2003–2005.¹⁾

	12-m indeksi						bazni indeks 2005/2001 ²⁾	učešće 2004	
	2003	2004	2005						
			Q1	Q2	Q3	Q4 ²⁾			
U poslednjem kvartalu BDV ubrzava rast.									
Ukupno	102,4	109,3	105,3	106,8	105,6	106,3	106,0	124,1	100,0
Porezi minus subvencije	109,5	109,3	115,3	110,4	108,1	107,3	109,9	168,1	17,2
Bruto dodata vrednost	101,1	109,4	103,3	106,1	105,1	106,1	105,2	117,5	82,8
Poljoprivreda	93,0	119,0	97,1	104,4	91,3	103,1	98,8	105,9	15,7
Prerađivačka industrija	94,0	108,8	92,9	96,4	105,3	101,7	99,3	98,7	20,0
Građevinarstvo	110,8	103,5	79,5	92,7	95,9	101,6	93,4	99,2	4,3
Saobraćaj	109,5	115,6	119,7	122,4	123,4	124,5	122,6	158,9	10,0
Trgovina na veliko i malo	111,5	117,0	121,0	121,6	115,5	111,9	117,0	175,5	10,1
Finansijsko posredovanje	109,0	109,8	115,4	116,3	117,2	118,3	116,9	160,0	7,5
Ostalo	101,7	101,3	101,3	101,7	101,7	99,8	101,1	105,4	32,4

Izvor: RZS.

1) U stalnim cenama iz 2002. godine.

2) Procena QM.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja beleži solidan rast u drugoj polovini godine.

Industrijska proizvodnja u četvrtom kvartalu 2005, prema podacima RZS, porasla je za 4,4% u odnosu na isti period 2004, dostižući rast na godišnjem nivou od 0,6%. Taj rezultat je utoliko značajniji ukoliko se imaju u vidu dve činjenice: prva, rast industrijske proizvodnje u 2004. bio je izuzetno visok i druga, predviđan je pad proizvodnje u poslednjem kvartalu 2005. pošto je u poslednja tri meseca 2004. industrija zabeležila visoke stope rasta. Rast industrijske proizvodnje oslanja se u celoj godini na dobre rezultate sektora električne energije, gasa i vode (porast od 6,9% u 2005) koji nose nešto manje od petine cele industrijske proizvodnje (Tabela T-7). S druge strane, prerađivačka industrija, koja nosi gro industrijske proizvodnje, beleži pad od 0,8% na godišnjem nivou.

Tabela T-7. Srbija: Indeksi industrijske proizvodnje, 2003–2005.

			12-m indeksi				bazni indeks 2005/2001	učešće 2004		
	2003	2004	2005							
			Q1	Q2	Q3	Q4	ukupno			
Rastu proizvodnje u 2005. značajno je doprinela elektroprivreda.	Ukupno	97,0	107,2	96,9	98,4	103,4	104,4	100,6	109,9	100,0
	Vađenje ruda i kamena	100,8	100,3	96,8	100,9	104,6	108,1	102,0	106,6	6,8
	Prerađivačka industrija	95,4	109,7	94,5	95,9	103,9	102,5	99,2	109,5	74,3
	Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	102,1	100,4	105,8	112,3	101,0	108,4	106,9	100,3	18,9

Izvor: RZS.

U Tabelama T-8 i T-9 grupisani su podsektori po tome koliko su doprineli rastu proizvodnje, bilo pozitivno–bilo negativno, u poslednjem kvartalu i celoj godini. Najviše stope rasta ostvarili su proizvodnja: duvanskih proizvoda, osnovnih metala, hemijskih proizvoda, prehrambenih proizvoda i pića, motornih vozila i prikolica i proizvodi od gume i plastike. (Tab. T-8). Zanimljivo je primetiti da većina tih podsektora proizvodi robu široke potrošnje i/ili su prethodnih godina bili značajnije zahvaćeni privatizacijom. S druge strane, najniže stope rasta ostvarili su tekstilna industrija, proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda, proizvodnja građevinskog materijala, proizvodi od drveta, osim nameštaja, proizvodnja koksa, derivata nafte i nuklearnog goriva, proizvodnja mašina i uređaja, osim električnih (Tabeli T-9). Vredno je analitičke pažnje to da u ovoj grupi ima nekoliko podsektora čija loša performansa u 2005. nije sasvim ubedljiva. Naime, loše performanse tradicionalnih preduzeća tih podsektora pripadaju prošlosti – njih danas gotovo i nema, ali pretpostavljamo da su u 2005. bar neka nova, manja preduzeća ovih podsektora zabeležila rast a da to statistika možda još ne prati. Detaljnija diskusija ovih podsektora sledi.

Šest podsektora koji najviše rastu u 2005. uglavnom su ranije bili znatnije zahvaćeni privatizacijom.

Preduzeća iz sektora koji su znatnije bili zahvaćeni privatizacijom u prethodnim godinama i koji su imali skok proizvodnje u 2004, nastavljaju da beleže dobre rezultate i u 2005. Performansa podsektora koji su najviše rasli i najviše doprineli rastu industrijske proizvodnje u prethodnoj godini data je u Tabeli T-8. Pored različite dinamike rasta, treba istaći i da su neki od ovih podsektora, poput hemijske industrije, osnovnih metala i proizvoda od gume i plastike, beležili rast u čitavom periodu od 2001. Prehrambena industrija je u 2003. beležila pad koji je najverovatnije bio pod uticajem pada poljoprivredne proizvodnje u toj godini. Stabilan rast proizvodnje u duvanskoj industriji započeo je tek u 2005¹. Rast proizvodnje motornih vozila i prikolica je novijeg datuma (2005) i još uvek se ne može govoriti o stabilnom oporavku ovog sektora.

Duvanska industrija u četvrtom kvartalu beleži visok rast proizvodnje.

Duvanska industrija je zabeležila najveći rast proizvodnje od svih podsektora u četvrtom kvartalu. Takav rast uslovljen je privatizacijom dve najveće fabrike duvanskih proizvoda (2003), velikom potrošnjom tih proizvoda u Srbiji i okruženju, kao i supstitucijom uvoza domaćom proizvodnjom. Predviđa se da će se nastaviti trend rasta u 2006. i zato što su licencu za proizvodnju duvana dobila još dva proizvođača², a očekuje se i privatizacija još jedne fabrike duvanskih proizvoda («DIS») i rast izvoza.

¹ Više o kretanjima u duvanskoj industriji videti QM1, Okvir 4, str. 14.

² Krajem februara 2005. licencu za proizvodnju cigareta u Srbiji, dobile su Duvanska industrija iz Sente («DIS») i «Monus».

**U snažnoj su
ekspanziji i
proizvodnja
osnovnih metala...**

Proizvodnja osnovnih metala je sa međugodišnjom stopom rasta od 27,6 % u poslednjem kvartalu 2005, nastavila trend rasta iz prethodnih godina i prema podacima RZS imala je rast od 22,5% na godišnjem nivou. U okviru tog podsektora dominira proizvodnja gvožđa i čelika («US Steel») i obojenih metala («RTB Bor», «Seval», «Impol»). Ta grupa krupnih izvoznih proizvoda (videti Tabelu T-15 u delu o Spoljnoj trgovini) imala je u 2005. najveće učešće u ukupnom izvozu Srbije. U 2006. godini predviđa se nastavak trenda rasta u tom sektoru pošto se očekuje privatizacija dela «RTB Bor» i aktiviranje dodatnih kapaciteta za proizvodnju.

**...hemijska
industrija...**

Hemijska industrija nastavlja trend rasta proizvodnje započeo u prethodnim godinama. Rast u 2005. bio je slabijeg intenziteta nego u prethodne dve godine, ali je i dalje stabilan. To je svakako dobra vest ako se uzme u obzir da je učešće hemijske u prerađivačkoj industriji oko jedne devetine, dok u okviru same hemijske industrije određene oblasti imaju različite stope rasta. S jedne strane, farmaceutska industrija (prema procenama Ministarstva za ekonomske odnose sa inostranstvom, godišnji rast farmaceutske industrije u periodu 2001–2005. je oko 15%³) i proizvodnja hemijskih proizvoda za široku potrošnju beleži visoke stope rasta, dok, s druge strane, ostale oblasti uglavnom stagniraju. To bi mogao biti jedan od uzroka velikih oscilacija zvaničnog indeksa proizvodnje hemijske industrije na mesečnom nivou.

**...proizvodnja
proizvoda od gume i
plastike...**

Podsektor za proizvodnju proizvoda od gume i plastike je u četvrtom kvartalu 2005. imao nešto niži rast u odnosu na prethodna tri kvartala, ali je na godišnjem nivou stopa rasta bila dvocifrena. Najveća preduzeća iz ovog sektora uglavnom su privatizovana («Tigar» iz Pirota, «Rekord» iz Beograda) ili su u procesu privatizacije («Trajal» iz Kruševca, «Vulkan» iz Niša, «Hipol» iz Odžaka i dr.). Preduzeća iz ovog sektora imala su i veliko učešće u izvozu u 2005. («Tigar» i «Trajal»). Rast proizvodnje ovog podsektora očekuje se i u narednom periodu, na šta će verovatno uticati i očekivana privatizacija «Trajal»-a i «Hipol»-a.

**...prehrambena
industrija...**

Prehrambena industrija, koja čini skoro jednu trećinu prerađivačke industrije, imala je rast od 4,2 % u 2005.godini. Talas privatizacije preduzeća iz ovog podsektora u prethodnom periodu (mlekare, šećerane, pivare, industrija pića, mesnih prerađevina i dr.) verovatno je uticao na to da ovaj podsektor industrije ostvari prosečan rast od skoro 5 % godišnje u periodu 2001–2005.

**...pa čak i proizvodnja
motornih vozila i
prikolica.**

Proizvodnja motornih vozila i prikolica u 2005. godini rasla je po dvocifrenim stopama, zahvaljujući pre svega niskoj polaznoj osnovi, ali i završenom procesu restrukturiranja pojedinih preduzeća («Industrije vagona Kraljevo», na primer). Nekadašnji giganti iz ove oblasti uglavnom se nalaze ili u procesu restukturiranja («Goša - šinska i drumska vozila», «FAP», «21. oktobar» Kragujevac) ili su pred privatizacijom («IMR», «Fabrika vagona Kraljevo», delovi «Mašinske industrije Niš» i «Prve petoletke» Trstenik). Imajući to u vidu, rast ovog podsektora još uvek nije stabilan, ali preduslovi za napredak postoje. Naravno, sve zavisi od uspeha restrukturiranja i privatizacije ovih preduzeća.

Tabela T-8. Srbija: Podsektori sa najvećim učešćem u rastu prerađivačke industrije, 2003–2005.

	12-m indeksi						bazni indeks	učešće	
	2003	2004	2005						
			Q1	Q2	Q3	Q4	ukupno	2005/2001	2004
Prerađivačka industrija	95,4	109,7	94,5	95,9	103,9	102,5	99,2	109,5	100,0
Proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića	97,9	105,8	99,2	107,0	106,3	104,2	104,2	118,8	30,3
Proizvodnja duvanskih proizvoda	96,5	118,5	58,2	112,2	208,6	138,2	129,3	116,4	2,6
Proizvodnja hemijskih proizvoda	114,6	118,5	102,5	102,4	106,3	105,4	104,1	139,7	11,2
Proizvodi od gume i plastike	99,6	103,5	115,6	110,8	111,4	102,5	110,1	118,8	4,3
Proizvodnja osnovnih metala	102,8	143,6	137,9	114,1	110,6	127,6	122,5	180,8	6,2
Proizvodnja motornih vozila i prikolica	91,4	101,0	100,0	125,1	137,2	124,5	121,7	127,1	2,8

Izvor: RZS.

³ Izvor: Ministarstvo za ekonomske odnose sa inostranstvom Republike Srbije, „Ocena efekata u procesu stabilizacije i pridruživanja EU – Proizvodnja lekova i farmaceutskih sirovina,“ februar 2004.

**U teškom položaju
je tekstilna
industrija, mada
je stvarna slika
nejasna...**

Na drugoj strani su podsektori koji u 2005. imaju negativne stope rasta (Tabela T-9). U verovatno najgoroj poziciji nalazi se tekstilna industrija⁴ koja u četvrtom kvartalu, prema podacima RZS, ima međugodišnji pad od 19% (14,7% u celoj 2005). Značajan pad proizvodnje u odnosu na kraj 80-ih nije sporan. Nije sporno ni to da su tekstilci bili naročito pogođeni fiskalnim merama iz 2001. godine koje su bitno poskupele rad najniže plaćenih radnika.⁵ Međutim, zvanični podaci o proizvodnji pokazuju da se taj pad nastavlja i u poslednjoj godini, dok statistika izvoza i višestruki primeri ukazuju na suprotno. Iako se izvoz verovatno sastoji od predmeta uvezenih na doradu (lon poslovi), stope rasta i zarada su tako velike (kako odeće, tako i sirovina, videti Tabelu T-15 u tekstu o Spoljnoj trgovini) da pad u proizvodnji koji registruje statistika prosto nije verovatan. Pretpostavka je da se objašnjenje može tražiti u činjenici da se tekstilna proizvodnja sve više seli sa tradicionalnih na nove firme. (Velika tekstilna preduzeća, koja su nekada bila nosioci rasta jugoslovenske privrede, danas se uglavnom nalaze pred stečajem). Dekompozicija ovog podsektora kao i značajno učešće neregistrovane i sive ekonomije u njemu zamagljuje stvarnu sliku o stanju u tekstilnoj industriji.

**...a slično je
i u drvnj industriji...**

Drvena industrija, uključujući i proizvodnju celuloze, papira i nameštaja, u 2005. nastavlja da beleži pad proizvodnje, prema podacima RZS (pad od 8,3% na godišnjem nivou). Kontekst u kome funkcioniše industrija nameštaja je sličan onome u kome funkcioniše tekstilna industrija: raspad velikih društvenih firmi, prebacivanje velikog dela proizvodnje na nove firme i na veliki broj malih radionica. Takođe, sam podsektor proizvodnje nameštaja i raznovrsnih proizvoda obuhvata i proizvodnju nakita, muzičkih instrumenata, sportskih rekvizita, igračaka i sl.. Ukratko, radi se o veoma heterogenom podsektoru, tako da «pad» jedne grupe proizvoda može zamagliti sliku o kretanju celog podsektora.

**...i u proizvodnji
građevinskog
materijala.**

Proizvodnja građevinskog materijala je porasla u poslednjem kvartalu 2005. za 3,8 % u odnosu na isti period 2004. godine. Taj rast nije bio dovoljan da se nadoknadi veliki pad s početka godine, tako da je ovaj podsektor u 2005, prema podacima RZS, imao pad od 3,8 %.

Podsektor za preradu nafte je u četvrtom kvartalu prethodne godine imao međugodišnji pad proizvodnje od 8,0% uprkos rastu tražnje za derivatima nafte i rastu cena energenata na svetskom tržištu, kao i uprkos monopolskom položaju tog podsektora. Taj podatak može upućivati na neefikasnost naših rafinerija i naftne industrije uopšte, pa zato zaslužuje produbljeniju analizu. Stoga se problemima (ne)efikasnosti poslovanja «NIS-a» bavimo u tekstu Pod lupom 3.

Tabela T-9. Srbija: Podsektori prerađivačke industrije s najvećim padom, 2003–2005.

	12-m indeksi						bazni indeks učešće		
	2003	2004	2005				2005/2001	2004	
			Q1	Q2	Q3	Q4			ukupno
Prerađivačka industrija	95,4	109,7	94,5	95,9	103,9	102,5	99,2	109,5	100,0
Tekstilna industrija	64,8	96,6	87,6	86,8	85,7	81,0	85,3	46,0	5,6
Proizvodi od drveta, osim nameštaja i industrija papira	82,4	106,9	91,1	88,4	86,6	85,1	87,8	83,1	3,9
Proizvodnja koks, derivata nafte i nuklearnog goriva	110,7	125,2	106,1	91,7	100,3	92,0	97,5	152,7	4,4
Proizvodnja građevinskog materijala	86,9	102,0	81,9	97,4	101,6	103,8	96,2	85,7	5,8
Proizvodnja mašina i uređaja, osim električnih	90,0	141,3	63,9	47,4	79,4	82,3	68,3	87,6	5,1
Proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda	97,4	92,5	79,9	83,1	99,8	104,0	91,7	59,4	2,8

Izvor: RZS.

**Gledano prema
nameni, proizvodnja
potrošnih dobara
nastavlja rast.**

Kretanje indeksa proizvodnje industrijskih proizvoda klasifikovanih po nameni prikazano je u Tabeli T-10. Proizvodnja potrošnih dobara nastavlja, u četvrtom kvartalu 2005, oporavak iz prethodna dva kvartala. Rast na godišnjem nivou od 2,4 % je nešto manji od rasta u prethodnoj godini. To je posledica velikog pada u prvom kvartalu 2005. prouzrokovanog potpunim zastojem u duvanskoj industriji i slabim rezultatima u proizvodnji trajnih potrošnih dobara. Uzrok toj

4 Ovde smo svrstali dva podsektora: proizvodnja tekstilnih prediva i tkanina i proizvodnja odevnih predmeta i krzna.

5 Fiskalna reforma iz 2001. uvela je dve mere koje su imale važno fiskalno, ali regresivno dejstvo: (a) uvedena je ograničena skala doprinosa, prema kvalifikacijama zaposlenog, čije su najniže stope ipak bile više od onih koje je tekstilna industrija plaćala na veoma niske zarade do tada i (b) ukinuto je poresko izuzeće toplih obroka, regresa, i troškova prevoza, koje je takođe mnogo više opteretilo sektore u kojima su ove stavke imale visoko učešće u ukupnim troškovima rada.

pojavi je, kako smo već pisali u prvom broju *Kvartalnog monitora*, prestanak rada «DIN-a» usled modernizacije postojećih kapaciteta. Ako se isključi prvi kvartal, rast proizvodnje potrošnih dobara u 2005. je 5,6 %, što potvrđuje našu ocenu da je pad s početka godine bio prolaznog karaktera.

Tabela T-10. Srbija: Proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni 2003–2005.

Rast proizvodnje varira u zavisnosti od namene.

	12-m indeksi						bazni indeks	učešće ⁵⁾	
	2003	2004	2005						
			Q1	Q2	Q3	Q4	2005	2005/2001	2004
Energija ¹⁾	102,4	99,9	103,7	109,0	100,8	107,2	105,2	106,9	24,9
Investiciona dobra ²⁾	82,6	118,4	78,5	77,2	100,5	94,8	87,8	78,6	9,9
Intermedijarna dobra ³⁾	96,7	116,2	104,3	101,2	105,1	104,5	103,8	115,3	27,3
Potrošna dobra ⁴⁾	97,3	105,9	94,2	102,3	109,1	104,2	102,4	103,9	37,9

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 računskih mašina, radio TV i komunikacione opreme, preciznih i optičkih instrumenata, proizvodnja motornih vozila i prikolica i proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava.

3) Rude metala, nemetala i 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 proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 284, 285, 286 i 287 Klasifikacije delatnosti), električne mašine i aparati i podsektor reciklaže.

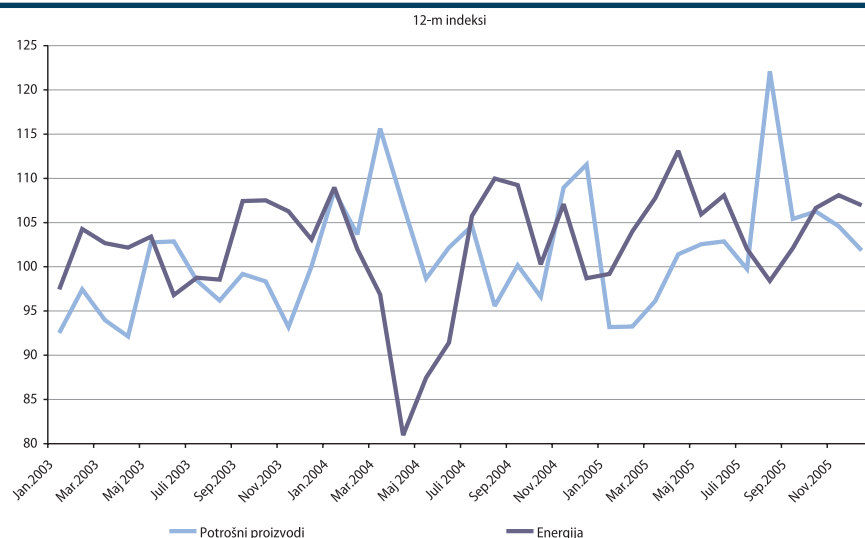
4) Proizvodi prehrambene industrije, duvanski proizvodi, odevni predmeti, proizvodi od kože, obuća, proizvodi izdavačke delatnosti, proizvodi farmaceutske industrije i kućna hemija, nameštaj i ostali raznovrsni proizvodi.

5) Učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji.

Proizvodnja energije ima uglavnom stabilan rast u celoj godini.

Proizvodnja energenata je u poslednjem kvartalu 2005. porasla za 7,2 % u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stabilan rast proizvodnje, pre svega električne energije, itekako je značajan s obzirom na to da je učešće energenata u ukupnoj industrijskoj proizvodnji oko 25%. Pored električne energije koja je imala rast proizvodnje od 9,5% u četvrtom kvartalu 2005. (8,1% na godišnjem nivou), rast je imao i sektor za proizvodnju i preradu uglja. Nastavljajući trend iz prethodnih godina, proizvodnja sirove nafte i gasa imala je pad u 2005, tako da je proizvodnja sirove nafte u odnosu na 1993.⁶ opala za 47%, a gasa za 72,2%.

Grafikon T-4. Kretanje industrijske proizvodnje po nameni: Potrošni proizvodi i energija, 2003-2005.



Izvor: RZS.

Napomena: Grafikon T-4 je ilustracija Tabele T-10.

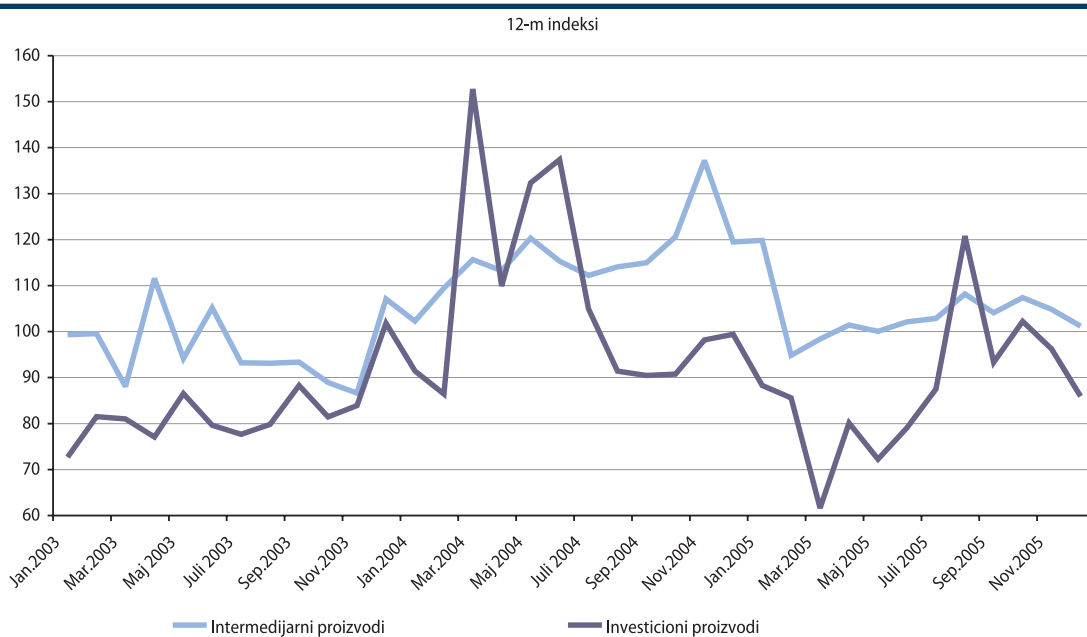
⁶ Te godine je ostvaren maksimalan nivo proizvodnje sirove nafte (1,357 miliona tona) i gasa (0,745 miliona tona). Ukupna prerada sirove nafte u «NIS-ovim» rafinerijama je u 2004. bila oko 4,13 miliona tona. Izvor: «NIS» a.d.

Ponovno usporavanje investicionih proizvoda.

Investicioni proizvodi imali su pad proizvodnje u četvrtom kvartalu, kao i veliki pad na godišnjem nivou. Podatak o kvartalu je u zvaničnoj statistici donekle u nesaglasnosti s rastućim uvozom investicionih dobara u četvrtom kvartalu koji govori o blagom oporavku investicija u zemlji. Uzrok toga pada mora biti slabija investiciona aktivnost u 2005. Obim privatizacije u 2004. bio je daleko manji nego u periodu 2002–2003, pa je bilo za očekivati da dođe do pada u proizvodnji investicionih proizvoda u odnosu na 2004. godinu. Dvanaestomesečni indeks proizvodnje kapitalnih proizvoda pokazuje rast u trećem kvartalu 2005, ali je taj rast delimično pod uticajem veoma niskog nivoa proizvodnje u istom periodu prethodne godine (Grafikon T-5). Kretanje proizvodnje investicionih dobara je u saglasnosti sa FREN-ovom ocenom investicija u 2003–2005. koju predstavljamo u tekstu Pod lupom 2.

Nekoliko sektora vuče rast intermedijarnih proizvoda.

Intermedijarni proizvodi su u poslednjem kvartalu 2005. godine ostvarili međugodišnju stopu rasta od 4,5%. Posle oštrog pada proizvodnje na početku godine, ova grupa proizvoda ima stabilan trend rasta (Grafikon T-5). Rast intermedijarnih proizvoda je pod najvećim uticajem proizvodnje gvožđa i čelika i obojenih metala. Uz osnovne metale, rast u 2005. «vukli» su podsektori: proizvodnja motornih vozila i prikolica, ostalih saobraćajnih sredstava i proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina. I pored toga još uvek ne možemo govoriti o stabilnom rastu tih sektora.

Grafikon T-5. Kretanje industrijske proizvodnje po nameni: intermedijarni i investicioni proizvodi, 2003–2005.

Izvor: RZS.

Napomena: Grafikon T-5 je ilustracija Tabele T-10.

Građevinarstvo**Građevinarstvo nastavlja oporavak.**

U sektoru građevinarstva nastavlja se rast proizvodnje započet u trećem kvartalu, ali su podaci različiti kad je reč o nivou rasta. Smatramo da je od svih indikatora potrošnja cementa najpouzdaniji, i sudeći po tome građevinska proizvodnja u 2005. raste za 1,6%, a u poslednjem kvartalu za 7,4%⁷. Što se drugih indikatora tiče, vrednost izvedenih radova u četvrtom kvartalu porasla je za čitavih 28,4%, dok su časovi rada porasli za svega 0,3% u odnosu na isti kvartal 2004. Broj radnika na gradilištima smanjen je za 10% u istom periodu.

⁷ Kako nemamo podatke o ukupnoj potrošnji cementa za celu 2005. godinu, kao preciznu aproksimaciju koristimo proizvodnju cementa. Neto efekat spoljne trgovine ima malo učešće u ukupnoj potrošnji cementa i nije se mnogo promenio u 2005. u odnosu na 2004.

Tabela T-11. Srbija: Proizvodnja cementa, 2003–2005.

	12-m 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

Izvor: RZS.

Vrednost građevinskih radova, na godišnjem nivou, porasla je za 17% u nominalnom iznosu. S druge strane, zabeležen je pad časova rada za sedam odsto, praćen smanjenjem broja radnika na gradilištima za oko 13%.

Mada nije moguće precizirati tačan rast proizvodnje, produktivnost izvesno raste.

Ovakvi podaci ukazuju na to da dolazi do povećanja produktivnosti u sektoru građevinarstva. Za procenu kretanja BDP kao indikator stanja u građevinarstvu koriste se samo časovi rada na gradilištima. Međutim, kada se osetnije povećava produktivnost (što se, po svemu sudeći, i dešava), ovaj indikator nije dovoljno stabilan i reprezentativan. Zbog toga se dešava da kada ocenjujemo građevinarstvo na bazi časova rada, registrujemo pad u 2005. godini od skoro 7% (Tabela T-6), a kada posmatramo vrednost izvedenih građevinskih radova, imamo nominalni rast od 17% i realni od oko 3%⁸. Takvi podaci nameću pitanje o tome koliko su *časovi rada* adekvatan indikator kretanja građevinske proizvodnje u procenama RZS, odnosno kretanja dodate vrednosti u građevinarstvu za kvartalni indeks BDP.

⁸ Dobijen kada nominalni rast deflacioniramo cenama građevinskog materijala i realnim povećanjem plata u građevinskom sektoru.

5. Platni bilans i spoljna trgovina

U 2005. spoljni sektor ostvaruje znatno bolje rezultate u poređenju sa prethodnom godinom. Deficit spoljne trgovine značajno se smanjuje, dok je bilans ostalih transakcija isti ili nešto slabiji, a kapitalni bilans i devizne rezerve dostižu rekordne nivoe. U poslednjem kvartalu 2005. spoljni sektor obeležen je rekordnim rastom kapitalnih priliva zbog ubrzanog zaduživanja bankarskog sektora. Spoljnotrgovinski deficit blago raste, u skladu sa rastom BDP-a. U četvrtom kvartalu dolazi do ubrzavanja rasta izvoza, dok uvoz stabilno raste. Saldo bilansa po tekućem računu se pogoršava u odnosu na prethodni kvartal uglavnom zbog goreg trgovinskog bilansa i odliva doznaka sa deviznih računa građana, ali i manjeg otkupa strane efektivne NBS. Sve zajedno dovodi do rekordnog rasta deviznih rezervi u četvrtom kvartalu 2005.

Platni bilans u celini

Povoljna dinamika spoljne trgovine tokom 2005. i u četvrtom kvartalu.

Kretanja na spoljnotrgovinskom planu u četvrtom kvartalu 2005, kao i u celoj godini, bila su u celini veoma povoljna. Ta ocena, međutim, zaslužuje dodatni komentar. Zašto? Poslednji kvartal 2004, odnosno sam decembar karakterišu «vanredne» okolnosti: da bi se izbeglo plaćanje PDV koji je stupao na snagu od 1. januara 2005, «ubrzano» je uvoz u vrednosti od 300–500 miliona evra što je uticalo na to da se za taj iznos preceni slika o uvozu u četvrtom kvartalu 2004, odnosno potceni u prvom kvartalu 2005. Zbog toga se dobija prenatržano pozitivan utisak o kretanjima u 2005. (Tabela T-12). Pomenuta slika se uveliko menja ako samo umesto posmatranja uobičajene kalendarske godine i kvartala u njoj, pomerimo kvartale za jedan mesec, te spojimo decembar sa januarom i februarom, mart sa aprilom i majom, itd. (Pošto vremensko pomeranje za jedan od 12 meseci ne može bitno da menja sliku o suštinskoj tendenciji pojave u posmatranom periodu, ponašanje agregata u ovom periodu daje nam približnu sliku o stvarnim tendencijama). U tako «pomerenom» 2005. (dec.2004–nov.2005) robno trgovinski deficit iznosio je 5,4 milijardi evra, izvoz je bio 32%, a uvoz 10% veći nego u prethodnoj (dec.2003–nov.2004). U poslednjem kvartalu (sep.–nov. 2005), i uvoz i izvoz su bili za 12% veći nego u istom periodu 2004. (Tabela T-13).

U četvrtom kvartalu ubrzava rast izvoza bez krupnih proizvoda...

Rast izvoza bila je i u poslednjem kvartalu 2005. jedna od najboljih makroekonomskih vesti. Izvoz robe raste po stopi od 19,4% u kvartalu i 29,5% u godini, u odnosu na isti period 2004. godine. Stopa rasta znatno je veća (31,9% za četvrti kvartal i 30,1% za celu godinu) kad se posmatra ukupan izvoz bez dva krupna proizvoda – šećera i gvožđa i čelika – koji prolaze kroz privremene teškoće. Štaviše, bez ta dva proizvoda izvoz u četvrtom kvartalu nastavlja da ubrzava i da se širi na nove grupe proizvoda. Tri nove grupe proizvoda kvalifikovale su se za svrstavanje u grupu *jezgro* (videti objašnjenje u narednom pododeljku) a sve zajedno povećalo je izvoz *jezgra* za 42,3% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Takva stopa rasta impresivna je ako se uzme u obzir da više ne može biti reči o niskoj osnovici poređenja – u poslednjem kvartalu 2004. izvoz je već imao za sobom oko godinu dana brzog rasta.

...a ubrzava i rast uvoza – možda suviše?

Uvoz takođe ubrzava u četvrtom, kao i u prethodna dva kvartala, ali je zbog već pomenutih vanrednih faktora teško dati pouzdanu ocenu suštinskog trenda. U svakom slučaju, pomenuta godišnja stopa rasta uvoza od 10% precenjuje suštinsko kretanje u 2005, jer je pod velikim uticajem cena energenata koje su u četvrtom kvartalu bile 1,6% više nego u trećem 2005, i 41,7% više nego u četvrtom 2004. Ukoliko se one drže nepromenjene na prosečnom nivou iz 2004. onda je godišnji rast uvoza u četvrtom kvartalu 2005. samo 6%. Na kvartalnom nivou uvoz vidno ubrzava (kvartalni rast podignut na godišnji nivo (*annualized quarterly growth*) uvoza bez energije iznosi 77% u četvrtom tromesečju, u poređenju s kvartalnim rastom podignutom na godišnji nivo od 12% u trećem tromesečju) i mada je moguće da su u tome presudni sezonski faktori, ne mogu se isključiti ni efekti daljeg prilagođavanja promeni relativnih cena koje je početkom godine doneo PDV.

Bilans nerobnih transakcija – bez iznenađenja.

Bilans nerobnih tekućih transakcija nije doneo nikakva iznenađenja i, u celini, doprineo je smanjenju tekućeg bilansa za oko 700 miliona evra, a u celoj godini za 2,8 milijardi evra, skoro u potpunosti zahvaljujući tekućim transferima: neto doznakama iz inostranstva, neto otkupu deviza od strane NBS, i porastu deviznih depozita na računima nerezidenata u zemlji. Izvoz i uvoz usluga postojano i blago rastu, dok se njihov saldo, naglo umanjeno posle uvođenja PDV, cele godine kreće blizu nule. Rastu i kamate, kako one koje zemlja naplaćuje, tako, još više, one koje plaća, što je razumljivo u uslovima ubrzanog zaduživanja. U četvrtom kvartalu, Srbija je platila neto 60 miliona evra, a u celoj godini, 245 miliona evra u kamatama. Zvanične donacije rastu tokom godine, ali su u svakom, pa i četvrtom kvartalu bile manje od prošlogodišnjih – ukupno 270 miliona evra.

Tabela T-12. Srbija: Platni Bilans, 2003–2005.¹⁾

	2003	2004	2005			
	Dec.	Dec.	Mart	Jun	Sep.	Dec.
	kumulativi, u milionima evra					
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-1.515	-2.356	-317	-530	-1.022	-1.679
Bilans robe i usluga	-3.781	-5.315	-731	-1.811	-3.087	-4.474
Izvoz robe i usluga	3.353	4.003	1.019	2.293	3.598	5.069
Porast (12-m, u %)	12	19	31	37	29	27
Uvoz robe i usluga	-7.134	-9.319	-1.751	-4.104	-6.685	-9.543
Porast (12-m, u %)	11	31	-9	-1	5	2
Kamate, neto	-180	-172	-57	-130	-187	-245
Tekući transferi	2.020	2.728	439	1.329	2.104	2.771
Otkup deviza, neto	1.106	1.592	320	884	1.329	1.631
Zvanične donacije	425	403	33	82	148	269
GREŠKE I PROPUSTI	214	327	-185	-174	-295	-339
KAPITALNE TRANSAKCIJE	1.889	2.377	704	1.188	2.254	3.644
Strane direktne investicije (SDI)	1.198	773	260	496	956	1.192
Ostale investicije	691	1.604	444	692	1.298	2.452
Srednjeročni i dugoročni krediti	628	1.221	155	610	994	1.524
Ostalo ²⁾	63	383	289	81	304	928
DEVIZNE REZERVE NBS³⁾, neto, (korišćenje: +)	-587	-349	-202	-483	-937	-1.627
PRO MEMORIA						
			u % BDP			
Izvoz robe i usluga	19,9	22,2	5,2	11,8	18,4	26,0
Uvoz robe i usluga	-42,3	-51,7	-9,0	-21,0	-34,3	-48,9
Bilans robne razmene	-23,5	-30,3	-3,6	-9,4	-16,0	-23,0
Bilans tekućih transakcija	-9,0	-13,1	-1,6	-2,7	-5,2	-8,6
BDP u evrima ⁴⁾	16.853	18.039	19.510	19.510	19.510	19.510

Izvor: Tabela P-4 u Analitičkom prilogu.

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

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

3) Isključujući tranše MMF-a.

4) Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Neto priliv tekućih transfera nešto je niži od prethodnog kvartala, ali je godina u celini završena sa nešto višim prilivom od onog u 2004. Otkup deviza NBS od menjača bio je relativno nizak što može biti posledica neočekivanog jačanja kursa dinara u decembru, čije duže trajanje menjači s razlogom nisu očekivali. S obzirom na relativno veliki otkup menjačkih deviza u januaru i

Bilans tekućih transakcija je pod dominantim uticajem „pomeranja“ uvoza iz prvog kvartala 2005. u četvrti kvartal 2004.

Rekordni kapitalni bilans u 2005.

februaru tekuće godine, što je druga godina za redom, moguće je i da smo svedoci promene sezonalnosti toka: krajem godine menjačke devize se smanjuju sa depozita a kumuliraju u privredi, u skladu sa akumulacijom sezonskih zarada, a u toku prvog kvartala privreda ih prodaje kako bi se nominalno otplatili dinarski krediti. Napomenimo da menjačke devize ranije nisu prodavane u prvom kvartalu godine, možda zato jer su korišćene za otplate deviznih kredita u neformalnom sektoru i inostranstvu.

Rekordno zaduživanje u inostranstvu, uz ubrzanje zaduživanja banaka u četvrtom kvartalu.

Veliki preokret u robnim tokovima u 2005. ima neočekivani pandan u povećanom dotoku kapitala – sa ukupnim kapitalnim prilivom od 3,6 milijarde evra (1,4 milijarde evra u četvrtom kvartalu) prema 2,4 milijarde evra u 2004. (1,1 u četvrtom kvartalu 2004) koji se pojačava u četvrtom kvartalu godine usled sezonskog skoka u kratkoročnom zaduživanju. Uz određenu rezervu prema ciframa, skok u prilivima odražava se pre svega u srednjoročnom i dugoročnom zaduživanju (oko 530 miliona evra u četvrtom kvartalu i 1,5 milijarde evra u celoj godini), među kojima najveće povećanje ima zaduživanje privatnog ne-bankarskog sektora. U četvrtom kvartalu, naročito veliki skok doživljava kratkoročno zaduživanje (270 miliona evra) i to osobito banaka. Može se očekivati da je ovo zaduživanje sezonskog karaktera i da će u narednom periodu ovi dugovi biti otplaćeni. Strane direktne investicije beleže takođe veliki porast (1,2 milijarde evra u 2005, prema 773 miliona evra u 2004), ali su one nešto pale u poslednjem kvartalu, kad je zabeležen priliv od samo 232 miliona evra.¹

Rekordne devizne rezerve NBS u četvrtom kvartalu.

Poboljšani trgovinski bilans i pojačani kapitalni dotoci proizveli su rekordnu akumulaciju bruto i neto deviznih rezervi NBS koje su u celoj godini povećane za 1,6 milijardi evra, od toga 690 miliona evra samo u četvrtom kvartalu 2005. godine (rezerve NBS su kapitalni dotoci izazvani pre svega nedostatkom likvidnosti u zemlji, odnosno visokim kamatnim stopama, a ne i nedostatkom deviza). Stoga se dešavaju dva procesa: pojačani dotok kapitala uprkos bitnom poboljšanju trgovinskog bilansa i, posledično, dramatično povećanje deviznih rezervi u zemlji. Povećanje deviznih rezervi je utoliko veće što je NBS povećala obaveznu stopu rezerve banaka na pozajmljene izvore u nekoliko navrata u toku godine, napose na 38%, u oktobru 2005. Banke te rezerve deponuju kod NBS i one ulaze u bruto rezerve NBS.

Tabela T-13. Srbija: Kvartalne vrednosti u spoljnotrgovinskoj robnoj razmeni, 2003–2005.

	2003		2004				2005				ukupno
	ukupno	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	
vrednosti, u milionima evra											
Izvoz	2.442	498	640	781	912	2.832	753	909	916	1.089	3.666
Uvoz	6.589	1.778	2.048	1.997	2.801	8.623	1.534	2.131	2.311	2.557	8.533
Deficit	4.147	1.279	1.407	1.216	1.889	5.792	781	1.221	1.395	1.468	4.867
12-m rast, u %											
Promena izvoza	11,7	-14,1	4,1	22,3	50,0	15,9	51,0	42,0	17,3	19,4	29,5
Promena uvoza	11,3	15,4	25,8	27,0	51,4	30,9	-13,7	4,1	15,7	-8,7	-1,0
PERIODI POMERENI JEDAN MESEC UNAZAD¹⁾											
vrednosti, u milionima evra											
Izvoz	2.448	464	620	731	888	2.702	761	890	910	997	3.558
Uvoz	6.444	1.717	2.105	1.995	2.264	8.081	2.092	2.061	2.229	2.532	8.915
Deficit	3.996	1.254	1.485	1.264	1.377	5.379	1.332	1.171	1.319	1.535	5.357
12-m rast, u %											
Promena izvoza	12,5	-17,3	3,2	18,7	32,3	10,4	64,0	43,5	24,5	12,3	31,7
Promena uvoza	14,6	16,5	24,0	30,4	29,9	25,4	21,8	-2,1	11,8	11,8	10,3

Izvor: RZS.

1) Vrednosti u donjoj polovini tabele označavaju ostvarene vrednosti u periodu „pomerenom“ za jedan mesec: godišnji podaci obuhvataju period decembar–novembar (umesto januar–decembar), prvi kvartal obuhvata period decembar–februar (umesto januar–mart), drugi kvartal period mart–maj (umesto april–jun), treći kvartal period jun–avgust (umesto jul–septembar) i četvrti kvartal period septembar–novembar (umesto oktobar–decembar).

¹ Verujemo da statistika platnog bilansa NBS preuveličava ukupne prilive, ali ne možemo sa sigurnošću precizirati iznos i razlog.

Trgovinski bilans popravlja se mnogo više u kalendarskoj godini...

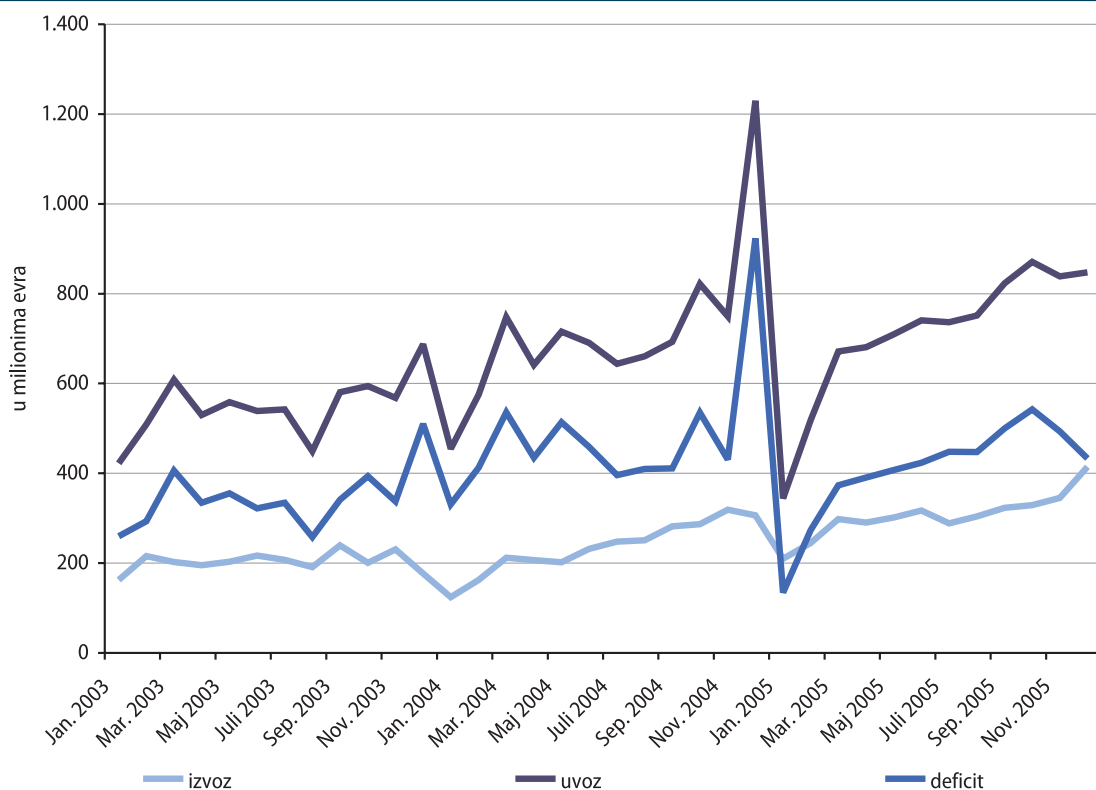
...nego kad se godina „pomeri“ jedan mesec unazad.

Spoljna trgovina

Promene u kalendarskoj 2005. godini ne odražavaju suštinske tendencije u spoljnotrgovinskim tokovima, zbog opisanog efekta uvođenja PDV. Zbog toga posmatramo promene u „pomerenoj“ godini – u periodu decembar–novembar 2005. u odnosu na isti period godinu ranije. U ovom periodu izvoz je rastao oko tri puta brže od uvoza u odnosu na isti period prethodne godine, što je omogućilo da deficit u robnoj razmeni opadne na godišnjem nivou. Uvoz je na godišnjem nivou sada 2,5 puta veći od izvoza, pa je neophodno da izvoz u 2006. raste brže od uvoza bar za isto toliko. S obzirom na to da se formirala dinamika rasta uvoza od oko 10%, jasno je da izvoz mora da održi i u 2006. izuzetno visoke stope rasta (veće od 25%).

Grafikon T-6. Izvoz, uvoz i robni deficit, 2003–2005.

Dinamika izvoza je i dalje visoka.



Izvor: RZS.

U osam od deset sektora Srbija beleži deficit.

Od deset spoljnotrgovinskih sektora, Srbija u osam beleži deficit robne razmene u 2005, a negativan saldo je najizraženiji u trgovini mašinama i energentima (Tabela T-14). Deficit opreme je ipak znatno smanjen u odnosu na 2004, što je više rezultat pada uvoza u 2005. (avansni uvoz se desio krajem 2004), a manje ostvarenog oporavka izvoza opreme. Dva sektora stvaraju oko 70% deficita: mašine i transportni uređaji (deficit od 1,8 milijardi evra) i mineralna goriva i maziva (1,5 milijardi evra), pri čemu je najveće godišnje smanjenje deficita (za 536 miliona evra) zabeleženo u sektoru mašine i transportni uređaji. Samo u jednom sektoru – hrana i žive životinje – povećan je suficit (sa 12 na 152 miliona evra). Po relativnom smanjenju deficita ističu se dva sektora: prvi, razni gotovi proizvodi (tu su, između ostalih odseka: odeća, obuća, nameštaj), koji beleži manji deficit za 66% i drugi, proizvodi svrstani po materijalu (ovde spadaju propulzivni odseci metalurških i gumarskih delatnosti), u kome je deficit umanjnjen za 40%.

Tabela T-14. Spoljnotrgovinski robni saldo po sektorima SMTK, 2004–2005.

	2004		2005			
	saldo	promena salda	saldo	promena salda		
	u milionima evra	u %	u milionima evra	u %		
<i>Deficit se smanjuje u sedam od deset sektora.</i>						
Ukupno	-5.792	-1.645	-39,7	-4.867	925	16,0
Hrana i žive životinje	12	-16	-57,8	152	140	1.196,2
Pića i duvan	-85	4	4,5	-49	36	42,1
Sirove materije, osim goriva	-110	-37	-50,2	-218	-107	-97,5
Mineralna goriva i maziva	-1.238	-338	-37,5	-1.503	-266	-21,5
Životinjska i biljna ulja i masti	35	34	4.694,3	18	-18	-50,2
Hemijski proizvodi	-824	-152	-22,6	-784	41	4,9
Proizvodi svrstani po materijalu	-745	17	2,3	-462	282	37,9
Mašine i transportni uređaji	-2.408	-969	-67,3	-1.872	536	22,2
Razni gotovi proizvodi	-414	-190	-84,4	-139	275	66,4
Proizvodi i transakcije, nigde pomenuti	-15	-	-	-8	6	43,4

Izvor: RZS.

Okvir 1: Koja je prava dinamika uvoza?

Očišćen od svih vanrednih efekata, uvoz je porastao 6,5% u godini...

Posmatramo uvoz očišćen od vanrednih faktora, u periodu decembar 2004–novembar 2005. u odnosu na isti period godinu ranije. U decembru 2004. došlo je do «požurivanja» uvoza kako bi se izbeglo plaćanje PDV od početka 2005, što je dalo visoku bazu za poređenje u 2004. i umanjilo sliku o uvozu u prvim mesecima 2005. godine. Tako vremenski omeđen uvoz, dakle u periodu decembar 2004–novembar 2005, pokazuje rast za 10,3% u odnosu na decembar 2003–novembar 2004 (Tabela T-17). Drugi efekat koji zamagljuje ocenu fundamentalne dinamike uvoza predstavlja porast cene energenata u 2005 – taj faktor je autonomno povećao vrednost uvoza bez obzira na realnu dinamiku uvozne tražnje. Pod pretpostavkom da nije došlo do porasta cene energenata, u istom periodu – od decembra 2004. do novembra 2005. – rast uvoza iznosi 6,5%.¹

...ali suštinski rast ubrzava, teško je reći koliko.

U kraćem periodu – jun–novembar 2005. godine – takođe „očišćenom“ od efekata PDV i pogodnijem za ocenu konjunktura, međugodišnji rast uvoza iznosi oko 12%, dok po isključenju uticaja cene energenata rast uvoza u ovom periodu iznosi nešto više od 8%. Dakle, poređenje dinamika uvoza u dužem i kraćem periodu pokazuje da se formirala uzlazna dinamika uvoza po godišnjoj stopi od oko 10%, pri čemu je приметно izvesno ubrzanje u drugoj polovini 2005.godine. Stabilizacija cene nafte mogla bi da ovu dinamiku uspori za oko dva procentna poena.

Slično, u prvom kvartalu 2006. godine, zbog pada uvoza na početku 2005, stopa rasta uvoza bi mogla da se nađe u intervalu od 40% do 50% (ukoliko se ponovi sezonsko ponašanje u prvom kvartalu iz stabilnijih 2003. i 2004. godine – pad uvoza u odnosu na poslednji kvartal prethodne godine za oko 5%).

¹ Eliminisanje uticaja cene energenata na rezultate uvoza postigli smo na taj način što smo vrednost uvoza obračunali množenjem uvezenih tekućih količina i cena (jediničnih vrednosti) iz bazne godine.

Tabela T-15. Srbija: Analiza rasta izvoza, 2004–2005.

U %	2004		2005							
	porast, 12-m jul-dec	Učešće u izvozu	porast, 12-m				doprinosu rastu			
			jan-jun	Q3	Q4	jan-dec	jan-jun	Q3	Q4	jan-dec
Ukupno roba	35,8	100,0	45,9	17,3	19,4	29,5	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Krupni izvoz zbog šećera i dalje zaostaje...</i>										
Krupni izvoz	254,0	25,4	151,0	-13,7	-4,6	39,2	57,9	-21,1	-6,8	31,4
Gvozdje i čelik	231,1	13,5	109,3	-14,8	4,6	33,8	26,3	-13,2	3,2	15,0
Obojeni metali	73,2	8,0	87,2	76,2	67,3	78,0	11,8	23,4	20,2	15,5
Šećer i srodni pr.	3.412,0	3,8	2.658,1	-93,0	-64,2	5,9	19,8	-31,2	-30,2	0,9
<i>ali ostali proizvodi brzo rastu...</i>										
Jezgro	23,0	49,9	34,3	34,0	42,3	36,6	37,1	94,6	95,5	58,8
Odeća	-9,8	5,4	73,8	65,6	52,1	64,9	7,1	16,0	10,9	9,3
Žitarice i proizvodi	86,2	4,1	91,0	100,0	59,3	80,2	4,9	15,1	11,4	8,0
Obuća	-12,4	2,7	91,4	53,4	56,0	68,6	3,9	7,8	5,3	4,8
Nafta i naftni derivati	73,3	2,8	63,6	14,2	146,3	64,3	3,1	2,4	11,9	4,8
Proizvodi od kaučuka	20,4	4,5	20,1	34,4	16,8	22,6	2,5	8,1	3,5	3,6
Organski hemijski proizvodi	102,7	2,7	33,6	19,5	29,2	27,8	1,8	3,5	4,2	2,6
Povrće i voće	0,7	5,8	8,9	14,5	4,3	9,4	1,3	6,8	1,3	2,2
Specijalne mašine za neke industr. grane	1,1	2,2	53,0	75,4	136,5	81,6	2,1	6,3	9,3	4,3
Razni gotovi proizvodi, nigde pomenuti	44,4	4,8	18,9	22,7	19,0	20,0	2,3	6,6	4,6	3,5
Proizvodi od metala, nigde pomenuti	36,5	3,4	12,4	31,4	28,8	22,8	1,0	6,2	5,5	2,8
Hartija, karton i proizvodi od celuloze	59,9	2,1	36,6	26,1	50,8	37,0	1,7	3,3	4,1	2,5
Plastične materije u primarnim oblicima	111,3	3,0	46,2	-5,4	14,1	21,5	3,2	-1,0	2,3	2,3
Medicinski i farmaceutski proizvodi	-3,3	2,3	15,4	29,3	90,4	41,7	0,8	3,0	9,2	2,9
Industrijske mašine za opštu upotrebu	-8,8	2,1	11,8	79,7	72,3	41,9	0,7	7,1	5,6	2,7
Električne mašine, aparati i uređaji	2,6	2,1	13,7	31,4	66,7	33,7	0,7	3,4	6,4	2,3
<i>i novi odseci postaju značajni.</i>										
Ostalo	-7,2	24,7	7,0	18,2	7,9	10,0	5,0	26,5	11,3	9,8
od čoga: Novi izvoz	3,8	9,5	9,9	28,8	41,9	23,5	2,5	15,6	18,3	8,0

Izvor: RZS.

Sve više proizvoda utiče na povoljnu izvoznju sliku.

Šećer utiče na loše rezultate *krupnog izvoza*, ali se i dalje širi izvozna baza. Mali izvoz šećera (međugodišnji pad za 64,2% u četvrtom kvartalu), uprkos kontinuiranom visokom rastu izvoza obojenih metala (za 67,3%) i oporavku izvoza gvožđa (rast za 4,6%), i dalje presudno utiče na loše rezultate *krupnog izvoza* (Tabela T-15). Da je izvoz šećera u poslednjem kvartalu 2005. dostigao nivo iz poslednjeg kvartala 2004. međugodišnja stopa rasta ukupnog izvoza u ovom periodu bila bi veća za četvrtinu (oko 25%). U prvom kvartalu 2006. očekuje se obrt i pozitivan doprinos izvoza šećera pošto je izvoz početkom prošle godine bio skroman, a primetno je blago oživljavanje tekućeg izvoza šećera.²

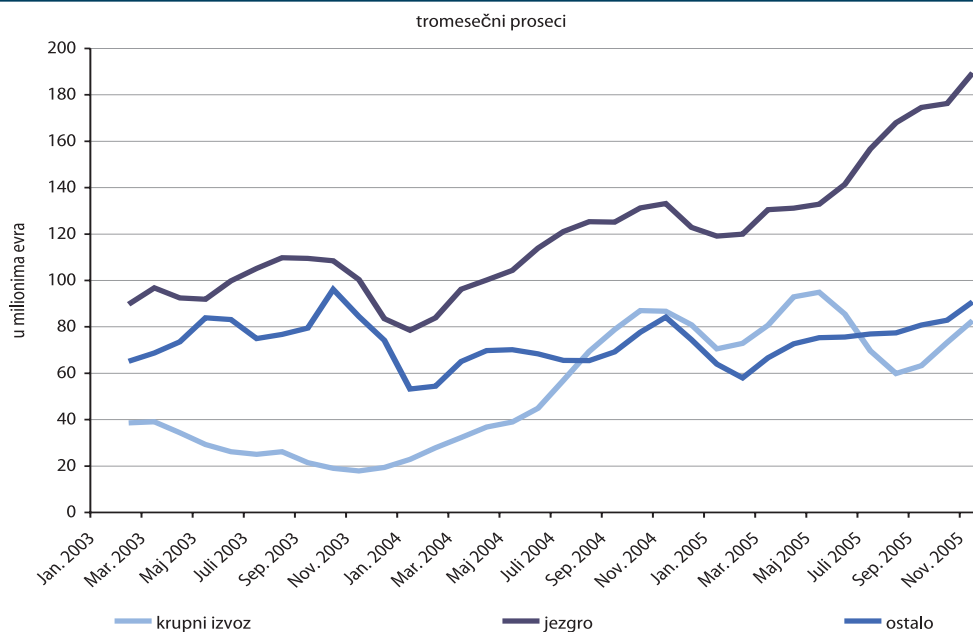
Ako isključimo *krupni izvoz*, međugodišnji rast izvoza u četvrtom kvartalu i dalje raste po visokoj stopi iz trećeg kvartala (29%). U Tabeli T-15 vidi se da su nosioci izvoza u četvrtom kvartalu odseka iz grupa *jezgro* (rast za 42,3%). Grupa *jezgro* se širi (daje polovinu ukupnog izvoza) iz meseca u mesec, tj. raste broj sektora čiji su učešće u izvozu i doprinos rastu izvoza veći od 2%.³ U odnosu na treći, grupa *jezgro* je u četvrtom kvartalu 2005. bogatija za tri odseka: medicinske i farmaceutske proizvode, industrijske mašine za opštu upotrebu i električne mašine i aparate. Zajednička karakteristika za navedena tri odseka jeste to da su, zahvaljujući neprekidnom dinamičnom porastu izvoza u drugoj polovini 2005. godine, postali značajni izvoznici – zbirni doprinos rastu izvoza u poslednjem kvartalu iznosi čak oko 20%. Iz grupe *jezgro* dinamičan porast izvoza nastavljaju već dokazani odseci: prehrambene, tekstilne, hemijske i mašinske industrije. Polovina odseka iz grupe *jezgro* dodatno ubrzava rast (najviše specijalne mašine za neke industrijske grane i nafta i naftni derivati), ali i preostali odseci beleže dvocifrene stope međugodišnjeg kvartalnog porasta (izuzetak je, sa jednocifrenim rastom, odsek povrće i voće).

² Izvoz šećera, nakon zamiranja tokom letnjih meseci, oživljava u poslednja dva meseca 2005. godine (13–14 miliona evra mesečno), što je još uvek znatno (za dvadesetak miliona evra) manje od najvećih mesečnih izvoza u prethodne dve godine. Takva kretanja su uobičajena, pošto u ranu jesen počinje tromesečna kampanja proizvodnje šećera, pa izvoz raste pri kraju godine.

³ U Tabeli T-15 može se videti da su u okviru grupe *jezgro* izdvojene tri podgrupe, kako bi se uočilo širenje *jezgra* novim odsecima počev od prve polovine godine (prva podgrupa) do poslednjeg kvartala 2005. (treća podgrupa). U *jezgro* svrstavamo sve odseke koji na godišnjem nivou imaju učešće u izvozu i doprinosu porastu izvoza veće od 2%. Tekući (i nepouzdan) napredak se registruje u grupi *novi izvoz*, u kojoj se posmatra porast izvoza i doprinosu rastu izvoza samo u poslednjem kvartalu.

Grafikon T-7. Srbija: Izvoz prema dinamici rasta, 2003–2005.

Krupni izvoz je još ispod majskog maksimuma, ali izvoz jezgra skoro eksponencijalno ubrzava.



Izvor: RZS.

Dinamične promene u strukturi izvoza potvrđene su i širenjem grupe *novi izvoz*, pošto su još četiri odseka u odnosu na treći kvartal dala doprinos porastu izvoza od najmanje 1,5%: pogonske mašine i uređaji, drumska vozila, plastične mase u ostalim oblastima, eterična ulja, parfimerijski i ostali preparati (Tabela T-16).⁴ *Novi izvoz* sada čine delovi metalne industrije (rude, otpaci metala), tradicionalne radno-intenzivne delatnosti (proizvodnja nameštaja i tekstila), nemetalni minerali (cement), hemijska industrija (plastične mase i kozmetika), ali i odseci koji izvoze proizvode višeg nivoa prerade: opremu i trajna potrošna dobra (pogonske mašine, drumska vozila). Grupa *novi izvoz* i dalje nema veliko učešće u izvozu (oko 10%, kao i u trećem kvartalu), ali je primetan rast doprinosa ekspanziji izvoza u poslednjem kvartalu. Ukoliko se nastavi porast izvoza nameštaja, možemo očekivati da se i ovaj odsek ubrzo pridruži grupi *jezgro*.

Tabela T-16. Srbija: Novi izvoz u trećem kvartalu 2005. godine

U %	2004		2005				
	porast, 12-m	Učešće	porast, 12-m		doprinos rastu		
	jul-dec	u izvozu	jan-jun	Q3	Q4	Q4	jan-dec
Ukupno roba	35,8	100,0	45,9	17,3	19,4	100,0	100,0
Novi izvoz	3,8	9,5	9,9	28,8	41,9	18,3	8,0
Proizvodi od nemetalnih minerala	-10,0	1,7	-3,0	18,0	43,9	3,2	0,9
Mineralne rude i otpaci metala	28,0	1,1	2,5	46,8	53,2	2,9	1,1
Nameštaj i delovi	8,2	1,8	29,5	22,5	29,9	2,5	1,7
Predivo, tkanine i tekstilni proizvodi	2,5	1,2	18,4	30,6	25,5	1,5	1,0
Drumska vozila	4,6	1,3	-11,2	13,3	39,5	2,6	0,4
Pogonske mašine i uređaji	-17,2	1,0	4,2	47,8	55,9	2,4	1,0
Eterična ulja, parfim. i toaletni preparati	19,9	0,5	29,3	58,3	92,6	1,6	0,7
Plastične mase u ostalim oblicima	32,2	0,9	35,0	38,2	39,7	1,6	1,1

Izvor: RZS.

4 U Tabeli T-16 prikazan je *novi izvoz*, poput *jezgra*, u dve grupe odseka – druga podgrupa je dodata zahvaljujući rezultatima u poslednjem posmatranom kvartalu. Struktura novog izvoza je promenjena i zbog toga što su se tri odseka kvalifikovala za grupu *jezgro*. U *novi izvoz* ulaze odseci koji u četvrtom kvartalu imaju doprinos rastu izvoza veći od 1,5%. Odseci koje smo svrstali u *krupni izvoz*, *jezgro* i *novi izvoz* u zbiru čine oko 40% ukupnog broja odseka i 85% vrednosti ukupnog robnog izvoza. Ovi podaci potvrđuju prvo, da je pokrivenost izvoznih sektora u našoj analizi zadovoljavajuća i, drugo, da je rast izvoza prisutan širom privrede.

Rast osam novih grupa proizvoda višestruko ubrzava u trećem i četvrtom kvartalu, tako da je doprinos četvrtog kvartala ukupnom rastu izvoza 18,3%.

Raste izvoz u razvijene zemlje, ali se kapitalni proizvodi i dalje više izvoze u nerazvijene.

Struktura izvoza prema ekonomskoj nameni u 2005. nije izmenjena u odnosu na 2004. (i dalje je nepovoljna): oko polovine izvoza čine intermedijarni proizvodi, a samo 10% kapitalni proizvodi. Pozitivno je to što je rast izvoza u razvijene zemlje bio veći (36%) od rasta izvoza na tržišta zemalja u razvoju (22%), što je povećalo učešće razvijenih zemalja u izvozu na 56%. U razvijene zemlje najbrže je rastao izvoz proizvoda za reprodukciju, a u zemlje u razvoju izvoz sredstava za rad. Sredstva za rad se relativno više izvoze jedino u zemlje u razvoju, što znači da proizvodi više faze finalizacije i sofisticiranija roba imaju prođu prevashodno na manje zahtevnim tržištima.

Uvoz energenata i intermedijarnih proizvoda i dugoročno i konjunktorno vuče ukupan uvoz.

Porast uvoza vuku energenti i intermedijarni proizvodi, mada se primećuje i blagi porast uvoza potrošne robe. U strukturi ocenjene suštinske godišnje dinamike uvoza (od oko 10%) u periodu od decembra 2004. do novembra 2005, najveći doprinos rastu ukupnog uvoza imaju uvozi energenata i intermedijarnih proizvoda (sa približno jednakim doprinosima rastu ukupnog uvoza), dok su uvozi kapitalnih proizvoda i potrošne robe u suštini stagnirali (Tabela T-17). U periodu jun-novembar najpropulzivniji su takođe uvozi energenata i intermedijarnih proizvoda, pri čemu se uočava oživljavanje (međugodišnji rast za više od 3%) uvoza potrošne (trajne i netrajne) robe. Nakon inicijalnih poremećaja usled uvođenja PDV u prvom kvartalu 2005, trajni efekti ovog sistemskog šoka ogledaju se kroz usporavanje rasta (a ne pad) uvoza. Međugodišnji rast uvoza potrošnih dobara veći je u periodu jun-novembar nego u „pomerenom“ godišnjem periodu, decembar-novembar, dok kod uvoza kapitalnih proizvoda to nije slučaj. Uvoz investicionih dobara pao je trajnije i ne oporavlja se ni u drugoj polovini prethodne godine, što je posledica smanjenog «naduvavanja» faktura u 2005,⁵ ali i visokog uvoza ovih proizvoda u 2004. godini. S druge strane, uzrok pada uvoza potrošnih dobara je poskupljenje ove robe zbog plaćanja PDV (ranije je više izbegavano plaćanje poreza na promet), ali se u poslednjih nekoliko meseci potvrđuje da se stanovništvo prilagodilo ovoj promeni (prihvatilo više cene) i da se uvoz oporavlja.

Tabela T-17. Srbija: Analiza rasta uvoza, 2004–2005.

U %	2004		2005						
	Porast, 12-m	Učešće	Porast, 12-m			Doprinos rastu			
	jul-dec	u uvozu	Q3	Q4	jan-dec	jun-nov	(dec.04-nov.05)	jun-nov	(dec.04-nov.05)
Ukupno	40,2	100,0	15,7	-8,7	-1,0	11,8	10,3	100,0	100,0
Energija	66,3	19,3	65,7	4,1	24,6	36,4	30,8	47,8	47,2
Intermedijarni proizvodi	35,5	35,8	12,6	-0,8	6,4	15,0	16,0	43,9	51,7
Kapitalni proizvodi	51,2	24,1	3,1	-24,0	-17,5	0,6	1,5	1,3	4,0
Trajni proizvodi za široku potrošnju	25,5	4,0	4,3	-17,7	-13,2	3,8	0,9	1,4	0,4
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	24,3	14,5	4,3	-5,4	-7,2	3,0	-0,7	4,0	-1,0
Ostalo	-3,9	2,5	6,0	4,9	-7,5	9,5	-8,0	1,5	-2,2

Izvor: RZS.

Cena nafte ima i dalje presudan uticaj na uvoz.

Visoke cene energenata onemogućavaju pad vrednosti uvoza – da su cene po kojima su nafta i gas uvezeni ostale nepromenjene u odnosu na 2004, u četvrtom kvartalu prošle godine bi se uštedelo 150 miliona evra. Za celu 2005. godinu navedeni efekat iznosi oko 400 miliona evra.⁶ Međugodišnji pad uvoza u poslednjem kvartalu 2005. jedino nije zabeležen kod uvoza energije, što je iznenađujuće, s obzirom na ogromno smanjenje (oko 40%) uvezenih tona nafte, derivata i gasa. Uvoz dve metalurške grane – mineralnih ruda i otpadaka i čelika i gvožđa – u periodu oktobar-novembar raste za oko 7%, pa i dalje ima slabiji rast nego ukupni uvoz intermedijarnih proizvoda (12%). Ipak, dinamika rasta uvoza u oktobru i novembru u dva sektora metalske industrije ubrzana je u odnosu na treći kvartal, pa se može očekivati da dalja ekspanzija izvoza metala dodatno ubrza rast uvoza.

⁵ Interes da uvoznici preценjuju uvozne fakture u cilju zadržavanja kapitala u inostranstvu slabi nakon uvođenja PDV, pošto se nakon uvođenja PDV povraćaj poreza vrši tek nakon određenog vremena, što vezuje sredstva i predstavlja trošak.

⁶ Veliki značaj cena energenata vidi se iz činjenice da su se vrednosti i količine uvoza tokom 2005. različito kretale: uvoz nafte i derivata u tonama bio je 5,3% manji nego u 2004, a uvoz veći za 35,1%, dok je uvoz gasa u tonama bio 12,1% manji a u evrima 17,7% veći.

**Postepena liberalizacija
trgovine u regionu...****Okvir 2: Spoljnotrgovinska razmena u regionu**

Zemlje jugoistočne Evrope (pored SCG, tu su i Albanija, BiH, Bugarska, Hrvatska, Makedonija, Rumunija) potpisale su Memorandum o razumevanju i trgovinskim olakšicama još juna 2001, ali je mreža bilateralnih sporazuma zaključena tek 2004. godine. SCG je 1. februara 2004. zaključila sporazume sa svim zemljama regiona i ratifikovala ih do kraja 2004. godine, čime je otpočela njihova primena u praksi. Kakvi su prvi efekti bilateralnih sporazuma?

Tabela T-18. Spoljnotrgovinska razmena Srbije sa zemljama regiona, 2004–2005.

	2003						2005						
	saldo	učešće u izvozu	učešće u uvozu	saldo	učešće u izvozu	učešće u uvozu	izvoz	uvoz	saldo	učešće u izvozu	učešće u uvozu	porast izvoza, 12-m	porast uvoza, 12-m
	u mil. evra	u %	u %	u mil. evra	u %	u %	u milionima evra			u %			
Ukupno	-4.200	100,0	100,0	-5.792	100,0	100,0	3.667	8.533	-4.867	100,0	100,0	29,5	-1,0
Bosna i Hercegovina	220	15,1	2,3	316	17,8	2,2	604	236	368	16,5	2,8	19,8	24,9
Hrvatska	-41	2,8	1,6	-44	4,2	1,9	160	208	-48	4,4	2,4	33,9	27,0
Republika Makedonija	174	12,0	1,8	76	7,3	1,5	211	136	75	5,8	1,6	2,2	3,6
Rumunija	-57	2,6	1,8	-64	3,5	1,9	105	221	-117	2,9	2,6	6,4	36,7
Bugarska	-71	2,0	1,8	-129	1,7	2,1	76	165	-90	2,1	1,9	54,1	-7,0
Ukupno zemlje iz regiona	225	34,4	9,3	155	34,5	9,6	1.156	967	190	31,5	11,3	18,2	17,4

Izvor: RZS.

Spoljna trgovina sa pet zemalja regiona¹ čini oko 17% ukupne razmene (Tabela T-18). U 2005. iznad prosečno je porastao izvoz u Hrvatsku i Bugarsku. Nešto je povećano učešće regiona u uvozu, pošto je dinamično rastao uvoz iz Rumunije, BiH i Hrvatske.

U odnosu na 2004. značaj regiona kao izvozne destinacije Srbije opada – izvoz u okolne zemlje rasteo je sporije nego ukupan izvoz. Delimično je to posledica porasta izvoza u ove zemlje za više od 20% u 2003, uz istovremeni pad izvoza u EU za 1,6%. Dinamika izvoza u EU je u prethodnih nekoliko godina skokovitija – pad u jednoj godini praćen je dinamičnim oporavkom u sledećoj, dok izvoz u JIE raste bez oscilacija. To su posledice promena u odnosima naše zemlje sa EU i sa JIE. U 2004. je poboljšanje odnosa i uklanjanje administrativnih prepreka u trgovini sa EU rezultiralo izraženim skokom izvoza na ovo područje.² S druge strane, kontinuirana ali postepena liberalizacija trgovine u JIE dovela je do umerenijeg i stabilnijeg porasta trgovine sa ovim regionom. U periodu od tri godine ove razlike se gube, pošto u odnosu na 2002. izvoz u EU i u zemlje regiona ima približno jednak relativni porast, što svedoči o ravnomernoj geografskoj ekspanziji našeg izvoza na srednji rok.

Ukupni saldo razmene Srbije sa zemljama regiona je pozitivan u 2004. i 2005. (povećanje suficita sa 155 na 190 miliona evra), pri čemu suficit proističe iz razmene sa BiH i Makedonijom. Deficit sa Hrvatskom i Rumunijom raste u 2005, dok sa Bugarskom opada.

Možemo zaključiti:

- region JIE ima veći značaj za izvoz nego za uvoz Srbije;
- iako je vrednosno primetan porast razmene, učešće regionalne trgovine u ukupnoj trgovini ne beleži tendenciju rasta u prethodnih nekoliko godina;
- efektuiranje sporazuma o liberalizaciji u 2005. prouzrokovalo je rast suficita sa manje razvijenim zemljama regiona i uglavnom proširenje deficita sa razvijenijim zemljama regiona;
- zemlje regiona mogu biti značajno izvozno tržište, mahom za proizvode koji ne mogu da se plasiraju na tržištu razvijenih zemalja (na primer, iz namenske grupe *kapitalni proizvodi*);
- perspektiva Zone slobodne trgovine je neizvesna, budući da će Rumunija i Bugarska verovatno od 2007. postati članice EU;
- razvijanje konkurencije i regionalne saradnje predstavlja pripremu zemalja za jedinstveno tržište EU i to je jedan od važnijih ciljeva formiranja zone slobodne trgovine u JIE.

¹ RZS ne objavljuje podatke o trgovini sa Albanijom i Moldavijom, članicama Zone, zbog zanemarljivog značaja obima trgovinske razmene.

² U 2003. je izvoz pojedinih značajnih proizvoda (na primer, obuće i odeće) u EU gotovo iščezao, usled složenih administrativnih procedura za izvoz u periodu usklađivanja novih odnosa između Srbije i Crne Gore. Tek krajem 2003. počinje postepeni oporavak izvoza, a u 2004. godini odnosi sa EU su vidno poboljšani zahvaljujući Evropskom partnerstvu i prihvaćenom „dvostrukom koloseku“ u odnosima između Srbije i Crne Gore.

...dovela je do njenog
stabilnog rasta i učešća
od 17% u ukupnoj
trgovini,

Srbija ima pozitivan
saldo razmene sa
regionom.

6. Fiskalni tokovi i politika

Godinu 2005. obeležila je fiskalna konsolidacija i relativno smanjenje dimenzija države, mada produbljanjem analize postaje sve jasnije da fiskalni ishod – kako u četvrtom kvartalu, tako u celoj godini – nije bio toliko uspešan kao što se činilo na osnovu neprečišćenih zvaničnih podataka. Deo prihoda sastoji se iz rastućih neisplaćenih povraćaja i dugovanja države po osnovu PDV, i – ukoliko se taj priliv isključi – bilans je, u najboljem slučaju – nepromenjen u odnosu na prošlu godinu. Ukupni prihodi rasli su malo brže od inflacije i smanjeni su u odnosu na BDP (za dva procentna poena), naročito ako se posmatraju bez obaveza države po osnovu PDV. Do takvog ishoda doveli su relativno osrednja performansa PDV i niz mera smanjenja poreza koje je Vlada preduzela u 2004. i u 2005. – ove potonje pod pogrešnim utiskom da je performansa PDV veoma jaka. Za fiskalne rashode se može pouzdano reći da je njihov rast obuzdan, pri čemu je njihovo smanjenje već drugu godinu za redom naročit uspeh. Ipak, ovi zaključci moraju se prihvatiti s oprezom jer FREN, izvesno, nije bio u mogućnosti da otkloni sve nedoslednosti u prikazu računa koje po pravilu idu u korist prikazivanju manjeg rasta rashoda.

Bilans fiskalnih transakcija u 2005. nije mnogo promenjen u odnosu na 2004.

Konsolidovani bilans fiskalnih transakcija prema zvaničnom prikazu povećan je na 31,7 milijardi u 2005. godini, a skoro polovina tog suficita ostvarena je u četvrtom kvartalu godine. Međutim, FREN procenjuje da se država zadužila prema privredi po osnovu neisplaćenih povraćaja PDV ili poreskih kredita za bar 16 milijardi dinara (videti fus note 13 i 14 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu). Ako se to zaduživanje isključi, onda se prošlogodišnji bilans ne razlikuje mnogo od bilansa 2004. godine. Sliku zamagljuju i druge nedoslednosti u klasifikaciji bilansnih stavki. Naime, u procesu identifikacije i premeštanja stavki s karakteristikama otplate starih dugova – iz rashoda u finansiranje (*ispod crte*), po svemu sudeći, ne vrše se dosledno korekcije u podacima koji se odnose na prethodne periode i objavljuju u BJF. To, uglavnom, stvara utisak da se rashodi koji se prikazuju *iznad crte* smanjuju brže nego što je to stvarno.

Tabela T-19. Srbija: Konsolidovani bilans javnog sektora¹⁾, 2003–2005. Nominalni iznosi u milijardama dinara

	2003	2004	2005		
	ukupno	ukupno	Q1 - Q3	Q4 (procena)		ukupno
I JAVNI PRIHODI	472,3	589,4	491,0	210,2	701,2
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR ^{2),3)}	472,3	580,6	477,4	202,4	679,8
Tekući prihodi, od čega:					
Porez na dohodak i dobit	82,2	83,9	74,6	30,0	104,6
Neto prihod bez PDV obaveza prema privredi ²⁾	126,0	159,1	143,8	56,2	199,9
Akcize	58,1	69,1	51,2	20,0	71,3
II JAVNI RASHODI	-500,6	-572,0	-474,2	-195,3	-669,6
1. Tekući rashodi, od čega:					
Rashodi za zaposlene	-116,1	-138,0	-118,6	-47,5	-166,2
Kupovina roba i usluga	-72,3	-78,3	-62,7	-29,6	-92,3
Subvencije i socijalni transferi ³⁾	-269,4	-280,8	-242,4	-94,8	-337,3
2. Kapitalni rashodi ⁴⁾	-21,9	-37,0	-22,3	-10,7	-33,0
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-31,7	-25,2	-28,7	-7,9	-36,6
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin⁵⁾	-28,3	17,5	16,8	14,9	31,7
IVb UKUPNI FINANSIJSKI REZULTAT (IVa+III.3.), definicija MMF, podaci MFIN	-37,4	15,7	13,3	13,4	26,7
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FREN⁶⁾	-60,0	-7,7	-12,0	7,0	-5,0
V FINANSIRANJE (definicija FREN)	45,5	23,9	25,3	2,1	28,7
PRO MEMORIJA					
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu:					
- na osnovu evidentiranih fiskalnih tokova (IVc+V)	-14,5	16,2	13,3	9,1	23,7
- na osnovu evidencije stanja u poslovnim bankama (podaci NBS)	7,9	-7,0	26,7	11,4	38,1
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ⁷⁾	10,0	6,0	16,0

Izvor: Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.

1) Videti fus notu 1 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu; 2) Videti fus notu 2 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu; 3) Videti fus notu 4 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu; 4) Videti fus notu 5 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu; 5) Videti fus notu 7 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu; 6) Videti fus notu 13 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu; 7) Videti fus notu 14 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu; Napomene: Videti Napomene u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.

Finansijski rezultat mora se posmatrati na više načina...

**...kad se gledaju
održivi prihodi i
rashodi, rezultat je
bitno pogoršan...**

Po FREN-ovoj definiciji, finansijski rezultat u 2005. bio je vrlo sličan onom iz 2004. godine (deficit od 5 milijardi dinara u 2005. naspram deficita od 7 milijardi dinara u 2004). FREN-ova definicija konsolidovanog bilansa meri likvidnosni efekat državnih funkcija na privredu Srbije, i znatno je pouzdanije merilo kretanja bilansa iz godine u godinu, jer je sa zvaničnom definicijom teško izbeći nedoslednosti u tretmanu stavki. FREN-ova definicija rashoda, dakle, uključuje sve transakcije koje nisu čisto finansijske prirode, tj koje odražavaju/sprovode fiskalnu politiku, a to su pored rashoda koje uključuje zvanična definicija – tekući rashodi i investicije (odeljak II u Tabeli T-19, odnosno P-5 u Analitičkom prilogu) – i otplate starih dugova, i krediti države privredi i građanima. (Argumentaciju i objašnjenje definicija fiskalnog bilansa videti u Okviru 1). Treba uzeti u obzir da Fren-ova definicija bilansa uključuje prihode po osnovu povećanih potraživanja privrede od države po osnovu PDV u iznosu od oko 16 milijardi dinara. S obzirom na to da se na te prihode ne može računati u ovoj godini, bitno je reći da bi bez njih deficit 2005. godine iznosio oko 1% BDP.

**...jer visoki prihodi
od PDV su rezultat
porasta obaveza
države prema poreskim
obveznicima...**

Ubrzani porast poreske naplate u četvrtom kvartalu 2005. u potpunosti je postignut – zahvaljujući ubrzanom porastu dugovanja države po osnovu neisplaćenih povraćaja i povećanih poreskih kredita po osnovu PDV. Tako su konsolidovani javni prihodi u 2005. godini gledano čisto gotovinski realno porasli za 2%, u odnosu na isti period prošle godine (Tabela T-20), ali kad se prilivi umanje za iznos povećanih dugovanja države, realni rast je skoro nepromenjen u celoj godini, a u četvrtom kvartalu, u slučaju PDV – negativan. Osim PDV, pozitivan realni rast u godini imali su i porez na dohodak i dobit (7,1%), i neporeski i kapitalni prihodi (8,4 i 12,4 % realno); ostale kategorije prihoda pretrpele su realni pad uglavnom zbog smanjenih poreskih stopa.

**...i vremenskog
pomaka (ubrzanja) u
oporezivanju uvozne
robe.**

Realni porast gotovinskih prihoda od PDV, pre svega je posledica promene u strukturi poreskih dugovanja i vremenskog pomaka u naplati poreza. Dva oblika vremenskog pomeranja u plaćanjima to objašnjavaju. Najpre, PDV na uvoznu robu naplaćuje se u trenutku uvoza, dok se porez na promet naplaćivao tek pošto uvezena roba uđe u promet. To znači da je u prvom kvartalu 2005. došlo da naplate kako poreza na uvoz iz prethodnih perioda, tako i PDV na tekući uvoz, što je nesumnjivo značajno delovalo na uvećanje međugodišnjeg rasta priliva u ovom kvartalu. Ne raspoložemo tačnim podacima koliki je bio ovaj efekat (niti kolika je naplata PDV na uvoznu robu) ali svakako možemo da pretpostavimo da je taj efekat iščezao u kasnijim kvartalima. Drugo, dok je, u proseku, u prošlosti privreda dugovala porez na promet državi, u 2005. godini je dužnička uloga obrnuta: država je počela da duguje povraćaje i poreske kredite po osnovu PDV privredi, i to u daleko većem i rastućem iznosu u odnosu na dugovanja privrede državi. Gotovinski tok uključuje naplate dugovanja po osnovu prošlogodišnjeg poreza na promet, a ne isključuje prilive po osnovu rastućeg duga države ove godine. Prema našim nezvaničnim saznanjima, sredinom godine dugovanja države stabilizovala su se na oko 10 milijardi dinara, ali su onda u poslednjem kvartalu skočila za još 6 milijardi (naša procena), dostigavši na kraju godine najmanje 16 milijardi dinara.¹

¹ U prvom kvartalu 2006. godine ubrzano su vršene otplate, ali nije jasno da li će se one knjižiti u ovoj ili prethodnoj godini. Tim povodom, kontaktirali smo Ministarstvo finansija s molbom da nam omogući uvid u detaljnije podatke kako bismo mogli sačiniti precizniju analizu.

Tabela T-20. Srbija: Konsolidovani bilans javnog sektora¹⁾, 2003–2005.

	12-m realni rast			u % BDP		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
I JAVNI PRIHODI	4,0	13,4	2,1	43,1	45,0	43,3
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR ²⁾³⁾	...	11,7	0,5	43,1	44,3	42,0
1. Tekući prihodi	...	13,2	2,0	42,7	44,5	42,8
Poreski prihodi	-1,0	12,3	1,5	39,9	41,3	39,5
Porez na dohodak i dobit	6,7	-7,3	7,1	7,5	6,4	6,5
Porez na promet / PDV	2,2	14,7	16,5	11,5	12,1	13,3
od čega: neto prihod bez PDV obaveza prema privredi ²⁾	...	14,7	7,9	11,5	12,1	12,4
Akcize	10,9	8,0	-11,4	5,3	5,3	4,4
Carine	6,7	5,2	-2,5	2,7	2,6	2,4
Doprinosi	4,7	24,4	-0,4	10,6	12,1	11,4
od čega: doprinosi bez kompenzacije sa FZR ³⁾	...	17,5	2,4	10,6	11,5	11,1
Ostali poreski prihodi	-50,9	27,8	-41,6	2,3	2,7	1,5
Neporeski prihodi	171,6	26,0	8,4	2,8	3,3	3,3
2. Kapitalni prihodi	...	25,3	12,4	0,4	0,5	0,5
II JAVNI RASHODI	2,9	3,8	0,5	-45,7	-43,7	-41,4
1. Tekući rashodi	...	...	...	...	...	...
Rashodi za zaposlene	9,8	8,0	3,3	-10,6	-10,5	-10,3
Kupovina roba i usluga	-7,4	-1,6	1,1	-6,6	-6,0	-5,7
Otplata kamata	15,7	102,8	-14,3	-1,0	-1,9	-1,5
Subvencije i socijalni transferi ⁴⁾	-28,7	-5,3	3,1	-24,6	-21,4	-20,8
od čega: penzije ⁴⁾	1,6	7,9	5,7	-11,6	-11,5	-11,5
Ostali tekuci rashodi	-17,9	21,9	5,8	-0,9	-1,0	-1,0
2. Kapitalni rashodi ⁵⁾	20,0	53,4	-23,5	-2,0	-2,8	-2,0
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	...	-27,9	24,9	-2,9	-1,9	-2,3
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	...	-9,2	-0,5	-1,7	-1,4	-1,4
2. Penzije ⁴⁾	...	9,9	86,7	-0,3	-0,3	-0,6
3. Budžetski krediti, neto ⁶⁾	...	-82,2	138,2	-0,8	-0,1	-0,3
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin⁷⁾	-2,6	1,3	2,0
IVb UKUPNI FINANSIJSKI REZULTAT (IVa+III.3.), definicija MMF, podaci MFIN	...	...	...	-3,4	1,2	1,7
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FRENO⁷⁾	-5,5	-0,6	-0,3

Izvor: Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.

- 1) videti fusnotu 1) u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.
- 2) Videti fusnotu 2) u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.
- 3) videti fusnotu 3) u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.
- 4) videti fusnotu 4) u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.
- 5) videti fusnotu 5) u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.
- 6) videti fusnotu 6) u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.
- 7) videti fusnotu 7) u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.

Napomene: videti Napomene u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu.

Održivi deo toka naplate PDV u četvrtom kvartalu 2005. je čak niži od onog prethodne godine.

Postavlja se pitanje, kakva je bila suštinska, očišćena od vanrednih efekata, tj. *noseća*, performansa PDV? Po isključenju porasta dugovanja države, prihodi od PDV realno rastu u celoj godini 7,9% a u četvrtom kvartalu padaju oko 3% međugodišnje (Tabela T-20). Kao period analize, četvrti kvartal je merodavniji od cele godine iz dva razloga: (a) poznato je da efekti povećanog obuhvata opadaju s vremenom u poređenju sa periodom neposredno posle uvođenja PDV i, (b) u ranijim kvartalima deluje istovremeno oporezivanje prošlogodišnjeg i ovogodišnjeg uvoza. Ipak, međugodišnja stopa rasta u četvrtom kvartalu takođe je pod uticajem dva vanredna faktora: jedan je vanredno visoki promet u četvrtom kvartalu 2004, pred uvođenje PDV, a drugi svežina efekta fiskalizacije postignute uvođenjem registar kasa – takođe u četvrtom kvartalu 2004. Još jedno moguće objašnjenje jeste i to da je poresko opterećenje zapravo, ipak, smanjeno uvođenjem PDV – uz malu ogradu, jer nemamo uvid u precizne informacije – čini nam se da su dimenzije ovog usporavanja poreske naplate PDV po obračunskom principu (*accrual basis*) ipak zabrinjavajuće. U toku je pribavljanje detaljnijih podataka od Ministarstva finansija kako bismo bili u mogućnosti da sa većom izvesnošću procenimo situaciju.

Doprinosi za obavezno socijalno osiguranje – drugi po veličini fiskalni prihod, (učešće od oko 26% u ukupnim prihodima), pokazuju pak nerealno mali rast u 2005. u odnosu na 2004. Slika je nešto drugačija ukoliko se iz analize isključe kompenzacije za koje znamo, a koje su neki

Realni javni prihodi rasli su obuzdano...

...kao i ukupni javni rashodi...

...ali su otplate dugova rastle brže od BDP.

privrednici vršili preko Fonda za razvoj sa Republičkim fondom PIO u ove dve godine. Kad se te kompenzacije isključe iz 2004. i 2005. doprinosi pokazuju veći realan rast, ali još uvek zaostaju za drugim pokazateljima naplate dažbina vezanih za zarade i dohodak građana (videti, npr. tekst Pod Lupom 1). Stoga pretpostavljamo da je slaba performansa doprinosa pre odraz teškoća u preciznom praćenju ove kategorije, nego *nosećih* kretanja. Moguće je da među doprinosima ima i drugih kompenzacija pored onih koje smo mi utvrdili, ili da ima izuzeća o kojima nemamo saznanje.

Prihodi od poreza na dobit vrstoglavu rastu, nesumnjivo odražavajući porast njenog prijavljivanja.

Porez na dohodak i dobit beleži realni rast od 7,1% u 2005. u odnosu na 2004. godinu (Tabela T-20), a u četvrtom kvartalu nešto je sporiji (4,5% u odnosu na isti kvartal 2004). Nažalost, BJF ne prikazuje ova dva poreska oblika odvojeno, pa ne možemo identifikovati razlog za usporavanje rasta u poslednjem kvartalu. Međutim, procene MMF-a sugerišu da je u toj godini u celini porez na dobit, koji čini samo oko 10% ove kategorije – rastao po vrlo visokoj stopi od oko 22% realno na godišnjem nivou, a da je performansa grupe poreza na dohodak građana, u koje ulaze i paušalni porezi na preduzetnike i slobodne profesije koje su smanjivane u prethodnom periodu – bila relativno niska (2,9% realno). Visoki rast poreza na dobit tim je impresivniji što je sredinom 2004. ta stopa smanjena sa 14 na 10 procenta nominalno. Nema sumnje da na ovu performansu više deluje porast u prijavljivanju dobiti nego njegov stvaran rast. Prijavljivanje dobiti podstaklo je pak niz okolnosti, među kojima su pre svega: povećanje diferencijala između poreza na dobit i svih drugih stopa u zemlji, znatno povećanje verovatnoće da se – uz dobru prikazanu dobit – može doći do bankarskog kredita i promena, u klimi straha od negativnih posledica, ukoliko se prijavi dobit.

Neporeski i kapitalni prihodi u celoj godini imali su solidnu performansu (8,4% i 12,4%) realno su značajno porasli u četvrtom kvartalu, a u odnosu na 2004. Kategorija neporeskih prihoda je veoma heterogena – čine je različite takse i naknade čije kretanje nema određenu pravilnost, ali je ovakav realni rast svakako ohrabrujući.

Padala je naplata poreza uglavnom tamo gde su stope smanjene.

Padu poreskih prihoda najviše su doprineli **ostali poreski prihodi**, sa realnim padom od 31,6% u četvrtom kvartalu, i 41,6% u 2005. godini, u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T-20), jer su ukinuti porez na fond zarada (sredinom 2004) i porez na finansijske transakcije (početkom 2005). Prva mera doneta je u sklopu izbornih obećanja nove Vlade, dok je druga mera bila završni potez u višegodišnjoj politici smanjivanja poreza na finansijske transakcije koji je delovao kao ozbiljna kočnica na razvoj finansijskog sektora. Prihodi od **akciza**, doprineli su padu fiskalnih prihoda, kako u četvrtom kvartalu (realni rast -13,9 %) tako u 2005. u celini (realni rast - 11,4%), u odnosu na odgovarajući period u prethodnoj godini. Takvo kretanje rezultat je smanjenja nominalnog iznosa akciza na derivate nafte u dva navrata: u maju i avgustu – za po tri dinara, dok je povećanje od 1 dinar malo ublažilo njihov pad u poslednjem kvartalu. Smanjenje akciza posledica je napora da se zadrži rast cena naftnih derivata na tržištu, doduše, s pogrešnim uverenjem da to omogućuju nabujali fiskalni prilivi od PDV. U poređenju s istim periodom prethodne godine, **prihodi od carina** su vidno pali u četvrtom kvartalu (realni rast od - 10,8%), jer – vanredno visok uvoz u poslednjem kvartalu 2004, vanredno podiže osnovicu poređenja. No, njihova performansa, u skladu – prvo s negativnim, a potom slabim rastom uvoza (videti Okvir 1), bila je jedva osetna tokom cele godine.

Privatizacioni prihodi u 2005. prevazišli su i one u 2003, ali nisu svi još registrovani.

Registrowanje prihoda od privatizacije još uvek je veoma nepouzđano, i za sad raspoložemo samo podacima koji su registrovani kroz budžet Republike (uvećavamo ih za 10% jer se po zakonu toliko izdvaja za fond restitucije i penzioni fond), a to iznosi 21,7 milijardi dinara za celu 2005. (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu), u poređenju s 51 milijardom koje procenjuje MMF. Odgovarajuće cifre u 2004. godini iznosile su 23 milijarde i 7,2 milijarde, što navodi na zaključak da ih MMF procenjuje po obračunskom (kad su nastale obaveze kupaca), a država po gotovinskom principu (kad su obaveze izvršene i prošle kroz budžet).

Porast neto depozita konsolidovane države u bankarskom sistemu, kad se izvede na osnovu raspoloživih informacija o fiskalnim transakcijama (22,4 milijarde dinara), veoma se razlikuje od situacije koju odražavaju konsolidovani državni računi u bankarskom sistemu (porast depozita od

38,1 milijardi dinara, videti Tabelu T-19, odnosno P-5 u Analitičkom prilogu). Ta razlika bitno je veća od one zabeležene prethodnih godina, i ne može se objasniti samo mogućim greškama u fiskalnim računima već se objašnjenje mora tražiti u njihovom nedovoljnom obuhvatu. Informacije u izveštajima MMF-a upućuju na verovatnoću da se gro te razlike objašnjava prihodima od privatizacije jer deo njih objavljeni fiskalni računi ne obuhvataju.

Realni rashodi rastu sporije od BDP već drugu godinu za redom.

Konsolidovani javni rashodi, uz veću rezervu nego kada govorimo o prihodima, u četvrtom kvartalu realno su porasli za 0,7% međugodišnje, a u celoj godini za oko 0,5% u odnosu na 2004. godinu² (Tabela T-20). Moguće je da je malo brži rast u četvrtom kvartalu odraz nadoknađivanja izrazito restriktivnog trošenja u trećem kvartalu godine – nadamo se ne i opšteg ubrzanja trenda. Smanjenje učešća rashoda u BDP-u drugu godinu za redom, naročito je uspeh kad se uzme u obzir da su stvarni rashodi u 2004. potcenjeni za bar 1% BDP: zato što je deo troškova iz prvog kvartala 2004. finansiran i uračunat u 2003³. Ukupni rashodi su smanjeni (za 2 procentna poena BDP) čak i kad se u njih uključi povećana otplata starih dugova države domaćinstvima (stavke u odeljku III Tabele T-20), skoro u potpunosti zahvaljujući smanjenju subvencija privredi i socijalnih transfera. Te dve stavke nismo još u mogućnosti da prikažemo odvojeno, nažalost, zbog sumnji da postoje bitne nedoslednosti u njihovom tretmanu koje nestaju – kad se stavke prikažu zajedno. Trošenje koje se direktno finansira iz budžeta Republike (oko 60% ukupnih javnih rashoda) bilo je osobito restriktivno; isključujući transfere drugim nivoima vlasti ili otplata dugova, ovo trošenje je prema podacima iz BJF realno palo za 3,4% u 2005. u odnosu na celu 2004. godinu, a posebno u odnosu na njen četvrti kvartal.

Ukoliko su podaci u 2005. i 2004. uporedivi, sve prikazane kategorije rashoda, osim penzija i “ostalih rashoda” – rasle su sporije od BDP i umanjile svoje učešće u BDP. Najveće uštede realizovane su u socijalnim transferima i subvencijama i u kapitalnim izdacima, ali su najbrže pali izdaci na kamate. Podaci o kretanju pojedinih kategorija moraju se, ipak, uzeti s rezervom: na primer, podatak o kapitalnim investicijama naglo skače u 2004, a naglo pada u 2005; verujemo da to odražava pre nedoslednosti u njihovom statističkom obuhvatu nego stvarna kretanja.⁴ Ukoliko smo u pravu, onda je nivo kapitalnih izdataka u 2004, a posledično i njihov pad u 2005, precenjen. Kako su Ministarstvo finansija i MMF tokom 2005. učinili naročiti napor da usklade svoje statistike, može se očekivati manje teškoća u ocenjivanju kretanja u 2006, u odnosu na 2005. godinu.

I lokalne vlasti imaju suficit ali njihovi rashodi brže rastu od republičkih.

Pored budžeta Republike, smanjenju javne potrošnje i stvaranju suficita konsolidovanog sistema doprinose i lokalni nivo vlasti i Fond PIO samostalnih delatnosti. Potrošnja lokalnih nivoa vlasti, po svemu sudeći, takođe je precenjena u 2004. godini, što, ako je tačno, doprinosi većem prividnom od stvarnog smanjenja troškova u 2005. Ministarstvo finansija, pa ni MMF, zapravo ne raspoložu podacima o potrošnji lokalne samouprave pre 2005.⁵ Standardna pretpostavka u zvaničnim analizama jeste da su izvršenja budžeta lokalnih vlasti bila uravnotežena, tj. da su izdaci grubo odgovarali prihodima. Ta pretpostavka nije podržana podacima o kretanjima neto pozicije lokalnih samouprava u bankarskom sistemu (videti Tabelu T-21) koji pokazuju porast neto depozita (suficit) od 6,6 milijardi dinara u 2004. To pak znači da su zvanični podaci o ukupnim rashodima u 2004. (iz Memoranduma o bužetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine, i u Tabeli T-19, odnosno P-5 u Analitičkom prilogu) kao i stopa

² Odnosi u veličinama različitih stavki u MMF-ovim izveštajima i u podacima Ministarstva finansija variraju, tako da se nameće zaključak da njihov tretman iz godine u godinu nije konzistentan, bilo kod jednog ili kod drugog izvora. U celini uzevši, podaci Ministarstva za 2004. veoma se malo razlikuju, od onih koje prikazuje MMF – ponekad su i veći, a trebalo bi uvek da su manji, kao što je to slučaj sa 2003. i 2005, jer je MMF-ov obuhvat širi. Ove nedoumice se mogu prevazići samo uz veoma detaljni uvid u podatke Ministarstva finansija i MMF-a, koji nemamo.

³ Usled raspuštanja Parlamenta krajem 2003. nije mogao biti izglasan budžet za 2004. godinu. Zakon određuje da su u tom slučaju budžetski izdaci u prvom kvartalu 2004. zakonski ograničeni na nivo iz 2003. Znajući da će to predstavljati ozbiljno ograničenje u realizaciji indeksiranih rashoda kao što su penzije, Ministarstvo finansija u odlasku je našlo načina da finansira deo izdataka iz 2004. iz budžeta 2003. Nije nam poznato koliki su ti iznosi, ali bez sumnje se veliki skok u stavci «budžetski krediti», koja je u 2002. iznosila 0,6 milijardi a u 2003. devet milijardi dinara, odnosi na to finansiranje.

⁴ Problem verovatno prave troškovi finansirani stranim projektnim kreditima (FLIPs – videti fus notu 16 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu). Te troškove MMF uključuje u svoju stavku o kapitalnim izdacima, a Ministarstvo u principu ne. Međutim, ukupni kapitalni izdaci u 2004. (i samo u 2004) u zvaničnim izveštajima Ministarstva skoro su jednaki nivou koji prikazuje MMF, dok se u ostalim godinama skoro tačno razlikuju – manji su – za iznos FLIPs.

⁵ Ovde valja napomenuti da je analiza fiskalne potrošnje otežana zbog nedostatka podataka o decembarskoj potrošnji lokalnog nivoa vlasti u 2005. godini, kao i za organizacije obaveznog socijalnog osiguranja.

smanjenja rashoda u 2005 – procenjeni. S obzirom na to da su u odnosu na ukupne prihode u prethodnoj godini rashodi lokalnih samouprava realno blago pali, verovatno je da su u odnosu na stvarne rashode prethodne godine zapravo bili nepromenjeni ili porasli. U svakom slučaju, kako fiskalni tako i monetarni podaci sugerišu da su lokalne samouprave u 2005. generisale suficit od oko dve milijarde dinara.

Tabela T-21. Srbija: Pozicija države kod bankarskog sektora, 2003–2005.

	2003		2004				2005			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
stanja, u milijardama dinara										
Ukupno	-14,9	-15,3	-4,4	-8,5	-8,0	-28,2	-24,0	-34,7	-46,1	
Republike i državna zajednica										
Ukupno	-8,4	-2,5	7,6	4,1	5,1	-9,2	-3,7	-12,2	-30,8	
Dinarska pozicija	3,9	5,9	7,3	5,5	4,6	-2,7	-5,5	-12,1	-24,0	
Devizna pozicija	-12,3	-8,4	0,3	-1,4	0,6	-6,5	1,8	0,0	-6,8	
Lokalna samouprava										
Ukupno	-6,5	-12,8	-12,0	-12,6	-13,1	-18,9	-20,3	-22,5	-15,3	
NBS	-1,3	-3,8	-3,2	-3,5	-5,1	-10,4	-8,3	-10,1	-5,9	
Poslovne banke	-5,2	-9,0	-8,8	-9,0	-8,0	-8,6	-12,0	-12,5	-9,4	
kumulativni od početka godine, u milijardama dinara										
Ukupno	-7,9	-0,3	10,5	6,5	7,0	-20,2	-16,0	-26,7	-38,1	
Republike i državna zajednica										
Ukupno	-6,4	5,9	16,0	12,5	13,5	-14,4	-8,8	-17,3	-35,9	
Dinarska pozicija	-3,5	2,1	3,4	1,6	0,7	-7,3	-10,0	-16,7	-28,5	
Devizna pozicija	-2,9	3,9	12,6	10,9	12,9	-7,1	1,2	-0,6	-7,4	
Lokalna samouprava										
Ukupno	-1,5	-6,2	-5,5	-6,1	-6,6	-5,8	-7,3	-9,5	-2,2	
NBS	-1,2	-2,5	-1,9	-2,2	-3,8	-5,3	-3,2	-5,0	-0,8	
Poslovne banke	-0,3	-3,7	-3,6	-3,8	-2,8	-0,6	-4,0	-4,5	-1,4	

Izvor: NBS.

Zdravstvo je bitno povećalo materijalne troškove.

Rashodi za kupovinu roba i usluga rastu malo više od nivoa inflacije u posmatranom periodu (0,4%). Uštede koje su na kupovini roba i usluga napravile Republika i lokalni nivo vlasti (realni pad u 2005. godini u odnosu na 2004. godinu kod Republike iznosi 8,5%, a kod lokalnog nivoa vlasti 7,8%) nadomestili su ostali nivoi vlasti, pre svega Zavod za zdravstveno osiguranje kod koga ova kategorija rashoda beleži realni rast od 24,3% u posmatranom periodu.⁶

Obuzdavanje rashoda na zaposlene izvršeno je po visokoj ceni.

Prethodna, 2005. godina obeležena je velikim i, po svemu sudeći skupim i brzopleto sprovedenim naporom da se smanji broj zaposlenih u državnoj administraciji i javnim preduzećima, pod velikim pritiskom MMF-a. Cilj Vlade je bio da smanji broj zaposlenih za 10% i, prema informacijama koje se dobijaju iz Ministarstva finansija, taj cilj je uglavnom ostvaren. Treba napomenuti da MMF izveštava da su dve milijarde dinara namenjene otpremninama u obrazovanju najverovatnije ipak potrošene na plate.⁷ Uglavnom, brojni *ponovoljeni primeri* ukazuju na to da su mnogi zaposleni otišli po ceni koja je državu koštala više nego da su ostali da rade a zatim se penzionisali u zakonskom roku. Troškovi smanjivanja broja zaposlenih uglavnom su finansirani iz sredstava samih javnih preduzeća i tranzicionog fonda koji se prikazuju u troškovima socijalne zaštite, a opterećivače i budući penzioni fond prevremenim penzijama.

Podaci o kretanju rashoda za zaposlene u 2005. godini, koji prema našim saznanjima od troškova smanjenja zaposlenosti – uključuju samo otpremnine u zdravstvu (2 milijarde dinara), pokazuju da je došlo do realnog rasta od 3,3% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T-20) i nešto manje u četvrtom kvartalu. U podacima o republičkom budžetu izdaci na ukupne zarade

⁶ Kod Zavoda za zdravstveno osiguranje u okviru rashoda za kupovinu roba i usluga nalaze se materijalni troškovi zdravstvenih ustanova. Kupovina roba i usluga RZZO čini 45,8% ukupnih rashoda za kupovinu roba i usluga, odnosno 6,3% ukupnih javnih rashoda.

⁷ Takođe, nezvanični podaci RZS o zaposlenosti u državnoj upravi kojim raspoložemo ne odražavaju pomenuto smanjenje, što bi moglo da znači da su smanjenja u nekim sektorima povećana novim zapošljavanjem u drugim.

nisu realno porasli, ali pošto postoje uverljive indikacije da su u sektoru obrazovanja zarade snažno rasle, verovatno je da njihovo finansiranje iz sredstava namenjenih otpremninama nije ušlo u ovu ukupnu cifru. Kako kod ostalih nivoa vlasti nema značajnijeg realnog rasta zarada, proizilazi da najveći doprinos rastu zarada donosi lokalni nivo vlasti. Da bi se ostvarile neophodne uštede na rashodima za zaposlene, Republika mora da nađe način da kontroliše rast zarada na lokalnom nivou. Neki koraci u tom pravcu su već učinjeni. Zakonom o budžetu, za 2006. godinu, rast zarada zaposlenih na lokalnom nivou vlasti ograničen je do nivoa inflacije.

Rashodi za socijalnu zaštitu, uključujući i tranzicioni fond, brzo su rasli a subvencije su pale...

Rashodi za socijalnu zaštitu, kao najveća a najneelastičnija stavka javnih finansija, opredeljujuće deluju na javnu potrošnju i rasli su, mereno zajedno sa subvencijama – realno 3,1 procenta.⁸ Podaci pokazuju da su subvencije bitno smanjene a rashodi na socijalnu zaštitu su povećani, mada je teško odrediti tačno koliko. Naši podaci za ove rashode u Tabeli T-19 (odnosno P-5 u Analitičkom prilogu) manji su od zvaničnih, pošto smo konzistentnije od zvanične statistike – sve poznate otplate penzionih dugova klasifikovali među otplate dugova, a ne među socijalne rashode. Rashodi za tekuće penzije predstavljaju najveću stavku socijalne zaštite i realno su porasli za 5,7%, zadržavajući relativno nepromenjeno učešće u BDP-u tokom 2005 – već treću godinu za redom⁹ (Tabela T-20). Otplate penzijskih dugova, pak, skoro su udvostručene (86,7% realni rast) zahvaljujući otplati prve rate duga (4 milijarde dinara u decembru), koji je nastao po smanjenju penzijskih docnji (u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu, i Tabeli T-20 ovaj rashod je prikazan kao posebna stavka u odeljku III).

...dok je otplata penzijskih docnji dosta je koštala

Da bi prva rata otplate penzijskih docnji bila prihvaćena u okviru aranžmana sa MMF-om, Vlada je preuzela niz obaveza, tj. takozvanih „kompenzatornih mera” koje je Vlada morala da usvoji/sprovede pre no što je poslednji, VI, pregled aranžmana zaključen. S obzirom na to da su te mere označene kao „prethodne mere” (*prior actions*), tj. kao mere bez čijeg se bezuslovnog izvršavanja ne može zaključiti *pregled*, sugerise na to da su sve i sprovedene, najverovatnije tokom januara ove godine, a uključuju:

- usvajanje uredbe kojom će se akcize na derivate nafte povećati bar za 1 dinar;
- smanjenje subvencija za stambene kredite i poljoprivrednike u iznosu od 1,5 milijardi dinara
- i smanjenje budžetske rezerve i izdataka na robu i usluge za 1,6 mlrd dinara;
- naplatu NIS-ovih poreskih docnji u iznosu od 1,5 milijardi dinara
- ukidanje poreskih izuzeća na uvoz kapitalnih dobara u iznosu od 1 milijarde dinara.

Ovakav sporazum ilustruje činjenicu da MMF insistira na fiskalnom okviru koji se može neinflatorno finansirati, kao i na minimumu verodostojnosti očekivanja da je taj okvir srednjoročno održiv. Sadržaj fiskalnih politika, međutim, određuje onaj kome je u pregovorima između Vlade i MMF-a više do njih stalo. Uz jasnu viziju i kvalitetnu informaciju, svaka Vlada može da upravlja ovim procesom.

⁸ BJT prikazuje subvencije i socijalne transfere odvojeno, ali njihova kretanja i poređenja sa podacima MMF snažno sugerisu da je došlo do neke promene u klasifikacijama prema kojoj su pad subvencija, a rast socijalnih transfera prenataglašeni. Odlučili smo se da je sigurnije prikazati ih zajedno.

⁹ Od 2006. godine indeksacija penzija vršiče se dva puta godišnje (umesto kvartalno) uz postepene izmene formule indeksacije, uz davanje sve manjeg pondera rastu zarada, a sve većeg pondera rastu troškova života. Na kraju bi penzije trebalo indeksirati samo sa troškovima života.

Okvir 1: Definicije fiskalnog rezultata i njihova svrha

Dobar deo fiskalne analize, u zemlji kao što je naša, sastoji se od napora da se tokom klasifikacije evidentiranih fiskalnih transakcija one pravilno grupišu prema zajedničkim karakteristikama. Pri tome, izbor bitnih karakteristika menja se u zavisnosti od potreba analize. MMF-ova metodologija *Government Finance Statistics 2001* (GFS 2001) daje preporuke kako bi se pomogla analiza i postigla međunarodna uporedivost prikaza, i odražava gledište da se svaka konkretna situacija razlikuje, te da analitičar mora sam odlučiti koji je glavni cilj analize i kako da ga postigne. Ključni koncept jeste *fiskalni rezultat*, tj bilans fiskalnih transakcija koje su prema nekom kriterijumu izabrane kao merodavne transakcije („iznad crte“). Ostale fiskalne transakcije stavljaju se „ispod crte“ i nazivaju finansiranjem.

Ministarstvo finansija je u julu 2005. usvojilo izmene Zakona o budžetskom sistemu i u njima dalo definicije više fiskalnih rezultata (usklađenih sa GFS 2001). Budžet za 2006. urađen je u skladu s tim izmenama, što je napravilo priličnu zabunu u javnosti. Tom prilikom su korišćeni sledeći fiskalni rezultati (naziv u Zakonu ovde je dat masnim slovima):

- **Konsolidovani suficit/deficit¹** (*cash surplus/deficit* po GFS 2001) – Tabela T-19 i P-5 u Analitičkom prilogu, linija IVa – je prvi fiskalni rezultat koji Ministarstvo finansija prikazuje, i predstavlja razliku između konsolidovanih javnih prihoda i primanja ostvarenih po osnovu prodaje nefinansijske imovine i konsolidovanih javnih rashoda i izdataka za nabavku nefinansijske imovine. MMF u svojim izveštajima za Srbiju taj rezultat uopšte ne prikazuje. Tako definisani rezultat opisuje finansiranje državnih funkcija.

- **Ukupni fiskalni rezultat** (*overall fiscal balance* po GFS 2001) – Konsolidovani suficit/deficit koriguje se za „budžetske kredite“ (FREN-ov naziv) koji se u BJK nalaze u stavci „izdaci za nabavku finansijske imovine“². Naziv za ove finansijske transakcije prema starom GFS (iz 1986), a koji MMF još uvek koristi u svojim izveštajima, je *lending minus repayment* (ili *net lending*). Ovde se isključivo misli na kreditiranje u cilju realizacije državnih politika (studentski standard, podrška razvoju nekih ekonomskih sektora ili regiona zemlje, i sl.). Tako definisan rezultat opisuje sve državne finansijske transakcije čija svrha nije finansijske prirode.

MMF zapravo ne prikazuje ni jedan ni drugi rezultat u svojim analizama već on predstavlja **korigovani ukupni fiskalni rezultat**:

- Prema GFS, prihodi od privatizacije se formalno tretiraju kao negativan „net lending“ tj. kao prihod „iznad crte“, te ih i Ministarstvo finansija tako tretira. Međutim, MMF preporučuje, a ta se preporuka u zemljama u tranziciji apsolutno primenjuje, da se radi analitičkih potreba privatizacioni prihodi ipak knjiže „ispod crte“. Tako ih MMF u svojim izveštajima za Srbiju i prikazuje – *Overall balance* bez prihoda od privatizacije, i to je konvencija prihvaćena u prikazu rezultata IVb u Tabeli T-19 i P-5 u Analitičkom prilogu.

Dakle, ukoliko poredimo fiskalne podatke Ministarstva finansija i MMF-a, uporedivi rezultati su ukupan fiskalni rezultat (bez privatizacionih prihoda) Ministarstva finansija sa jedinim rezultatom koji MMF prikazuje u svojim dokumentima za Srbiju – *overall balance*. Potrebno je naglasiti, međutim, da postoje i razlike u **obuhvatu transakcija** između MMF-ovog prikaza fiskalnih računa i onih koje je do sad objedinjeno prikazivalo Ministarstvo finansija. MMF uzima u obzir prihode i rashode po osnovu sopstvenih prihoda korisnika budžeta. Njih na strani prihoda uključuje u neporeske prihode (*nontax revenue*) dok ih na strani rashoda raspoređuje u skladu sa njihovom ekonomskom namenom. Ministarstvo finansija ove prihode i rashode ne konsoliduje. Zatim, kapitalne rashode koji se finansiraju iz projektnih zajmova, uglavnom međunarodnih finansijskih institucija (FLIPs – Foreign loan financed investment projects) MMF uključuje u kapitalne rashode (dakle ulaze u ukupne javne rashode) i u inostrano finansiranje. Ministarstvo finansija ih u principu ne uključuje u kapitalne rashode, ali je moguće da je to u nekim podacima učinjeno (videti fus notu 16 u Tabeli P-5 u Analitičkom prilogu).

1 Kada je u pitanju konkretno Zakon o budžetu to je **budžetski deficit/suficit** koji prati istu logiku koja je u nastavku opisana.
2 Konto 621

MMF-ov GFS dozvoljava više definicija.

Definicija Ministarstva finansija razlikuje se od...

...MMF-ove.

MMF se razlikuje i po širem obuhvatu transakcija.

Mi koristimo staru MMF-ovu definiciju koja meri likvidnosni efekat fiskalne politike.

FREN smatra da je za analitičke potrebe QM-a čija je usredsređenost na kratkoročnim makroekonomskim kretanjima, od naročite koristi definicija fiskalnog rezultata koju je koristio MMF za Srbiju do 2004. Ona uključuje, pored svih transakcija uključenih u **ukupni fiskalni rezultat** (bez privatizacionih prihoda), i **otplate starih dugova** (Linija IVc u Tabeli T-19 i P-5 u Analitičkom prilogu). Ovu definiciju koristimo kao **FREN-ovu definiciju**.

FREN-ova definicija fiskalnog rezultata meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu, jer cilj kratkoročne fiskalne politike jeste da u koordinaciji sa monetarnom politikom deluje na stabilizaciju cena i na privredni rast. U tom smislu, postavlja se pitanje koja plaćanja i prihodi države dovode do povećanja/smanjenja ukupne tražnje – tj. potrošnje na teritoriji zemlje? Njih želimo da prikazemo „iznad crte“, jer bilans takvih transakcija ima restriktivni (ukoliko je pozitivan) ili ekspanzivni (ukoliko je negativan) efekat na tražnju (a prema tome i na privredni rast i inflaciju).

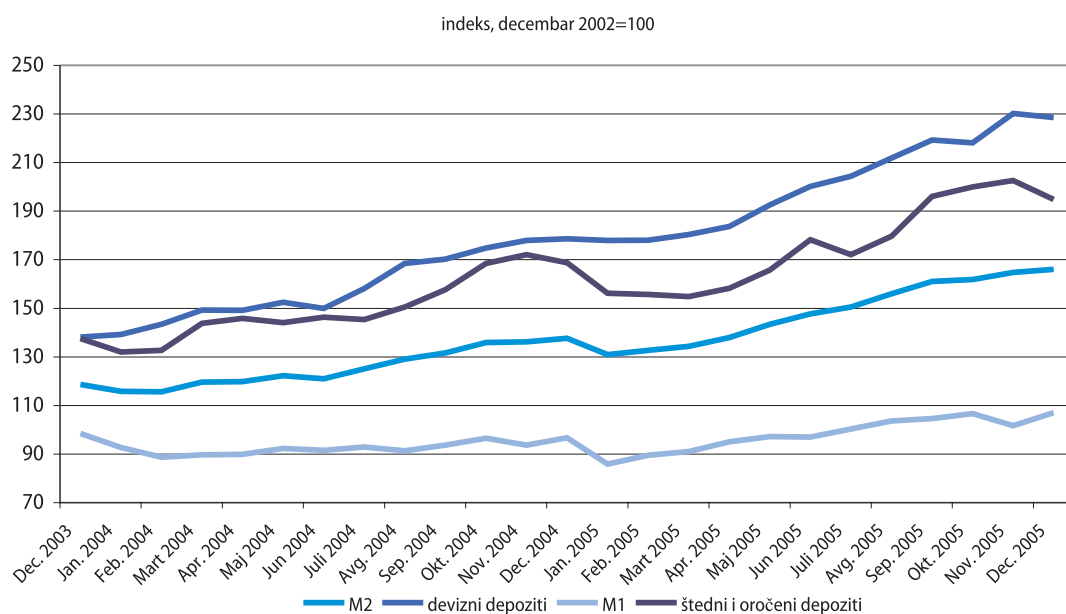
Plaćanja po osnovu otplate starih dugova, na primer, stare devizne štednje i zaostalih penzija, suštinski se razlikuju od otplate dugova kao što je, npr. otkup obveznica trezora – zbog toga što utiču na funkciju tražnje stanovništva. Neizvesnost oko naplate takvih potraživanja u prošlosti, i činjenica što država nije te obaveze ispunila u procesu finansiranja deficita – upijajući voljnu štednju stanovništva – dovode do toga da njihova naplata deluje na percepciju primaoca o vlastitom bogatstvu, tj. imaju pozitivan „efekat bogatstva“ (*wealth effect*) u njegovoj funkciji potrošnje. Izvesno je da je „efekat bogatstva“ proizveden u nekoj meri još u trenutku kad je država najavila otplatu ovakvih dugova, i da on deluje kroz ceo dijapazon odluka domaćinstava o trošenju na srednji i dugi rok. Taj će efekat biti nezavisniji od trenutka isplate – što se više bude „omekšavalo“ kreditno racionisanje domaćinstava. Ipak, nema sumnje da u zemlji sa toliko neizvesnosti kao što ih ima u Srbiji, trenutak isplate ovakvih dugova takođe dodatno deluje na funkciju potrošnje domaćinstava.

7. Monetarni tokovi i politika

Četvrti kvartal 2005. godine karakteriše još snažnija kreditna ekspanzija nego u prethodnim kvartalima, uslovljena pre svega sezonskim rastom tražnje za kreditima privredi. NBS je ujednačila stope obavezne rezerve na domaće i strane devizne izvore na 38%, podigavši prosečnu efektivnu stopu tih rezervi za tri procentna poena. S obzirom na nesmanjenu tražnju za kreditima, povećanje stope obavezne rezerve na zaduženje banaka u inostranstvu dovelo je do još većeg zaduženja banaka koje se finansiraju iz stranih izvora – za više nego u prva tri kvartala 2005. zbirno. Visoka tražnja za likvidnošću dovela je do daljeg rasta deviznih rezervi, ali i do umanjenog uspeha Narodne banke u sterilizaciji dinara u sistemu.

Grafikon T-8. Srbija: Novac i njegove komponente, realno stanje¹⁾ u periodu 2003–2005.

Monetarni rast vođen je rastom deviznih depozita.



Izvor: Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.

1) Indeksi agregata su prevedeni u realne izraze primenom indeksa cena na malo.

Dok je brz rast novca stabilan, krediti privredi naročito u četvrtom kvartalu ubrzavaju.

Poslednji kvartal 2005. godine nije doneo značajnije promene u kretanju novca. Stopa rasta novčane mase (M2¹⁾ malo je usporila, na 41,9% sa 42,6% koliko je iznosila u prethodnom kvartalu. Iako je poslednja tri kvartala nominalna stopa rasta novca stabilna (Tabela T-22) u odnosu na kraj prošle godine, kada je iznosila 31,9%, povećanje za 10 procentnih poena je značajno. Posmatrano i u realnim merilima, godišnji monetarni rast u 2005 ostao je na 20,6%, slično kao i u prethodna dva kvartala, ubrzavši sa 16,0% koliko je iznosio krajem 2004. Kad je reč o kreditima nedržavnom sektoru, četvrti kvartal donosi ubrzanje predvođeno skokom kredita privredi, na 57,3% sa oko 50% godišnjeg rasta u prethodna dva kvartala (Tabela T-22). Ipak, u realnom izrazu, rast kredita je stabilan (po godišnjoj stopi slično kao i u prethodnoj godini).

Rast likvidnosti sistema vođen je kreditnom ekspanzijom i rekordnom akumulacijom deviznih rezervi.

Meren u procentima početnog M2, porast novca od 41,9% zaključno sa četvrtim kvartalom 2005. godine rezultat je kreditne ekspanzije od 46,7% početnog M2, i prirasta neto strane aktive od 15,5% početnog M2²⁾ (Tabela T-22). Prirast M2 bio bi, dakle, bitno veći da efekat kreditne ekspanzije nije delimično neutralisan porastom državnih depozita od 11,0% početnog M2 i da deo kreditne ekspanzije nije finansiran iz povećanja kapitala banaka od 12,4% početnog M2. Porast kredita, naročito izražen u poslednjem kvartalu, finansiran je u najvećoj meri iz zaduženja banaka u inostranstvu. Međutim, neto akumulacija rezervi sistema od 15,5% početnog M2, tj. činjenica da je Narodna banka rezervisala iznos znatno veći od zaduženja celog bankarskog

1 Definicija M2 po metodologiji MMF-a – odnosi se na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju, oročene dinarske depozite i devizne depozite.

2 Podsećanja radi, ukupan novac u sistemu (M2) jednak je zbiru neto strane aktive i neto domaće aktive.

sistema, upućuje na zaključak da su na visoku likvidnost delovali i drugi prilivi kapitala, a ne samo zaduženje banaka. Naime, prirast rezervi NBS u 2005. s poslednjim kvartalom dostigao je 1,9 milijardi evra, dok su obaveze prema inostranstvu bankarskog sistema porasle za 1,1 milion evra (Tabela T-23). Suprotno tome, prethodne godine banke su se zadužile za oko 450 miliona evra više od akumulacije rezervi NBS, a prirast NSA bankarskog sistema bio je negativan.

Tabela T-22. Srbija: Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2003–2005.

	2003		2004		2005	
	Dec.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
	12-m, u %					
M2 ¹⁾	27,9	31,9	31,8	42,5	42,6	41,9
Kreditni ne-državnom sektoru ²⁾	33,8	51,6	54,8	51,5	50,0	57,3
Domaćinstva	78,8	125,0	115,7	105,2	97,3	93,8
Privreda	27,4	37,1	42,1	38,6	36,8	45,5
	12-m realni, u %					
M2 ¹⁾	18,6	16,0	12,3	22,0	22,3	20,6
Kreditni ne-državnom sektoru ²⁾	24,1	33,3	31,9	29,7	28,8	33,7
Domaćinstva	65,9	97,8	83,7	75,6	69,3	64,7
Privreda	18,2	20,5	21,0	18,7	17,4	23,7
	kumulativni, u % od početnog M2³⁾					
M2 ¹⁾	27,9	31,9	2,5	15,9	30,9	41,9
M2 dinarski ⁴⁾	7,3	8,9	-0,8	4,4	10,5	14,3
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	14,3	12,6	2,5	9,2	16,1	22,2
Kursne razlike ⁵⁾	6,2	10,4	0,8	2,3	4,3	5,4
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	12,5	-11,7	0,7	5,4	13,5	15,5
Kursne razlike ⁶⁾	7,8	8,5	0,7	1,8	3,5	4,2
Neto domaća aktiva (NDA)	7,5	35,2	1,2	8,7	13,8	22,2
od čega: krediti ne-državnom sektoru ²⁾	22,9	36,6	8,4	16,3	28,8	46,7
od čega: krediti državi, neto ⁷⁾	-2,7	5,5	-4,4	-2,7	-5,3	-11,0
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	22,6	-9,6	-2,7	-6,6	-9,0	-12,4
	kumulativni, u % od godišnjeg BDP⁵⁾					
Kreditni državi, neto ⁷⁾	-0,6	1,1	-1,1	-0,6	-1,2	-2,3
od čega: dinarski	-0,3	0,1	-0,5	-0,7	-1,1	-1,8
Kreditni ne-državnom sektoru ²⁾	4,0	7,1	2,0	3,7	6,3	9,7

Izvor: Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.

1) Novčana masa: M2 – odnosi se na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji, i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava, oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava i devizne depozite privrede i domaćinstava.

2) Krediti ne-državnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

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

4) Novčana masa: dinarski M2 – odnosi se na M2 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji, i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstava i oročene dinarske depozite privrede (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstava.

5) Doprinos deviznih depozita rastu M2 meri samo doprinos prirasta deviznih depozita u deviznom znaku, otud postojanje kursnih razlika.

6) Kursne razlike se odnose 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 obuhvata dva nivoa vlasti: DZ Srbija i Crna Gora i Republiku Srbiju, a lokalna samouprava je tretirana kao ne-državni sektor.

Sterilizacija likvidnosti državnim fondovima dobija na značaju.

Tokom cele 2005. godine proces kreiranja monetarnog rasta iniciran je, dakle, prilivima iz inostranstva, ali je porast deviznih depozita po svemu sudeći postao endogen, tj. proizvod je same monetarne multiplikacije. Dok je od početka 2003. do početka 2005. učešće deviznih depozita u ukupnom M2 postepeno raslo sa 44%, tokom cele 2005. ono stoji iznenađujuće stabilno na 57%, bez obzira na faktore kao što su: promene u strukturi samih depozita ili isplata stare devizne štednje. Prirast depozita države u četvrtom kvartalu, dvostruko je veći od prirasta u prethodnom (uvećanje za 5,6 procentna poena početnog M2, dok je u prirast ovih depozita u trećem kvartalu

Godišnji rast novca stabilan, krediti privredi u poslednjem kvartalu ubrzavaju.

Prirast novca predvodi kreditna ekspanzija i prirast NSA.

bio 2,6 procentna poena početnog M2 iznad prirasta drugog kvartala). Najveći deo ovih depozita odnosi se na dinarska sredstva koja su u poslednjem kvartalu uvećana za 3,7 procentna poena početnog M2. Osim toga, u četvrtom kvartalu rastu i devizni depoziti države. Interesantno je to da je NBS u decembru 2005. godine odobrila devizni kredit državi u iznosu od 180 miliona dinara. Takvih kredita nije bilo od kraja 2001. godine.

Tabela T-23. Srbija: Monetarni pregled, 2003–2005.

Bilans monetarnog sistema i dalje brzo raste.

	2003	2004	2005			
	Dec.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
STANJE	u milionima dinara, na kraju perioda					
Neto strana aktiva (NSA)	150.952	143.045	147.520	166.237	198.041	206.794
od čega: rezerve NBS	193.700	244.837	272.654	302.596	358.226	420.808
od čega: obaveze poslovnih banaka	-23.613	-81.300	-95.127	-111.774	-126.076	-181.110
Neto domaća aktiva (NDA)	93.914	180.037	183.792	208.058	224.717	251.747
Krediti državi, neto ¹⁾	-8.415	5.115	-9.236	-3.669	-12.169	-30.794
Dinarski krediti, neto	3.896	4.557	-2.704	-5.459	-12.134	-23.956
Devizni krediti, neto	-12.311	558	-6.532	1.790	-35	-6.838
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	173.687	263.292	290.513	316.028	356.294	414.260
Ostale stavke	-71.358	-88.370	-97.485	-104.301	-119.408	-131.718
Novčana masa: M2 ³⁾	244.866	323.082	331.312	374.295	422.758	458.541
Novčana masa: dinarski M2 ⁴⁾	124.886	146.584	144.128	160.766	180.445	192.888
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	119.980	176.498	187.184	213.529	242.313	265.653
STRUKTURNI POKAZATELJI						
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	52,5	44,5	37,6	35,7	35,5	38,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) / M2 (%)	49,0	54,6	56,5	57,0	57,3	57,9
Koeficijent obrta (BDP ⁵⁾ / M2)	4,5	3,9	4,0	3,8	3,5	3,4
M2 / BDP ⁵⁾	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Krediti nedržavnom sektoru / BDP ⁵⁾	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
TOK	u milionima evra, kumulativni od početka god.⁶⁾					
Bruto rezerve NBS	598,8	229,2	299,3	591,0	1.164,7	1.857,1
Obaveze poslovnih banaka	-75,6	-672,0	-156,0	-332,7	-470,9	-1.100,6
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	446,2	452,9	100,2	370,4	651,6	897,8
od čega: devizna štednja stanovništva	274,0	365,0	145,4	323,3	534,7	837,8
Država: devizni depoziti	-64,1	154,2	-99,4	9,5	-55,0	-114,7

Izvor: Tabela P-6. u Analitičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 7) u Tabeli T-22.

2) Videti fusnotu 2) u Tabeli T-22.

3) Videti fusnotu 1) u Tabeli T-22.

4) Videti fusnotu 4) u Tabeli T-22.

5) BDP (Bruto društveni proizvod) korišćen u proračunima centriran je na godišnjem nivou.

6) Na primer, cifra u koloni za decembar 2003. godine predstavlja promenu stanja (u evrima) za period decembar 2002.

- decembar 2003. godine.

Okvir 1: Izmene u regulativi obaveznih rezervi zatežu uslove poslovanja

U četvrtom kvartalu NBS je konačno završila postepeno ujednačavanje položaja različitih izvora finansiranja banaka. Naime, obavezna rezerva na deviznu štednju smanjena je sa 41%, koliko je iznosila u septembru, na 38% u novembru. Istovremeno, podignuta je obavezna rezerva na ostale devizne depozite banaka i na zaduženje u inostranstvu sa 29% u septembru na 38% u novembru, uz obuhvatanje i onih dinarskih depozita koji sadrže valutnu klauzulu. Ovim je efektivna stopa u poslednjem kvartalu porasla sa 28% na 31%, odnosno sa 25% od početka godine.

Tabela T-24 hronološki pokazuje mere kojima su centrale monetarne vlasti pokušale da usmere rast likvidnosti.

Tabela T-24. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS¹⁾

	Važi počev od:									
	07/2003	04/2004	07/2004	12/2004	05/2005	07/2005	08/2005	09/2005	10/2005	11/2005
Stopa na: (u %)										
DINARSKU OSNOVICU	18		21	21	20	20			18	18
DEVIZNU OSNOVICU	18		21	21	26	29			35	38
NOVU DEVIZNU ŠTEDNJU ²⁾	50 ³⁾	47				45	43	41		38
Najvažnije izmene i dopune:				uvođenje obavezne rezerve na kredite iz inostranstva	razdvajanje dinarske i devizne osnovice					stopa 38% važi i za novu deviznu štednju

Izvor: NBS.

1) Obavezne rezerve na deviznu štednju su decembra 2005. godine bile regulisane posebnom odlukom NBS.

2) Nova devizna štednja stanovništva – štedni uložci položeni posle 30. 06. 2001.

3) Stopa od 50% primenjivala se počev od 2001. godine.

Napomene:

Prema važećim propisima u *obaveznu rezervu banaka* kod NBS ulaze:

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

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

Iz dinarske i devizne osnovice isključuju se: iznos obaveza prema NBS; do decembra 2005. godine – iznos obaveza po deviznoj štednji položenoj kod banaka posle 30. 06. 2001; iznosi nastali u vezi s regulisanjem duga po staroj deviznoj štednji; i iznosi u vezi s reprogramiranim dugom prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba. Osnovica se umanjuje za iznose dugoročnih stambenih kredita osiguranih kod Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita.

Novina četvrtog kvartala, kad je reč o monetarnoj politici NBS, odnosi se na uvođenje obavezne rezerve za davaoce finansijskog lizinga. Naime, u decembru mesecu NBS je, u skladu sa Zakonom o finansijskom lizingu, donela Odluku o obavezi davalaca lizinga da drže sredstva rezerve. U skladu s tim, davaoci lizinga su dužni da sredstva rezerve drže na posebnom računu otvorenom kod banke i da ih u visini od 10% obračunavaju na kredite, druge pozajmice i dopunske uplate iz inostranstva. Odluka će se sprovesti na stanja na računima ovih subjekata počev od januara 2006. godine. Osnovni cilj te mere NBS je dalji uticaj na smanjenje zaduženja u inostranstvu. Radi se o tome da je došlo do rasta zaduženja u inostranstvu davalaca lizinga čiji su vlasnici banke, čime je faktički jedan deo kreditne aktivnosti banaka "preseljen" u lizing poslove.

...a proširuje se i na lizing.

**Kreditna
ekspanzija
ne jenjava...**

Doprinos poslednjeg kvartala ukupnoj kreditnoj ekspanziji u 2005. je izražen, uprkos naporima NBS da putem izjednačavanja stopa obavezne rezerve na višem nivou dalje zaoštri uslove poslovanja banaka. Naime, stopa obavezne rezerve na deviznu štednju spuštena je sa 41% na 38%, dok je stopa obavezne rezerve na zaduženje banaka u inostranstvu u istom periodu povećana sa 29% na 38% (Okvir 1). U poslednja tri meseca krediti privredi i stanovništvu porasli su za čak 631 milion evra (Tabela T-25) – oko 40% ukupnog prirasta u celoj 2005. godini koji je iznosio 1,5 milijardi evra). Reč je o sezonskom ubrzanju u kreditiranju, koje ubrzava i u međugodišnjem poređenju zato što je u decembru 2004. ekspanzija kredita stanovništvu naglo zaustavljena, tada novim, merama NBS. Posmatrano u evrima, prirast kredita u 2005. godini u poređenju sa prirastom ostvarenim u 2004. je oko 50% veći, ali ako se posmatra prirast realne dinarske vrednosti kredita (Grafikon T-9 u Okviru 2) rast ubrzava na kvartalnom, ali ne i na godišnjem nivou. Gledano u realnim dinarima, kreditiranje nedržavnog sektora u 2005. poraslo je u istom procentu kao u 2004. godini. Mere NBS nisu značajnije uticale na aktivne kamatne stope banaka, osim moguće kod onih sa prevashodno stranim izvorima sredstava, verovatno zbog toga što je ukupni neto efekat ovih mera (povećanje efektivne obavezne rezerve, detaljnije u Okviru 1) bio blag. Prema nezvaničnim informacijama, kod banaka koje svoju aktivnost finansiraju dominantno iz stranih

**Stopa obavezne
rezerve na
sve devizne
izvore banaka
izjednačena
krajem godine...**

izvora, stope su podignute u proseku za jedan do dva procentna poena na kredite privredi, i nešto više na kredite stanovništvu. Može se očekivati da bi dalje povećanje stope obavezne rezerve NBS moglo značajnije delovati na rast kamata, a samim tim i na tražnju za kreditima.

**...finansirana
ubrzanjem zaduženja
banaka u inostranstvu.**

Sezonski visok nivo kreditiranja finansiran je najviše stranim kapitalom čiji priliv je morao da pokrije i sada ozbiljno povećanu obaveznu rezervu. Stoga su banke samo u četvrtom kvartalu pribavile dodatnih 630 miliona evra sredstava iz inostranstva, više nego za prva tri kvartala zbirno! Ukupan *kreditni potencijal* banaka³ u celoj 2005. godini uvećan je za 2,6 milijardi evra, od čega samo u poslednjem kvartalu za čak 1,1 milijardu (za prvih devet meseci zbirno, bankarski izvori su porasli za 1,5 milijardi evra (Tabela T-25).

Tabela T-25. Srbija: Poslovanje banaka – Izvori i struktura plasmana, tokovi, 2003–2005.

U četvrtom kvartalu:

	2003	2004	2005			
	Dec.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
u milionima evra, kumulativni od početka god.						
Izvori sredstava (-, povlačenje)	268	-1.066	-303	-912	-1.508	-2.633
Depoziti stanovništva	-284	-328	-142	-345	-564	-872
od čega: devizna štednja	-274	-365	-145	-323	-535	-838
Depoziti privrede	-234	-130	86	-105	-284	-355
od čega: dinarski depoziti	-71	-43	41	-60	-168	-297
Zaduživanje u inostranstvu	-76	-672	-156	-333	-471	-1.101
Kapital i rezerve	862	64	-91	-130	-188	-305
Devizne rezerve (-, povlačenje)	16	-47	-96	-20	-47	-41
Plasmani	698	877	317	637	1.092	1.662
Privreda	288	371	236	332	504	886
Dugoročni	263	160	23	99	129	374
Kratkoročni	25	211	213	233	374	513
Stanovništvo	156	388	54	190	405	653
Dugoročni	120	362	52	187	387	601
Kratkoročni	36	27	2	2	18	52
Repo plasmani ¹⁾	9	-14	21	194	215	179
Neto kreditiranje države ²⁾	245	132	6	-79	-31	-56
PRO MEMORIA						
Obavezne rezerve i depoziti	122	193	51	267	472	951
Ostala potraživanja od NBS (neto) ³⁾	-33	12	-67	-33	-26	46
Ostale stavke ⁴⁾	-1.071	31	97	61	17	14
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁵⁾	28	25	25	27	28	31

Izvor: Tabela P-7 u Analitičkom prilogu.

1) U repo plasmane su uključene državne hartije i blagajnički zapisi NBS, koji su prvobitno zamenjeni državnim hartijama u januaru 2005. godine da bi ponovo bili uvedeni u septembru 2005.

2) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata tri nivoa vlasti: DZ Srbija i Crna Gora, Republiku Srbiju i lokalnu samoupravu.

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

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

5) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u ukupnim depozitima (stanovništva i privrede), odnosno počev od decembra 2004. godine – u zbiru ukupnih depozita i zaduženja banaka u inostranstvu.

U četvrtom kvartalu devizna štednja stanovništva je uvećana za dodatnih 303 miliona, iako su u ovom periodu gotovo sasvim iscrpljeni efekti isplate stare devizne štednje za 2005. godinu. Prirast deviznih depozita domaćinstava na nivou godine iznosi 838 miliona evra (Tabela T-25), a ukupna suma deviznih štednih uloga na kraju godine iznosi 2,2 milijarde evra (Tabela

³ Pod kreditnim potencijalom ovde se podrazumevaju svi raspoloživi izvori za kreditiranje klijenata – devizni i dinarski depoziti (domaći izvori), zatim devizne obaveze banaka prema inostranstvu (uključujući i račune nerezidenata) i kapital i rezerve.

**zaduženje banaka
dostiže nove rekorde,**

**plasmani privredi
naglo rastu,**

**prirast obaveznih
rezervi i depozita
dvostruko veći nego u
trećem kvartalu.**

U strukturi novca devizna štednja i dalje sigurno raste.

P-6 u Analitičkom prilogu). Ukoliko je naša pretpostavka o endogenom generisanju deviznih depozita tačna, onda su domaće banke koje se ne oslanjaju na inostrano kreditiranje profitirale od povećanja depozita koje je proizvela kreditna aktivnost banaka s inostranim kreditiranjem, kao i od umanjenja stope obavezne rezerve na te depozite.

Primarni novac u poslednjem kvartalu raste u skladu sa uticajem sezone.

Primarni novac je u toku poslednjeg kvartala naglo uvećan (za 14 milijardi dinara, posle porasta od samo 3,2 milijarde u toku prethodna tri kvartala, Tabela T-26), u skladu sa uobičajenim sezonskim obrascem. Njegov porast je na godišnjem nivou iznosio 22,4% početnog H, nominalno dvostruko više, ali realno približno kao u prethodnoj godini. U samoj strukturi primarnog novca, značajan je sezonski očekivan porast gotovine u opticaju u poslednjem kvartalu sa 2,8% na 11% početnog H, kao i slobodnih rezervi banaka. Ipak, zahvaljujući ekspanziji platnih kartica, kao i povećanju dinarskih depozita privrede, odnos gotovine u opticaju i ukupnih dinarskih depozita u sistemu ostao je skoro stabilan (na nivou od oko 38,%) kako među kvartalima, tako i na kraju godine (Tabela T-23).

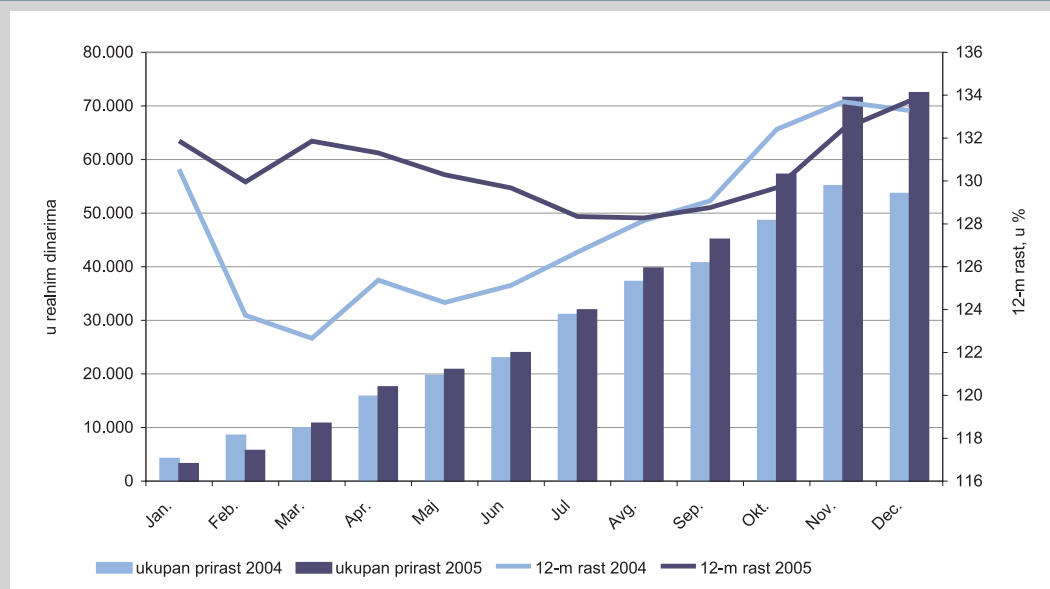
Kreditiranje nedržavnog sektora u realnom izrazu slično je kao i u 2004. sve do četvrtog kvartala 2005...

Okvir 2: Krediti nedržavnom sektoru

Kretanje realne vrednosti plasmana nedržavnom sektoru u 2004. i 2005. prikazano je na Grafikonu T-9. Leva skala grafikona daje vrednost prirasta plasmana izraženih u dinarima iz decembra 2002. godine, a desna pokazuje godišnju stopu rasta. Zanimljivo je da je sve do septembra 2005 apsolutni realni prirast plasmana skoro identičan kretanjima u 2004, ali da u poslednjem kvartalu naglo ubrzava (naročito u novembru i decembru). Dvanaestomesečna stopa u 2005. blago opada usled stabilnosti u apsolutnom prirastu, ali zbog ubrzanja prirasta u poslednjem kvartalu i stopa rasta ubrzava i sustiže prošlogodišnju.

...kada prirast plasmana nedržavnom sektoru naglo ubrzava...

Grafikon T-9. Srbija: Krediti privredi i stanovništvu: 2004 vs. 2005. ukupno u realnim dinarima¹⁾: kumulativi od početka godine i stope rasta



Izvor: Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.

1) Dinari iz decembra 2002.

...uz dominaciju plasmana privredi...

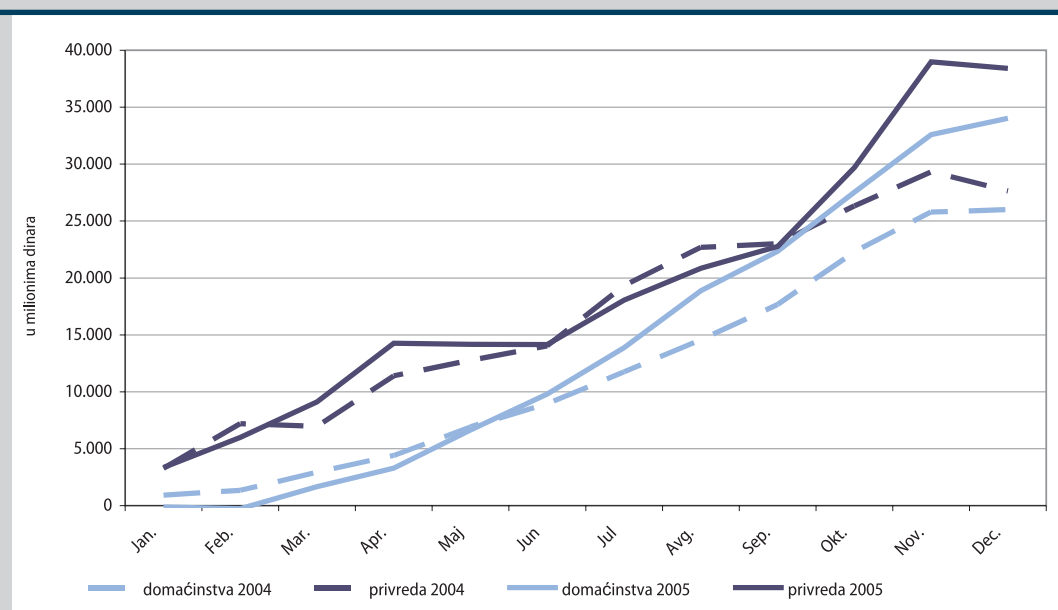
Najveći deo plasmana u 2005. godini odnosi se na privredu (886 miliona evra), koja se samo u četvrtom kvartalu zadužila za dodatnih 383 miliona evra. Prirast u četvrtom kvartalu uglavnom se odnosi na dugoročne kredite – čak 244 miliona evra, tj. oko 2/3 ukupnog zaduženja privrede – dok kratkoročni stagniraju, naročito u decembru (prirast kratkoročnih kredita privredi u decembru je

...i stabilnost plasmana stanovništvu.

na istom nivou kao i u novembru 2005), Tabela T-25. Naša je pretpostavka: taj razvoj događaja je prividan, tj. nema radikalnog skoka u dogoročnom kreditiranju (uz stagnaciju u kratkoročnom), već je u pitanju krupna reklasifikacija, odnosno restrukturiranje nekih kredita. Otuda, smatramo da su kratkoročni krediti ipak predvodili u stvarnom novom kreditiranju.

Kreditni fizičkim licima u 2005. godini pokazuju stabilnu stopu rasta, i od polovine godine njihov realni prirast je na višem nivou nego što je to bilo u 2004 (Grafikon T-10). U samoj strukturi zaduženja domaćinstava tokom cele godine dominiraju plasmani s rokom otplate preko jedne godine (Tabela T-25). U poslednja tri meseca 2005, građani su se zadužili za dodatnih 248 miliona, od čega 215 miliona na dugi rok (slično kao i u trećem kvartalu). U prethodnom broju QM-a navedeno je da je određeni doprinos porastu kredita stanovništvu imalo ukidanje čeka na početak. Podaci četvrtog kvartala podržavaju tu tezu, jer je doprinos decembra – kada je završena poslednja faza ukidanja čeka na početak (1.12.2005. godine) – ukupnom zaduženju građana u četvrtom kvartalu bio najmanji (Grafikon T-10).

Grafikon T-10. Srbija: Krediti privredi i stanovništvu: 2004 vs. 2005. kumulativi od početka godine u realnim dinarima¹⁾



Izvor: Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.

1) Dinari iz decembra 2002.

I u realnim dinarima, prirast plasmana privredi i stanovništvu u 2005. iznad prirasta u 2004.

Sterilizacija dinara usporava.

Taj porast likvidnosti ostvaren je deviznim operacijama NBS (sličnim onima iz prethodnih kvartala) i njihovom umanjenoj sterilizacijom. NBS je i u poslednjem kvartalu nastavila da u neto izrazu otkupljuje devize po relativno stabilnom ritmu od oko 200 miliona evra po kvartalu (Tabela T-27). Međutim, posle podizanja obavezne rezerve na zaduživanje banaka u inostranstvu, i uz pojačanu sezonsku tražnju za likvidnošću, u oktobru dolazi do naglog pada tražnje za repo transakcijama (smanjenje repo plasmana za 3,7 milijardi dinara, videti Tabelu P-7 u Analitičkom prilogu). Porast likvidnosti po tom osnovu više je nego neutralisao efekat povećane sterilizacije državnih depozita. NBS je kao odgovor na tu situaciju naglo povećala kamate na repo transakcije (videti tekst o finansijskim tržištima) što je dalo samo polovične rezultate, jer nije došlo do značajnijeg oporavka repo plasmana. Osim toga, u četvrtom kvartalu NBS je povećala pasivnu kamatnu stopu na viškove likvidnih sredstava banaka sa 2,9%, koliko je iznosila zaključno sa oktobrom, na 6% počev od novembra meseca. Na taj način smanjen je oportunitetni trošak držanja viškova likvidnosti banaka na računima, a što se može videti u Tabeli T-25 (odnosno detaljnije – po mesecima – u Tabeli P-7 u Analitičkom prilogu) kroz povećanje stavke slobodne rezerve. Višak slobodnih rezervi na kraju godine posledica je i isplate zaostalih penzija u iznosu od četiri milijarde dinara.

Tabela T-26. Srbija: NBS - Otkup deviza i sterilizacija, 2003–2005.

U četvrtom kvartalu:

	2003		2004		2005	
	Dec.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
TOK						
	u milionima dinara, kumulativni od početka god.					
Devizne rezerve, neto²⁾	11.427	18.286	10.454	29.092	48.044	64.583
<i>Devizne rezerve, neto (u evrima)</i>	175	250	130	358	584	776
Neto Domaća aktiva (NDA)	-10.754	-11.313	-21.723	-34.570	-44.819	-47.331
Dinarski krediti države	-1.669	2.376	-192	-4.791	-5.414	-6.725
Dinarski depoziti države	-9.204	-13.763	-12.527	-8.466	-14.783	-18.588
<i>od čega: lokalna samouprava</i>	-1.221	-3.789	-5.259	-3.213	-4.966	-825
Repo operacije ³⁾	-674	471	-1.454	-15.855	-18.052	-15.076
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	793	-397	-7.550	-5.458	-6.570	-6.942
Primarni novac	673	6.973	-11.269	-5.478	3.225	17.252
od čega: gotovina u opticaju	-740	2.186	-5.797	-2.849	2.118	8.480
od čega: slobodne rezerve	-3.333	46	-5.195	-3.531	-2.613	3.680
PORAST						
	kumulativni, u % od stanja početnog H ⁵⁾					
Devizne rezerve, neto²⁾	24,7	44,0	15,4	42,9	71,6	94,9
Neto Domaća aktiva (NDA)	-23,7	-34,0	-30,1	-50,0	-67,4	-72,4
Dinarski depoziti države	-13,3	-19,7	-16,3	-11,0	-19,2	-24,1
Repo operacije ³⁾	-1,0	0,7	-1,9	-20,6	-23,5	-19,6
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-9,5	-15,0	-11,9	-18,4	-24,8	-28,7
Primarni novac	1,0	10,0	-14,6	-7,1	4,2	22,4
od čega: gotovina u opticaju	-1,1	3,1	-7,5	-3,7	2,8	11,0
od čega: slobodne rezerve	-4,8	0,1	-6,7	-4,6	-3,4	4,8
PRO MEMORIA						
Bruto devizne rezerve (tok, kumul. od početka god., u evrima)	598,8	229,2	299,3	591,0	1.164,7	1.857,1
Bruto devizne rezerve (u % od primarnog novca sa poč. god., u evrima)	80,9	73,1	36,1	75,0	147,3	228,6
Primarni novac (stopa rasta, 12-m u %)	1,0	10,0	14,3	14,8	25,0	22,4
Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m u %)	-1,7	5,1	3,6	4,9	11,4	18,8

Izvor: Tabela P-8 u Analitičkom prilogu.

- 1) Država obuhvata tri nivoa vlasti: DZ Srbija i Crna Gora, Republiku Srbiju i lokalnu samoupravu.
- 2) Iz neto deviznih rezervi isključeni su devizni depoziti države.
- 3) Zaključno sa decembrom 2004, ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), u periodu januar 2005–februar 2005 - BZ i repo operacije, a od marta 2005 – samo repo operacije.
- 4) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno sa 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.

Okvir 3: Struktura deviznih rezervi Srbije i Narodne banke

Tabela T-27 pokazuje strukturu deviznih rezervi zemlje i neto rezervi Narodne banke, kao i njihov prirast u toku poslednje dve godine. *Neto strana aktiva Srbije* sastoji se: iz neto strane aktive poslovnih banaka i neto strane aktive Narodne banke. Za razliku od strukture NSA poslovnih banaka koja predstavlja razliku bruto rezervi poslovnih banaka i njihovih obaveza po osnovu zaduženja u inostranstvu, struktura NSA Narodne banke je složenija. *Bruto rezerve NBS* obuhvataju: monetarno zlato, specijalna prava vučenja, efektivu i devize. *Devizne obaveze* pak, sasvim sigurno obuhvataju: obaveze prema stranim rezidentima kao što je MMF i kratkoročne obaveze prema drugim državama. Međutim, u devizne obaveze NBS ulaze i depoziti banaka i države koji su domaći rezidenti. Pošto to nisu obaveze prema inostranstvu ne isključuju se iz pojma NSA, ali ukoliko nas interesuje iznos stvarnih rezervi NBS kojima ona raspolaže u svakom trenutku, onda je korisno definisati pojam *neto sopstvenih rezervi* iz kojih su ove obaveze isključene (Tabela T-27). Neto sopstvene rezerve NBS su zanimljive i analitički jer se samo putem njihovog povećavanja vrši emisija dinara.

Podizanje stope obavezne rezerve na zaduživanje banaka u inostranstvu¹, u četvrtom kvartalu 2005 proizvelo je rekordni porast depozita bankarskog sistema kod centralne banke sa 437 na 898 miliona evra prirasta u godini. Efekti takve politike doveli su do rekordne akumulacije bruto rezervi NBS,

¹ Detaljnije u Okviru 1.

pad tražnje
za repo
plasmanima,

uvećanje gotovine u
opticaju i slobodnih
rezervi banka.

U devizne obaveze
NBS ulaze i depoziti
države i poslovnih
banaka...

*...sopstvene rezerve
NBS dobijamo kad od
NSA NBS odbijemo i te
obaveze.*

*Kvartalni porast
sopstvenih rezervi
NBS ubrzao se
sa 100 miliona
u 2004. na preko 200
miliona u 2005.*

koje su u toku godine dostigle 1,9 milijardi evra. Sopstvene rezerve centralne banke, međutim, po odbijanju svih obaveza (pomenutih depozita kao i ostalih obaveza uključujući kredite od MMF-a) u posljednjem kvartalu godine ne pokazuju odstupanja u poređenju s prethodnim tromesečjima. Odnosno, neto rezerve centralne banke u četvrtom kvartalu porasle su za 193 miliona evra (sa 584 na 776 miliona evra prirasta u 2005. godini), dok je u prethodnim tromesečjima ovaj prirast bio nešto viši.

Tabela T-27. Struktura deviznih rezervi Srbije, stanja i tokovi 2003–2005.

	2003		2004			2005			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
u milionima evra, stanja									
Neto strana aktiva Srbije	2.210	1.908	1.617	1.747	1.791	1.820	2.008	2.338	2.419
Poslovne banke, neto	377	204	-70	-167	-342	-594	-695	-860	-1.484
Bruto rezerve	722	659	528	677	675	579	655	628	635
Obaveze	-346	-455	-598	-844	-1.018	-1.174	-1.350	-1.489	-2.118
Narodna banka Srbije, neto	1.833	1.704	1.688	1.914	2.133	2.414	2.704	3.199	3.902
Bruto rezerve	2.835	2.693	2.759	2.895	3.065	3.364	3.656	4.229	4.922
Obaveze	-1.002	-989	-1.071	-981	-932	-950	-952	-1.031	-1.019
MMF	-730	-711	-793	-727	-698	-676	-657	-760	-737
Ostale obaveze	-272	-278	-278	-254	-234	-274	-295	-271	-282
Narodna banka Srbije, neto	1.833	1.704	1.688	1.914	2.133	2.414	2.704	3.199	3.902
Depoziti poslovnih banaka	-635	-684	-685	-765	-825	-878	-1.083	-1.262	-1.723
Depoziti države	-265	-221	-97	-129	-125	-223	-79	-170	-220
NBS sopstvene rezerve	933	799	905	1.020	1.183	1.313	1.541	1.767	1.960
u milionima evra, kumulativi od početka godine									
Neto strana aktiva Srbije	389	-302	-592	-462	-419	30	218	548	628
Poslovne banke, neto	-59	-172	-447	-543	-719	-252	-353	-518	-1.141
Bruto rezerve	16	-63	-195	-45	-47	-96	-20	-47	-41
Obaveze	-76	-109	-252	-498	-672	-156	-333	-471	-1.101
Narodna banka Srbije, neto	449	-129	-145	81	300	281	571	1.066	1.769
Bruto rezerve	599	-143	-77	59	229	299	591	1.165	1.857
Obaveze	-150	13	-69	22	71	-18	-20	-99	-88
MMF	-187	19	-62	4	33	22	40	-63	-39
Ostale obaveze	37	-6	-6	18	38	-40	-61	-36	-48
Narodna banka Srbije, neto	449	-129	-145	81	300	281	571	1.066	1.769
Depoziti poslovnih banaka	-109	-50	-51	-130	-190	-54	-259	-437	-898
Depoziti države	-165	44	168	136	140	-98	46	-45	-95
NBS sopstvene rezerve	175	-135	-28	86	250	130	358	584	776

Izvor: NBS.

Napomena: Devizne obaveze NBS se u monetarnom pregledu i u bilansu NBS tretiraju različito. 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).

8. Finansijska tržišta

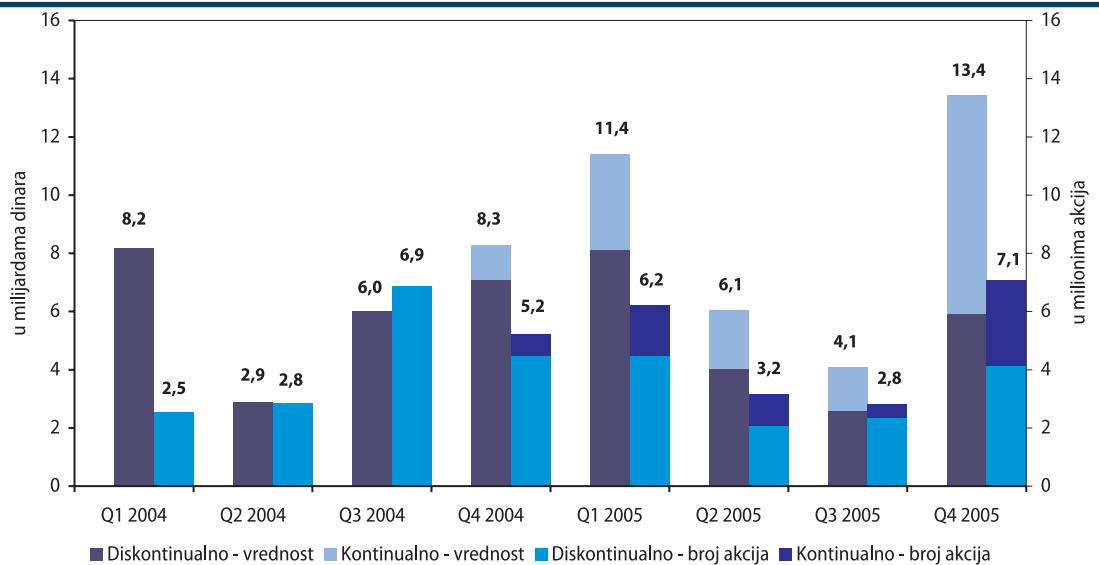
U posljednjem kvartalu 2005. godine dolazi do rasta tržišta akcija, koje prema zbirnim podacima premašuje vrednosti iz poslednjeg kvartala 2004. Najznačajniji činilac ovog uzlaznog trenda je intenzivirano trgovanje novouvrštenim akcijama AIK Banke, Centro Banke, «Ruma fabrika kože», «Srboleka» i «Hemofarma», kao i rast diskontinualnog segmenta. Čak i kada se ovi uticaji isključe, tržište akcija i dalje beleži blagi rast. Prinosi na dužničke hartije u četvrtom kvartalu rastu bez obzira na ročnost i valutu. Svedoci smo nagle promene tražnje na tržištu kratkoročnih papira. Dolazi do brzog rasta nominalnih prinosa na repo transakcije, dok prinosi na trezorske zapise beleže pad.

Promet akcija je značajno oživeo u poslednjem kvartalu 2005. godine.

Naša očekivanja, izražena u prethodnom broju *QM-a*, da će obim trgovanja na tržištu akcija (u dinarima, kao i po broju prodatih akcija) dostići, te i nadmašiti nivo s kraja 2004, su se obistinila. Nakon opadajućeg trenda prometa tokom prva tri kvartala 2005. godine, u četvrtom kvartalu oživljava promet na tržištu akcija. Već nakon oktobra meseca, postalo je evidentno da će ukupna vrednost trgovanja dostići, te i prestići 10 milijardi dinara, odnosno pet milijardi prodatih akcija (Grafikon T-11). U vrednosnom smislu, ovo predstavlja povećanje od gotovo 230% u odnosu na promet iz trećeg kvartala, odnosno povećanje broja prodatih akcija od 152%.

Grafikon T-11. Promene obima i strukture trgovanja akcijama, meren vrednosno, kao i brojem prodatih akcija 2004–2005.

Vrednost i obim prometa akcijama u četvrtom kvartalu dostigao je nivo s početka 2005.



Izvor: www.belex.co.yu

Legenda: MPC – metod preovlađujuće cene, MCMK – minimalna cena minimalna količina, BLOK-cena blok transakcija.

Od trećeg kvartala 2004. godine kontinualni segment trgovanja prati uzlazni trend, sa izrazitim skokom u četvrtom kvartalu 2005. godine. Samo između trećeg i četvrtog kvartala 2005. godine, ukupan obim trgovanja u dinarima na ovom segmentu je skočio sa 1,5 na 7,5 milijardi dinara (što predstavlja povećanje od oko 400 %), dok mereno brojem prodatih akcija beleži skok sa 0,5 na 2,9 miliona prodatih akcija.

Ovaj svojevrsni „boom“ na kontinualnom segmentu trgovanja doprineo je tome da se proces praznjenja tržišta akcija zaustavi, i započne reverzibilan proces, odnosno značajan rast. To potvrđuje i činjenica da je u poslednjem kvartalu 2005. godine, ukupna vrednost trgovanja veća od one u poslednjem kvartalu 2004. za oko 61% (ili oko 37% mereno brojem prodatih akcija), odnosno za oko 18% (oko 15% mereno brojem prodatih akcija) u odnosu na prvi kvartal 2005.

Uvođenje akcija banaka i intenzivirano trgovanje pojedinim akcijama jedan je od ključnih činilaca intenzivnog rasta tržišta akcija.

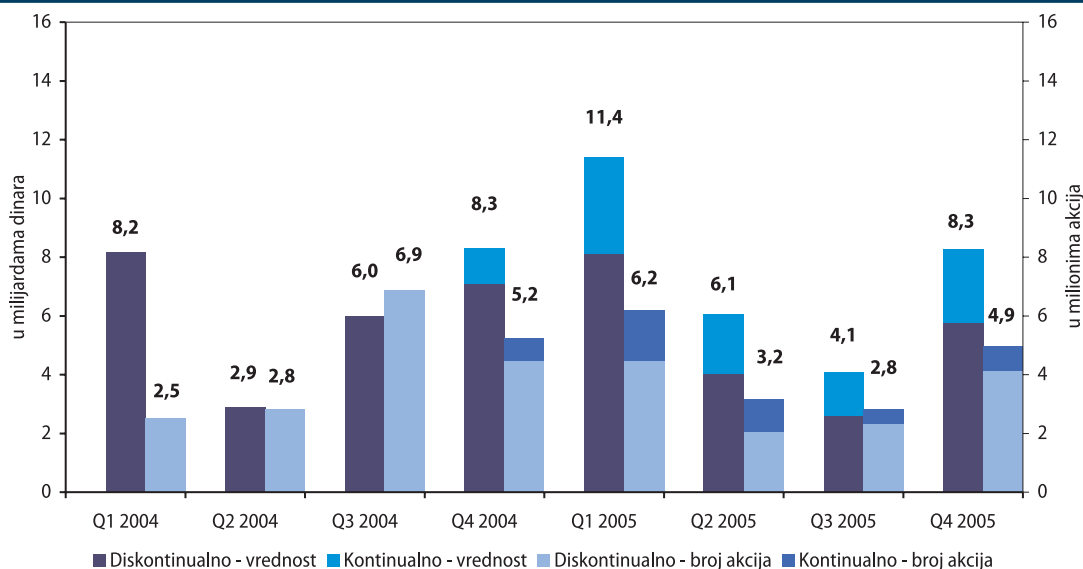
Uvođenje novih akcija na listing Beogradske berze u oktobru (Čačanske banke, Centro banke, AIK banke, »Srboleka«, Panonske banke, »ZorkaPharma«, »Radijatora«, »Fada« i »Mlekare Pančevo«) značajan je faktor oživljavanja tržišta. Samo u oktobru, trgovanjem akcijama na slobodnom berzanskom tržištu Beogradske berze ostvaren je promet od 3,1 milijarde dinara, što je povećanje od 9,15% u odnosu na septembar. Najveća vrednost prometa ostvarena je u trgovanju akcijama AIK banke, Centrobanke, Zepter banke, "Ruma fabrika kože" i "Hemofarma", koje zajedno zauzimaju oko 34% ukupnog prometa. Takođe, svedoci smo intenziviranog trgovanja na diskontinualnom segmentu, prevashodno kroz aukcijska trgovanja akcijama AIK Banke, Zepter Banke, "PP Sombor", "Betexa", "Knjaza Miloša", "Dunav osiguranja", "Ratar Pančevo", i "Palić THU Subotica".

I kad se izuzme uticaj svojevrsnog tržišta preuzimanja u ekspanziji, akcijsko tržište beleži blagi rast u odnosu na treći kvartal.

S obzirom na ovako visoke vrednosti obima trgovanja prehashodno akcijama AIK banke, Centrobanke, Zepter banke, "Ruma fabrika kože", "Srboleka" i "Hemofarma", pojavile su se sumnje u to: da li su pozitivni podaci o povećanju obima i vrednosti trgovanja na Beogradskoj berzi zaista indikacija suštinskog trenda, ili se zapravo radi o privremenoj slici prouzrokovanoj ponovnim oživljavanjem *tržišta preuzimanja*.¹ Naime, na tržištu postoji verovanje da do tog procesa dolazi upravo kroz intenzivirano trgovanje gore navedenim akcijama. Stoga smo napravili malu analizu *vrednosti ostvarenog prometa akcija* i *obima prometa akcija* (Grafikon T-12) kada se izuzmu akcije navedenih kompanija. U pogledu *vrednosti ostvarenog trgovanja*, promet u poslednjem kvartalu 2005. godine prvi put dostiže nivo s kraja 2004. godine (8,3 milijardi dinara), što je porast od 69,4% u odnosu na treći kvartal. Na drugoj strani, ne treba zaboraviti činjenicu da ova vrednost prometa u poslednjem kvartalu uključuje akcije 34 kompanije na kontinualnom segmentu, dok ih je u poslednjem kvartalu 2004. bilo 7, a na kraju prvog kvartala 2005. godine 21 kompanija. Po prvi put od trećeg kvartala 2004. godine, u poslednjem kvartalu 2005. dolazi do ponovnog rasta diskontinualnog segmenta trgovanja. Mereno brojem prodatih akcija, obim prometa na tržištu akcija je i bez učešća navednih kompanija narastao: sa 2,8 u trećem na 4,9 miliona prodatih akcija u četvrtom kvartalu.

Grafikon T-12. Promene obima i strukture trgovanja akcijama, mereni vrednosno i brojem prodatih akcija 2004–2005 (analiza bez učešća AIKB, CEBA, ZEPT, RUMA, SRBL i HMFR).

Vrednost trgovanja akcija i bez učešća banaka dostiže nivo s kraja 2004. godine.



Izvor: www.belex.co.yu

Legenda: MPC metod prevlađujuće cene, MCMK - minimalna cena minimalna količina, BLOK-cena blok transakcija.

¹ Tržište preuzimanja se može opisati kao mehanizam uspostavljanja korporativne kontrole, gde tržište služi za zatvaranje (going private) i preuzimanje kompanija, umesto otvaranja (going public) radi pribavljanja dodatnog kapitala. Na taj način kupovinom većinskog paketa akcija se ostvaruje dovoljna koncentracija vlasništva nad akcijama u rukama jednog lica ili grupe povezanih lica, koji te akcije povlače sa berze.

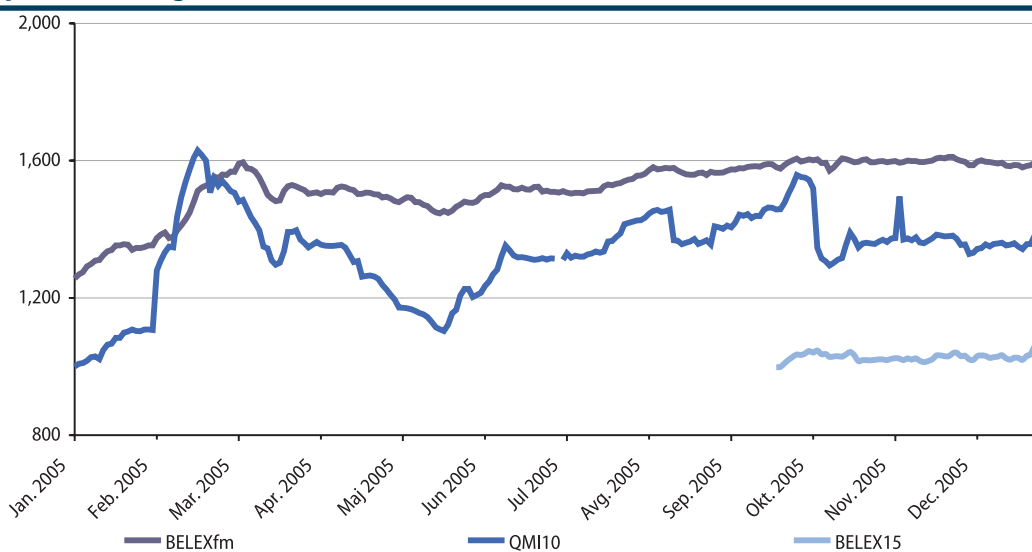
Stoga, možemo zaključiti da iako je “boom” na tržištu akcija u veoma značajnoj meri izazvan trgovinom akcija AIK banke, Centrobanke, Zepter banke, “Ruma fabrika kože”, “Srboleka” i “Hemofarma”, to svojevrsno *tržište preuzimanja* – mada očito najbitiniji, nije jedini činilac rasta. Čak i kada se trgovina ovim akcijama izuzme, svedoci smo blagog rasta na tržištu akcija u odnosu na treći kvartal, ali ne i dostizanja rekordnih nivoa iz prvog kvartala.

Uzlazni trend se odlikava u kretanju sva tri indeksa.

Uzlazni trend se blago odlikava i u ponašanju kako zvaničnih indeksa Beogradske berze (BELEXfm i BELEX15), tako i u ponašanju eksperimentalnog indeksa QMI10. Generalni trend kretanja indeksa BELEXfm u 2005. godini karakteriše blagi rast uz veoma male oscilacije (Grafikon T-13). Poslednjeg dana novembra, indeks beleži svoj istorijski maksimum od 1611 indeksnih poena.²

Grafikon T-13. Kretanje kompozitnog indeksa Beogradske berze BELEXfm, indeksa BELEX15 i eksperimentalnog QMI10 indeksa

U četvrtom kvartalu, indeks BELEXfm beleži svoj istorijski maksimum od 1606 indeksnih poena.



Izvor: www.belex.co.yu

Oscilatorno ponašanje kontinualnog segmenta tržišta prikazano je kretanjem QMI10 indeksa.

Značajnije oscilacije primetne su u kretanju eksperimentalnog QMI10 indeksa (Grafikon T-13). Ovaj eksperimentalni pokazatelj *QM-a* svoj istorijski maksimum u 2005. godini beleži 15. marta sa 1616 indeksnih poena. Primetan je uticaj novouvedenih akcija banaka na kretanje QMI10 indeksa, u vidu lokalnih maksimuma („peaks“) samo nekoliko dana nakon uvođenja novih akcija na listing (Grafikon T-13).

Bitno je napomenuti da nam eksperimentalna priroda ovog indeksa omogućava istraživanje o tome kakva konstrukcija indeksa najviše odgovara tržištu Beogradske berze.³ Zato je na Grafikonu T-13 prikazano uporedno kretanje sva tri indeksa gde se sada pri izračunavanju indeksa QMI10 ograničavaju učešća akcija u indeksnoj korpi na 20%. Evidentno je da su indeksi BELEX15 i QMI10 koji prate ponašanje kontinualnog segmenta mnogo „življi“, od indeksa BELEXfm koji uključuje i kretanje na diskontinualnom segmentu. Na osnovu prednosti i mana sva tri postojeća indeksa verujemo da jedan adekvatan indeks kretanja cena akcija na tržištu Beogradske berze treba da uzme u obzir sledeće: a) verujemo da astav indeksne korpe treba da čine akcije kompanija kojima se najviše trguje, dakle akcije sa najvećim obimom i b) premda je indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom, očigledno je da ograničavanje uticaja najvećih emitenata na 20% i dalje predstavlja problem, jer se javljaju dva do tri emitenta čiji ukupan uticaj iznosi gotovo 50%, pa i više (slučaj kod gotovo sva tri indeksa). Iz tog razloga je neophodno implementirati mehanizam koji bi ograničavao ovaj uticaj («bias») kreiran većinskim udelom najvećih emitenata, kao što su

² Najnoviji istorijski maksimum BELEXfm beleži 3. marta 2006. godine sa 1.680,16 indeksnih poena.

³ Premda su sva tri indeksa ponderisana tržišnom kapitalizacijom, u sastav indeksne korpe BELEXfm indeksa ulaze akcije svih izdavaoca na slobodnom berzanskom tržištu (i kontinualnom i diskontinualnom). S druge strane, indeksi BELEX15 i QMI10 u svojim indeksnim korpama sadrže samo akcije sa kontinualnog segmenta. Dok BELEX15 za ulazak u indeksnu korpu koristi Pravilo 80, u sastav eksperimentalnog indeksa QM-a, QMI10 ulaze akcije 10 domaćih kompanija s najvećim godišnjim prinosom koje se nalaze na kontinualnom tržištu.

na prvom mestu „Hemofarm“ i „Energo Holding“, pa i Centro Banka i „Srbolek“⁴. U tu svrhu, očekujemo da u nekom od narednih brojeva *QM-a* implementiramo adekvatna rešenja za ova pitanja, upravo kroz modifikacije odnosno podvrste QMI10 indeksa.

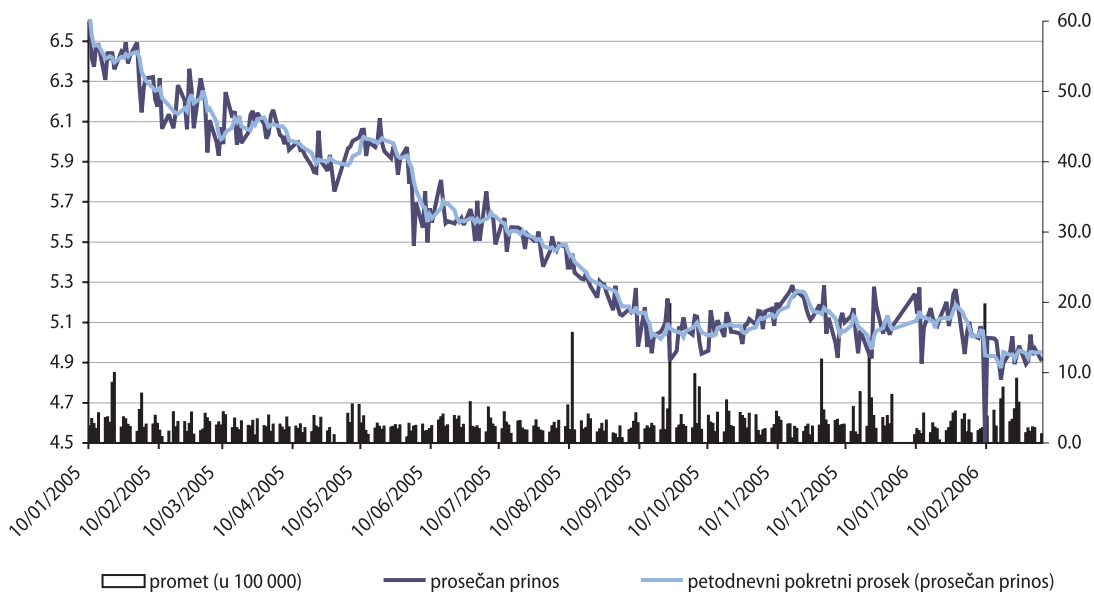
Krive prinosa obveznica SDŠ se deformišu i postaju invertovane. Brza promena vremenske strukture i prinosa može se objasniti delovanjem nekoliko uzroka.

Prinosi na dužničke hartije u četvrtom kvartalu rastu bez obzira na ročnost i valutu.

Prinosi na obveznice SDŠ prekidaju dugoročni trend opadanja i rastu od kraja oktobra do polovine novembra. Verovatni uzrok ovome je porast tražnje banaka za likvidnošću, kao posledica povećanja stope obavezne rezerve u oktobru (i u decembru). Zbog toga one povećavaju ponudu ovih hartija, i obaraju im cenu. Kada posmatramo celu 2005. godinu, vidimo da postoji dugoročni trend opadanja prinosa na obveznice SDŠ (Grafikon T-14). Nekoliko je razloga za to. Prvi je posledica oslobađanja sredstava u vrlo kratkom roku, usled smanjivanja stope obavezne rezerve na deviznu štednju (sa 45% u avgustu na 38% u decembru), što je otvorilo problem plasmana tih sredstava. Ročna struktura ovih izvora je nepovoljna za kreiranje kredita. Zbog toga su banke, verovatno, deo oslobođenih sredstava plasirale na tržištu obveznica devizne štednje. Prirast tražnje se dominantno usmerio na obveznice kratkog i srednjeg roka. To je izazvalo rast njihovih cena i smanjivanje prinosa. Drugi je posledica značajnih količina kapitala koji ulazi u zemlju. Time se generiše dodatna tražnja za ovim instrumentima. Na posletku, tu je i rast kreditnog rejtinga Srbije (agencija Standard&Poor's je, na primer, u julu podigla rejting Srbije sa B+ na BB-).

Grafikon T-14. Prosečan prinos na obveznice SDŠ

U toku cele 2005. prinosi na SDŠ uglavnom opadaju.



Izvor: Beogradska berza.

Napomena: Grafikon je dobijen kao ponderisani prosek prinosa na hartije A2006 do A2016. Kao ponderi su korišćene vrednosti prometa na svakoj od hartija. Leva skala predstavlja prosečan prinos, a desna ukupan promet u trgovanju obveznicama SDŠ.

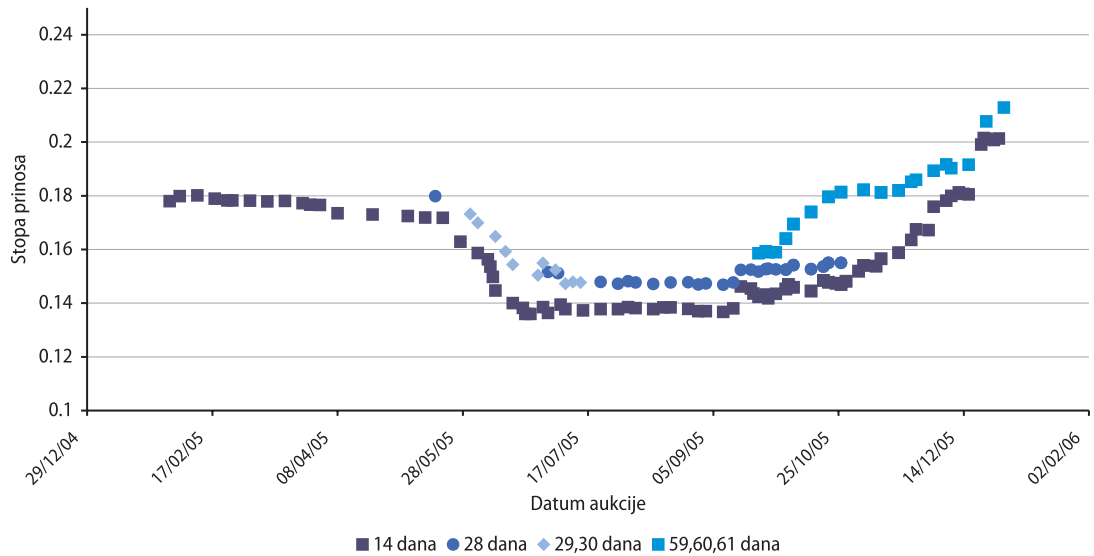
Uprkos rastu kamatnih stopa u dinarskoj zoni, tražnja za kratkoročnim dinarskim papirima bila je niža od ponude. Moguće objašnjenje ove pojave jeste nesaglasnost očekivane inflacije i tekućih kratkoročnih kamatnih stopa. I ova, u prvoj polovini godine visoka tražnja, je, po svoj prilici, migrirala na tržište obveznica SDŠ. Tako su repo aukcije, posebno u decembru, beležile skromne procenete realizacije – oko 30%, a neretko i ispod 10%. Niska realizacija ponuđenih količina nije bitno reagovala na brzi rast nominalnog prinosa, koji se registruje od sredine novembra do kraja decembra sa 15,66% na preko 20% za dvonedeljne, odnosno sa 18,14% na 21,3% za dvomesečne repo ugovore. Dodatni argument: NBS je krajem oktobra prestala da nudi instrumente ročnosti između 14 i 60 dana (Grafikon T-15).

⁴ Ovde se misli na zbirni većinski uticaj, kada zbirni ponder dva do tri emitenta iznosi preko 50%, što je do sada bio slučaj kod sva tri indeksa.

U prethodnom broju *QM* konstatovano je da se pojavila jasno uočljiva segmentacija prinosa po ročnostima i da su, pored zajedničkog trenda, prinosi po ročnostima pratili svoje trendove specifične za samu ročnost. Sada je segmentacija u velikoj meri ublažena, jer su se u opštem porastu krajem decembra dvonedeljni prinosi poistovetili sa dvomesečnim prinosisima, dok ostale ročnosti nisu ni bile u ponudi (Grafikon T-15).

Grafikon T-15. REPO prinosi novembar 2004 – decembar 2005 (po ročnosti)

Dvonedeljni i dvomesečni repo prinosi beleže značajan rast u poslednjem kvartalu.

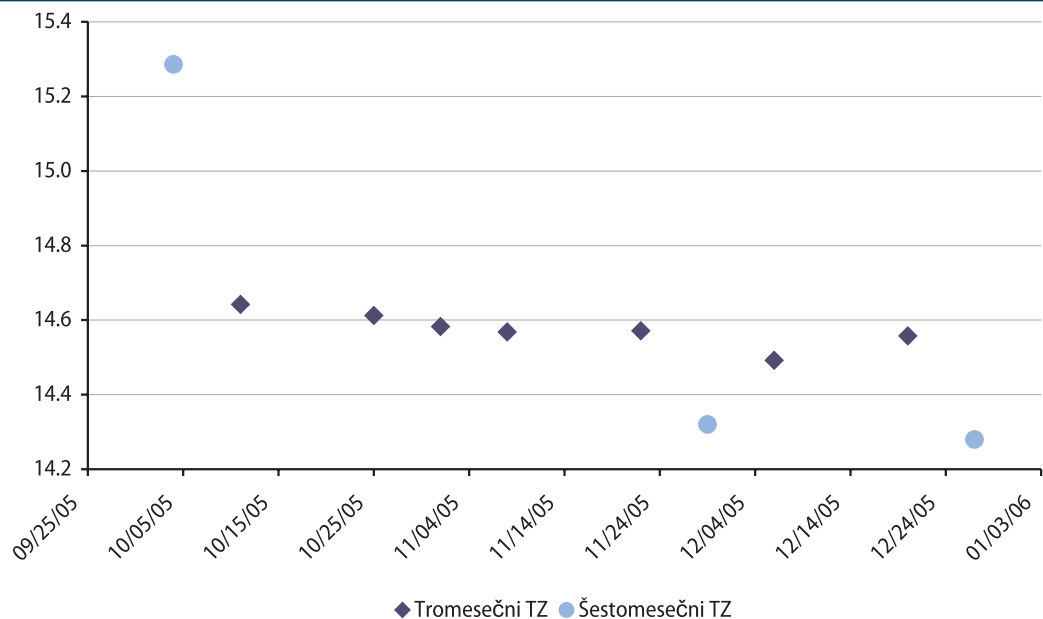


Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS.

Tržište trezorskih zapisa je ostalo izvan ovog obrasca. Stopa prinosa je ostala niska. Tromesečni trezorski zapis ponudjen 20. decembra zabeležio je stopu prinosa od 14,56% i koeficijent realizacije od 27,46%. Šestomesečni TZ, ponudjen 27. decembra, zabeležio je stopu prinosa od 14,28% na godišnjem nivou i koeficijent realizacije od svega 6,6% (Grafikon T-16). Očigledno je da tražnja migrira sa tržišta dinarskih instrumenata na tržište obveznica devizne štednje.

Grafikon T-16. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa

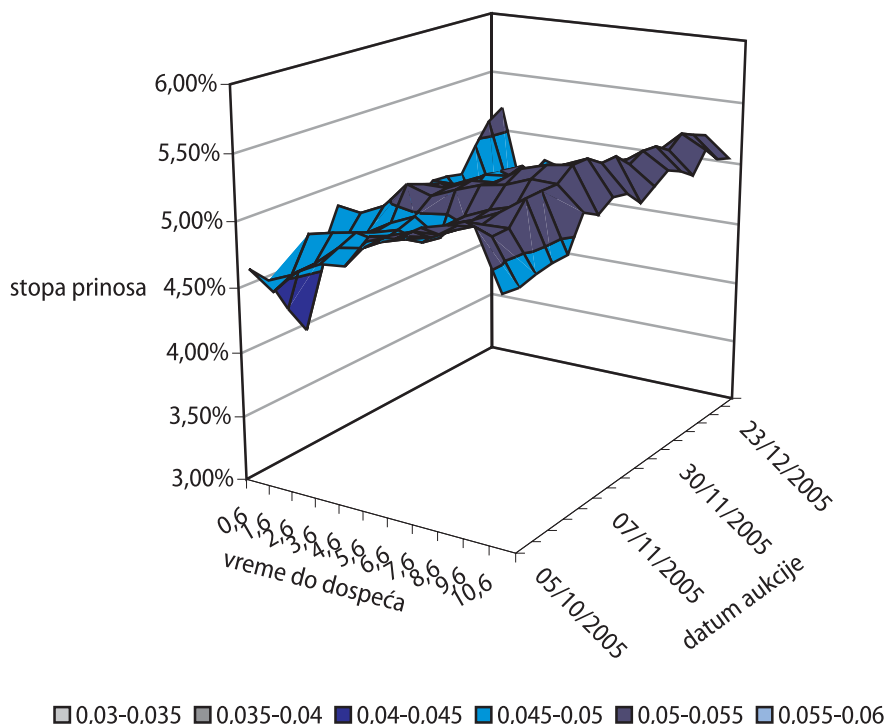
Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa pokazuju opadajući trend.



Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS.

Premda su od oktobra meseca krive prinosa na tržištu obveznica invertovane, prinosi na obveznice svih ročnosti uz oscilacije beleže povećanje na preko 5% u decembru.

Grafikon T-17. Kriva prinosa u periodu 3. oktobar – 29. decembar 2005.



Izvor: www.belex.co.yu

Trgovanje obveznicama na Beogradskoj berzi pokazuje da je početkom oktobra kriva stopa prinosa bila invertovana, jer je A2006 davala veći prinos od A2007. Ova pojava se može smatrati dokazom migracije tražnje sa tržišta kratkoročnih dinarskih instrumenta na tržište evro denominovanih obveznica. I ovde je registrovana duboka neravnoteža ponude i tražnje: aktivna količina kupovnih naloga je višestruko nadmašivala aktivnu količinu prodajnih naloga (čak i do 24,5 puta u drugoj polovini oktobra). To je dovelo do skoka cene i pada stope prinosa na obveznici A2006. Delovanje mehanizma kamatno-kursne arbitraže na ovom tržištu redukuje ponudu kratkoročnih obveznica. Njihova ponuda je mala. Zbog toga se u novembru pritisak tražnje prenosi sa obveznica kratkog na obveznice sa dužim rokom dospeća. Uopšteno gledano, tražnja za obveznicama A2006–A2010 do kraja decembra ostala je višestruko veća od ponude, dok je za obveznice A2011–A2016 obrnut slučaj. I pored značajnih oscilacija, ne može se zaključiti da je obim transakcija u ovom periodu znatno porastao (jer je kontrolisan ponudom) ali je u decembru nivo stopa prinosa porastao bez obzira na ročnost. Tako je, recimo, stopa prinosa na A2006 u oktobru iznosila u proseku 4,5% na godišnjem nivou (i ni jednom preko 4,7%); slično je bilo i u novembru, dok su krajem decembra sve vrednosti preko 5%, a najveća dostignuta stopa 5,46% 30. decembra. Slično je i s drugim obveznicama (Grafikon T-17).

Početkom novembra dolazi do ponovnog rasta učešća stranih investitora na tržištu akcija.

Grafikon T-18 prikazuje kretanje učešća inostranih investitora na finansijskim tržištima u Srbiji.⁵ Interesantno je primetiti da učešće stranih investitora na tržištu akcija (kriva FIS) i na tržištu trezorskih zapisa (kriva FIT) prate veoma sličnu putanju. S druge strane, evidentno je da postoji gotovo negativna korelacija sa učešćem stranih investitora na tržištu obveznica (kriva FIB). Učešće stranih investitora na tržištu akcija (kriva FIS) najveću vrednost u 2005. godini imalo je početkom maja – 67%, i sredinom februara – 63%, dok je minimalna vrednost od 43% postignuta u novembru. Međutim, početkom decembra dolazi do rasta, te ova vrednost ponovo prelazi 66%. Stabilizacijom krive prinosa na tržištu obveznica, ovaj segment gubi na svojoj atraktivnosti, što

⁵ Podaci o učešću stranih investitora prikupljeni su sa web sajta Beogradske berze. Prema nezvaničnim podacima koje smo dobili sa Berze, pod pojmom strani investitori podrazumevaju se privatna i pravna lica koja su otvorila nalog za trgovanje kod Centralnog registra za hartije od vrednosti na osnovu firme registrovane u inostranstvu ili inostranog pasoša. Ovo implicira da se u skupu inostranih investitora zapravo mogu nalaziti domaći investitori vlasnici kompanija registrovanih u inostranstvu (na primer, u nekim od država „poreskog raja“ (tax heaven)), ili čak i mali investitori sa dvostrukim državljanstvom.

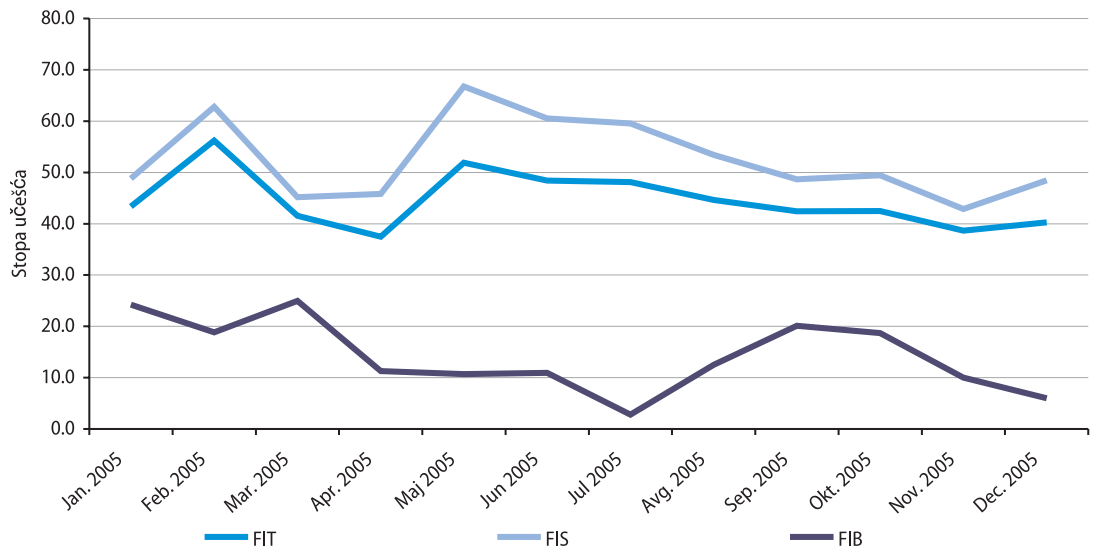
Promet akcijama u januaru 2006. beleži pad od gotovo 40% u odnosu na decembar 2005.

rezultira u opadajućem trendu učešća stranih investitora (kriva FIB) od septembra 2005. godine (Grafikon T-18), odnosno njegovoj izrazito oscilatornoj putanji u četvrtom kvartalu.

Januarska letargija zahvatila je i Beogradsku berzu. Obim prometa u januarskom trgovanju akcijama na slobodnom berzanskom tržištu Beogradske berze iznosio je 3,03 milijarde dinara, što je smanjenje od 37,72% u odnosu na decembar. Razlog ovim smanjenjima je mali broj dana trgovanja – samo 17. Najveća vrednost prometa, i u februaru mesecu, ostvarena je u trgovanju akcijama AIK banke (preko 30% od ukupnog prometa). Učešće stranih investitora od 51,02% je na nivou prethodnog meseca (52,96%).

Grafikon T-18. Stope učešća stranih investitora u 2005. godini

Učešće stranih investitora na tržištu obveznica nastavlja opadajući trend u poslednjem kvartalu 2005. godine.



Izvor: www.belex.co.yu

Legenda: FIB – strani investitori na tržištu obveznica, FIS – strani investitori na tržištu akcija, FIT – strani investitori na tržištu blagajničkih zapisa.

POD LUPOM

Registrovani zaposleni i zarade – statistički podaci i njihovo kretanje u periodu 2000–2005.

Katarina Stanić¹

Visoke stope rasta zarada poslednjih godina nametnule su se kao veoma krupna tema. Iako je u poslednje vreme veća pažnja poklanjana nesrazmernom rastu plata u odnosu na rast produktivnosti, pažljiva analiza adekvatnosti metodologije merenja otkriva da je rast zarada, iako stvaran, ipak precenjen. Pošto će QM ubuduće redovno pratiti trendove vezane za zarade, pred čitaocima je detaljnija analiza metodologije praćenja zaposlenosti i zarada u Srbiji.

1. Uvod

Prethodnih godina rast plata bila je jedna od vrlo aktuelnih i kontroverznih tema. Izuzetno visoke stope rasta zarada bilo je teško objasniti, pa su se postavljala pitanja da li je taj rast stvarno bio toliko visok ili je u statistici došlo do određene „zabune“ prelaskom na sistem bruto plata^{a)}.

U prve dve godine reformi statistika je zabeležila rast neto zarada od preko 40% realno u 2002. u odnosu na 2001. Realni rast zarada nastavljen je i u narednim godinama, doduše sa tendencijom usporavanja (neto zarade su porasle za blizu 14% u 2003, oko 10% u 2004. i 6,6% u 2005). Takav rast zarada stavio je u prvi plan njihovu nesrazmeru s rastom produktivnosti i negativnim posledicama agregatne tražnje koju to izaziva, dok se adekvatnost metodologije merenja zarada nije razmatrala. Uz to, podatak o rastu zarada ima i šire posledice jer se penzije i ostala socijalna davanja delimično indeksiraju i rastom plata.

Cilj ovog rada je da istraži šta suštinski pokazuju podaci o zaradama koje Republički zavod za statistiku (RZS) svakog meseca objavljuje, i da u poređenju sa fiskalnim podacima o naplati poreza na zarade ispita pretpostavku da je rast plata ipak precenjivan. Kako se u istraživanjima RZS zarade i zaposleni posmatraju zajedno, tj. dobijaju se iz istog izveštaja, pored podataka o zaradama prikazana je i serija (registrovane) zaposlenosti.

Osnovni zaključak naše analize je sledeći: rast zarada u posmatranom periodu jeste bio visok, što je velikim delom zasluga procesa fiskalizacije, ali on je u određenoj meri ipak bio i precenjen. Zarade se posmatraju pretežno na podskupu preduzeća koji ne predstavlja adekvatno privredu Srbije – u njemu dominira javni i društveni sektor (koji je vremenom delimično privatizovan), dok su privatna preduzeća vrlo malo zastupljena, a zarade zaposlenih kod fizičkih lica (male radnje, zanatske usluge, agencije, itd.) uopšte se ne prate. Ovaj podskup preduzeća koji RSZ posmatra (tzv. uzorak RAD-1) se godinama vrlo značajno osipao, verovatno jer obuhvata preduzeća koja su prošla proces privatizacije i smanjila broj zaposlenih, te povećala produktivnost. Stoga je rast prosečne zarade u značajnoj meri posledica smanjenja zaposlenosti u „uzorku“ i povećanja produktivnosti koja nije bila karakteristična za privredu u celini.

2. Definicije i metodologija

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

¹ Bearing Point, Macroeconomic Reform and Central Bank Stegtheninig.
Autorka se zahvaljuje Duški Anastasijević na korisnim komentarima.

a) Termin bruto plata je relativno nov kod nas (koristi se od 2001) i predstavlja neto platu (ono što radnik „nosi kući“) plus porez na zaradu i doprinosi za socijalno osiguranje koje plaća radnik. Bruto plata ne predstavlja ukupan trošak poslodavca, jer je poslodavac pre obračuna bruto zarade već platio svoj deo doprinosa za socijalno osiguranje.

i doprinosi. Zaposleni u „sivoj” zoni i njihovi prihodi, kao i prihodi formalno zaposlenih iznad novčane sume na koju su zvanično „prijavljeni” ne mogu se podvesti pod oznaku „registrovani” i predmet su posebnih statističkih istraživanja (anketa o životnom standardu, anketa o radnoj snazi, anketa o potrošnji stanovnika, itd.).

Izvor podataka o registrovanom broju zaposlenih i njihovim zaradama je RZS. Ova dva agregata posmatraju se zajedno, pre svega zato što se obezbeđuju putem istog statističkog istraživanja.

Mesečni podatak o prosečnoj zaradi u Srbiji dobija se na osnovu mesečnih izveštaja preduzeća --tzv. „Mesečni izveštaj o zaposlenima i o zaradama zaposlenih RAD-1”. Preduzeća na kraju meseca^{b)} dostavljaju popunjen obrazac koji im šalje RZS, i koji sadrži podatak o masi zarada koje je preduzeće isplatilo u tom mesecu, broju zaposlenih po „kadrovskoj evidenciji” tj. onih koji su formalno zaposleni u preduzeću bez obzira da li su primili zaradu ili ne, i broju zaposlenih koji jesu primili zaradu u tom mesecu. Zvaničan podatak o prosečnoj mesečnoj zaradi na republičkom nivou (bez Kosova) izračunava se tako što se ukupna masa isplaćenih zarada dobijenih na osnovu mesečnih izveštaja RAD-1 deli sa ukupnim brojem formalno zaposlenih (prema podacima kadrovske evidencije) u preduzećima koja dostavljaju obrazac, dakle, bez obzira na to da li su svi oni u tom mesecu zaradu i primili^{c)}.

Ne šalje se svim preduzećima i institucijama obrazac RAD-1. Mesečni izveštaj RAD-1 je u stvari podskup ukupnog broja zaposlenih u svim preduzećima, ustanovama, zadrugama i organizacijama upisanih u Jedinствeni registar razvrstavanja². Trenutno preduzeća koja dostavljaju popunjeni obrazac, tj. kojima se mesečni izveštaj šalje³ broje nešto više od jedan milion zaposlenih (Tabela L1-1, kolona 7).

Svim pravnim licima pitanja o zaposlenima i njihovim zaradama se upućuju polugodišnje, putem obrasca *Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i o zaradama zaposlenih RAD-1/P* koji se prikuplja dva puta godišnje sa stanjem 31. mart i 30. septembar (Tabela L1-1, kolona 10). Pored podataka koje sadrži mesečni upitnik, ovaj izveštaj sadrži detaljnije podatke kao što je pol, stepen stručne spreme zaposlenih i broj zaposlenih prema visini plate. Polugodišnji obrazac se očigledno šalje svim preduzećima i institucijama iz Registra (u metodologiji piše da se ide do potpunog obuhvata^{d)} ali, po svemu sudeći, odgovor se dobija za dodatnih 100 hiljada zaposlenih u odnosu na mesečni uzorak (Tabela L1-1, kolona 10)⁴.

b) Tačnije, do 07. u mesecu za prethodni mesec.

c) Metodološke informacije o istraživanjima o zaposlenima i zaradama zaposlenih, RZS, Beograd, 2005.

d) Treba imati u vidu da se i pod terminom „potpuni obuhvat” ne podrazumevaju zaposleni kod fizičkih lica.

2 „Jedinствeni registar razvrstavanja” ili „Registar preduzeća i ustanova” je tipičan administrativni registar u kome se beleže jedinice onako kako su konstituisane u administrativnim izvorima (Miladin Kovačević, „Statistički sistem u kontekstu tranzicije i približavanja Evropskoj uniji”, *Srbija i Crna Gora na putu ka Evropskoj uniji* (zbornik radova), Evropski pokret u Srbiji, Beograd 2003). Ovaj registar predstavlja okvir za izbor uzorka za razna statistička istraživanja. Iz opisa Metodologije (2005) nije sasvim jasno koja su to preduzeća (koja zapošljavaju 70% zaposlenih iz Registra) kojima se šalje mesečni obrazac - kaže se da je princip za izbor jedinica veličina organizacije (prema broju zaposlenih) i da su jedinice birane „od većih ka manjim”. Takođe, u metodologiji se navodi da se mesečno istraživanje RAD-1 sprovodilo na oko 13.500 jedinica što je činilo oko 75% zaposlenih, ali da je od januara 2005. godine ovaj obuhvat racionalizovan i sada se sprovodi na obuhvatu od oko 8500 izveštajnih jedinica, što je oko 72% od ukupnog broja zaposlenih u preduzećima, ustanovama, zadrugama i organizacijama (Metodološke informacije o istraživanjima o zaposlenima i zaradama zaposlenih, RZS, Beograd, 2005). Nije međutim sasvim jasno kako je ovako značajno smanjenje izveštajnih jedinica dovelo do smanjenja broja zaposlenih u uzorku sa 75 na samo 72%.

3 Slanje i dostavljanje obrazaca koristi se kao sinonim pošto ne postoji informacija o tome koji procenat preduzeća, tj. zaposlenih u preduzećima kojima se mesečni obrazac šalje redovno, odgovara. Prema Zakonu o statističkim istraživanjima „Službeni glasnik RS”, br. 83/92, 53/93, 67/93, 48/94 preduzeća su obavezna da dostavljaju tražene informacije „Preduzeće, ustanova, državni i drugi organ ili drugo pravno lice i fizičko lice dužno je da Zavodu i licu koje je on ovlastio, u određenom roku i bez naknade, popuni tačne podatke o pojavama koje su na osnovu ovog zakona utvrđene kao predmet statističkih istraživanja i da im omogući poveravanje datih podataka”. Sankcija je očigledno propisana još 1994. godine i iznosi „10.000 novih dinara”, i očigledno se ne sprovodi. Informacije iz RZS govore da ukoliko preduzeća ne pošalju obrazce, pozivaju se telefonom, te se na kraju odgovori prikupe.

4 Pretpostavka je da se statističko saopštenje ZP12 - Zaposleni prema visini zarade i stepenu stručne spreme izvodi iz polugodišnjeg istraživanja RAD-1, obzirom da izlazi polugodišnje i obezbeđuje podatke o stepenu stručne spreme zaposlenih i broju zaposlenih prema visini plate, što su pitanja koja se upućuju polugodišnje.

Tabela L1-1. Srbija: Broj zaposlenih u hiljadama, 2000–2005.

	Ukupan broj zaposlenih i preduzetnika	Zaposleni kod pravnih lica	RAD-15			Ukupan broj zaposlenih radnika	RAD-1			RAD-1/P		FREN - procena	
			Ukupno	Privatni preduzetnici	Zaposleni kod njih		Formalno zaposleni (tzv. kadrovska evidencija)	Radnici koji su primili platu	Radnici koji nisu primili platu	Ukupno	Radnici koji su primili platu	Ukupno	Ukupan broj zaposlenih radnika
	1 (=2+3)	2	3	4	5	6 (=2+5)	7	8	9	10	11	12	13
2000	2.097	1.786	311	170	141	1.927	..	..	..	..	..	2.187	2.017
2001	2.102	1.752	349	182	167	1.919	1.420	1.203	233	..	..	2.191	2.009
2002	2.067	1.677	390	190	200	1.876	1.334	1.150	184	1.459	199	2.156	1.966
2003	2.041	1.612	430	200	230	1.842	1.268	1.068	200	1.384	224	2.132	1.932
2004	2.050	1.580	471	209	262	1.841	1.201	1.022	179	1.314	200	2.140	1.931
2005	2.069	1.547	522	229	292	1.839	1.099	937	162	..	..	2.153	1.924
2001													
III	2.109	1.768	341	181	160	1.928	1.436	1.215	221	..	..	..	..
IX	2.098	1.740	358	184	174	1.914	1.410	..	..	..	..	1.410	..
2002													
III	2.087	1.709	378	186	192	1.901	1.361	1.167	194	1.486	206	..	..
IX	2.046	1.645	401	195	206	1.851	1.308	1.133	176	1.431	192	..	..
2003													
III	2.046	1.628	418	198	220	1.848	1.283	1.068	215	1.400	238	..	..
IX	2.036	1.595	441	202	239	1.834	1.251	1.056	195	1.367	210	..	..
2004													
III	2.065	1.601	464	208	255	1.856	1.213	1.028	186	1.327	200	..	..
IX	2.037	1.560	477	210	267	1.827	1.190	1.005	184	1.300	200	..	..
2005													
III	2.070	1.557	513	228	285	1.842	1.125	960	165	1.288	191	..	..
IX	2.067	1.536	531	230	300	1.836	1.087	958	129	..	..	..	..

Napomene po kolonama:

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

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

2) Zaposleni kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije, ustanove). Procenjuje se na osnovu mesečnog izveštaja RAD-1 i Ankete za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1. Podaci ove ankete se ne objavljuju, ali je to očigledno razlika između kolone 2 i kolone 10.

IZVOR: Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i o zaradama zaposlenih RAD-1/P (kolona 10) i Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1.

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

4) Preduzetnici (vlasnici radnje).

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

IZVOR: Polugodišnji izveštaj o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15.

6) Ukupno zaposleni radnici – i kod pravnih i fizičkih lica (kolona 2 + kolona 5).

IZVOR: Mesečni izveštaj o zaposlenima i o zaradama zaposlenih RAD-1 Mesečni izveštaj o zaposlenima i o zaradama zaposlenih RAD-1; Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1, Polugodišnji izveštaj o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15.

7, 8, i 9) Podaci se odnose na mesečni izveštaj RAD-1.

10 i 11) Podaci koji se odnose na polugodišnji izveštaj RAD-1-P (pretpostavka).

IZVOR: Saopštenje ZP-12= Zaposleni prema visini zarade i stepenu stručne spreme.

12 i 13) Procena ukupnog broja zaposlenih (sa preduzetnicima) i broja formalno zaposlenih radnika u Srbiji. Oba podatka uključuju i zaposlene u MUP-u i Vojsci (90.000 od 2001 do 2004. i 85.000 u 2005).

S obzirom da je odgovor na taj obrazac nepotpun, polugodišnje istraživanje na osnovu obrasca RAD-1 dopunjuje se sa još dva izvora. Prvi je Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1 koja je uvedena pošto je primećeno da veliki broj manjih preduzeća ne dostavlja polugodišnji izveštaj⁵. Pomoću ove Ankete obezbeđuje se ocena broja zaposlenih u preduzećima i drugim organizacijama koje imaju manje od 50 zaposlenih, a koje nisu obuhvaćene redovnim polugodišnjim izveštajem (RAD-1), tj. koje ga nisu dostavile. Ocene se dobijaju na osnovu stratifikovanog prostog slučajnog uzorka, obima 350–400 jedinica⁵. Drugi izvor je Polugodišnji izveštaj o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15⁶. Ovim izveštajem se

5 Broj preduzeća koji predstavljaju okvir (tj. populaciju) za izbor uzorka Ankete, formiranom na osnovu završnih računa 2003, iznosi 48.000 preduzeća, ustanova i drugih organizacija u kojima je tada bilo 217.777 zaposlenih. To su preduzeća koja imaju manje od 50 zaposlenih, jesu predala završni račun (dakle aktivna su) a nisu predala RAD-1. Stratifikacija se vrši prema teritoriji (Srbija i Vojvodina), prema oblasti delatnosti (grupisane u 3 klase) i prema veličini preduzeća (zaposleni kao kriterijum – 5 grupa); što je ukupno 30 stratuma. Nije međutim jasno da li postoji i kako se rešava problem preduzeća koja imaju više od 50 zaposlenih a ne šalju izveštaje, ali po svemu sudeći RZS uspeva da dobije informaciju o broju zaposlenih.

6 Preduzetnik jeste fizičko lice koje, radi sticanja dobiti, osniva radnju i neposredno obavlja delatnost. Za obavljanje delatnosti, preduzetnik osniva radnju odnosno odgovarajući oblik poslovanja (radionica, kancelarija, biro, servis, agencija, studio, pansion, apoteka, ordinacija i sl.). U ovu kategoriju ulaze i strana predstavništva.

e) Ova Anketa se sprovodi od marta 1997. pošto je uočeno da se redovnim statističkim istraživanjima kojima se zaposlenost prati putem izveštaja preduzeća ne obuhvata u dovoljnoj meri privatni sektor.

pokriva deo privrede koji se ne nalazi u registru (preduzetnici, slobodni umetnici, advokati, itd). Izveštaj priprema Fond za zdravstveno osiguranje na osnovu svoje evidencije o aktivnim osiguranicima, takođe sa stanjem na dan 31. mart i 30. septembar (Tabela L1-1, kolona 3).

Ukupan broj zaposlenih u određenoj godini dobija se kao zbir podataka o broju zaposlenih dobijenom na osnovu tri izvora: Polugodišnjeg RAD-1/P izveštaja, Ankete za dopunu polugodišnjeg izveštaja i Polugodišnjeg izveštaja o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15 (Tabela L1-1, kolona 1). Važno je napomenuti da ni jedan od ovih izvora ne obuhvata jedinice Ministarstva unutrašnjih poslova, Ministarstva odbrane i Vojsku SCG, što je izričito napomenuto u metodologiji RZS⁷. Procena je da je u ovim institucijama zaposleno negde oko 85.000 u 2005, što daje ukupan broj zaposlenih u Srbiji od 2.153 ili 1.924 miliona zaposlenih radnika (Tabela L1-1, kolone 12 i 13)⁷. Kada se ovako dobijen broj zaposlenih u Srbiji uporedi sa neformalnim podatkom iz poreske uprave za 2004. godinu⁸, razlika je manja od jedne hiljade zaposlenih. Čak se i ova mala razlika može objasniti brojem zaposlenih u predstavništvima naše zemlje u inostranstvu, koje RZS takođe ne registruje. Dakle, RZS svojim istraživanjima skoro sasvim precizno pokriva formalno zaposlene u Srbiji.

f) Pretpostavljamo da razlog zašto ove institucije nisu obuhvaćene datira iz ranijih perioda, kada su informacije o njima predstavljale neku vrstu državne tajne.

3. Kretanje registrovane zaposlenosti i zarada u periodu 2001-2005.

Prema podacima zvanične statistike, registrovan broj zaposlenih se u periodu od 2001-2005. nije se značajno smanjio (manje od 3% ili za oko 50.000) iako se mogao očekivati veći pad zaposlenosti s obzirom na početak procesa privatizacije i restrukturiranja preduzeća od 2001.

Za tu pojavu postoji nekoliko razloga. Prvo, registrovan broj zaposlenih se od kraja 80-tih do početka reformi već donekle smanjio - za oko 15% (sa 2,5 miliona zaposlenih u 1989. na oko 2,1 milion u 2000.). Iako se i u ovom periodu mogao očekivati još dramatičniji pad (imajući u vidu razorenu privredu pod sankcijama), očigledno da je samo jedan deo viška zaposlenih iz društvenog sektora otpušten, a dobar deo je u najgorim godinama bio na prinudnim odmorima, a potom se vratio u preduzeća.

Trend otpuštanja zaposlenih u društvenom sektoru je nastavljen nakon 2000. Međutim, paralelno se povećavao broj zaposlenih u tzv. sektoru preduzetnika tj. kod „fizičkih lica” (male privatne radnje, SUR, SZR, STR, agencije, itd.). Od 2005. broj zaposlenih u ovom delu privrede iznosi preko pola miliona⁹. Dakle, pad zaposlenih u društvenom sektoru kompenzovan je razvojem i/ili formalizacijom ovog dela privrede (Tabela L1-1, kolone 2 i 3).

Konačno, otpuštanja većeg obima tek se očekuju jer je najavljeno restruktuiranje velikih javnih i društvenih preduzeća i smanjenje zaposlenih u državnoj administraciji. Ostaje da se vidi da li će ova nova optuštanja dovesti do pada ukupne zaposlenosti, ili će se samo opet menjati struktura zaposlenosti.

Tokom celog perioda zarade koje statistika objavljuje su realno rasle, posebno u prve dve godine ali i kasnije, doduše sa tendencijom usporavanja. Sve vreme su stizala upozorenja da zarade rastu brže od produktivnosti^g.

Statistički podatak o zaradama odnosi se samo na *registrovane (formalne) zarade*. Da bi se jasnije i i pouzdanije mogao sagledati problem praćenja zarada, uvodimo sledeću notaciju:

$$W = W_r + W_t$$

Stvarna masa zarada u privredi (W) sastoji se od registrovanog dela (W_r), (koji se uplaćuje na tekući račun) koji poslodavac prijavljuje poreskoj upravi i za koji uplaćuje doprinose, i dopunskog dela koji isplaćuje u gotovini (W_t).

7 Oko 45,000 zaposlenih u MUP, u vojsci (deo koji se odnosi na Srbiju) procenjuje se da je bilo nešto više od 45,000 zaposlenih, ali je u 2005. bilo značajnih otpuštanja (5000–6000) tako da trenutno na teritoriji Srbije ima oko 40,000 zaposlenih u vojsci.

8 Podaci iz poreske uprave dobijeni na osnovu PPP obrazaca se još uvek zvanično ne objavljuju.

9 U isto vreme, tj. u periodu 2000-2005 iako nije bilo značajnijeg pada zaposlenosti, broj registrovanih nezaposlenih na tržištu rada se povećao sa 722.000 u 2000. na 992.000 u 2005. godini. Ovo ukazuje na trend formalizacije participacije na tržištu rada – sa oko 2,8 miliona formalno aktivnih (bez poljoprivrednika) u 2000. na preko 3 miliona u 2005.

g) Npr. u nizu brojeva MAT-ova (tada MAP), Ekonomski pregled (razni brojevi), zatim Gorana Krstić „Labor Markets in Serbia and Montenegro”, analiza za WB Country Economic Memorandum, itd.

Statistika prati samo registrovane zarade (Wr), tj. ocenjuje prosečnu registrovanu zaradu prateći podskup RAD-1 koga možemo nazvati „tradicionalnim sektorom” (Wr^i). Registrovane tj. formalne zarade u preostalom velikom delu privatnog sektora i kod fizičkih lica, koga možemo nazvati „novim sektorom” (Wr^j), statistika ne registruje. Dakle RZS registruje samo podskup Wr^i (pretpostavljamo radi pojednostavljenja da Statistika registruje tačne, stvarne pokazatelje u podskupu preduzeća i), dok fiskalni podaci se odnose na ukupni Wr .

$$W = (Wr^i + Wr^j) + (Wt^i + Wt^j)$$

Dodatni deo Wt se najvećim delom odnosi na „novi sektor”, jer za tradicionalni (društveno-državni) sektor nije karakteristično dopunjavanje zarada u gotovini, znači $Wt^i \rightarrow 0$. O delu Wt^j nemamo podatke, i one i nisu predmet našeg istraživanja.

Dakle, kada posmatramo „sektorski”, možemo reći da je stvarna plata u „tradicionalnom sektoru” $W^i = Wr^i$, a u „novom sektoru” $W^j = Wr^j + Wt^j = \rho W^i + (1-\rho)W^j$, gde je ρ učešće registrovanih plata u ukupnim.

Prosečnu platu koja je ocena prosečne registrovane plate u Srbiji (\hat{w}_r), RZS računa na osnovu

$$\text{podskupa } Wr^i: \hat{w}_r = \bar{w}_r^i = \frac{W_r^i}{n^i} = \frac{\sum_{i=1}^{n_{ip}} W_{rip}}{n_p^i + n_o^i} = p \cdot \bar{w}_{rp}^i$$

gde je \bar{w}_r^i - prosečna plata na podskupu RAD-1, Wr^i -masa plata na podskupu RAD-1 (koja je jednaka sumi isplaćenih plata), n^i - ukupan formalan broj radnika na podskupu RAD-1 od kojih n_p^i - radnici na podskupu RAD-1 koji primaju platu, a n_o^i - radnici na podskupu RAD-1 koji ne primaju platu, ρ - učešće broja radnika „i” koji su primili platu u ukupnom broju zaposlenih u

tradicionalnoj industriji ($p = \frac{n_p^i}{n_p^i + n_o^i}$); konačno, \bar{w}_{rp}^i prosečna stvarno isplaćena zarada na

$$\text{podskupu RAD-1 je definisan kao } \bar{w}_{rp}^i = \frac{W_r^i}{n_p^i} = \frac{\sum_{i=1}^{n_{ip}} W_{rip}}{n_p^i}$$

za koju smo pretpostavili da tačno odgovara prosečnoj stvarno isplaćenoj zaradi u sektoru i.

U tom slučaju je stvarna prosečna registrovana isplaćena zarada u privredi

$$\bar{w}_{rp} = \bar{w}_{rp}^i \cdot \frac{n_p^i}{n_p} + \bar{w}_{rp}^j \cdot \frac{n_p^j}{n_p}$$

gde je n_p ukupan broj radnika koji su primili platu, a n_p^j broj onih koji su primili platu u „novoj privredi”.

Jasno je da

$$\frac{\hat{w}_r}{\bar{w}_{rp}} = \frac{p \cdot \bar{w}_{rp}^i}{\bar{w}_{rp}^i \cdot \frac{n_p^i}{n_p} + \bar{w}_{rp}^j \cdot \frac{n_p^j}{n_p}} = p \cdot \frac{\bar{w}_{rp}^i}{\mu_p^i \cdot \bar{w}_{rp}^i + \mu_p^j \cdot \bar{w}_{rp}^j}$$

Gde je μ_p^i - učešće isplaćenih radnika u sektoru i u ukupnom broju isplaćenih radnika, a μ_p^j - učešće isplaćenih radnika u sektoru j u ukupnom broju isplaćenih radnika

U Tabeli L1-2 prikazano je kretanje registrovane prosečne zarade (\bar{w}_r^i) koju statistika objavljuje i koja predstavlja ocenu kretanja prosečne registrovane zarade (\hat{w}_r). Prikazane su i stvarno isplaćene plata, koje se inače u redovnim saopštenjima i publikacijama RSZ ne objavljuju. U prve dve godine reformi statistika je zabeležila rast neto zarada od preko 40% realno u 2002. u odnosu na 2001. Realni rast zarada nastavljen je i u narednim godinama, doduše sa tendencijom usporavanja (neto zarade su porasle za blizu 14% u 2003, oko 10% u 2004. i 6,6% u 2005).

Tabela L1-2. Srbija: Zarade zaposlenih, 2001-2005²⁾

	Objavljene plate (zvanična statistika) - \overline{W}_n						Isplaćene plate - \overline{W}_{np}					
	Bruto zarade			Neto zarade			Bruto zarade			Neto zarade		
	dinari	nom.	realni	dinari	nom.	realni	dinari	nom.	realni	dinari	nom.	realni
2001	8.739	229,6	118,8	5.375	225,0	116,4	..	..	..	..	..	..
2002 (I-V)	11.799	173,7	133,4	8.187	193,1	148,3	13.782	161,5	124,0	9.564	188,9	145,1
2002	1.326	151,7	130,1	9.208	171,3	146,9	15.419	..	..	10.705	..	..
2003	16.612	125,3	114,0	115	124,9	113,6	19.724	127,9	116,3	13.654	127,5	116,0
2004	20.555	123,7	111,1	14.108	122,7	110,1	24.156	122,5	110,3	16.579	121,4	109,3
2005	25.514	124,1	106,8	17.478	123,9	106,6	29.287	121,2	104,3	20.022	120,8	103,9

Izvor: RZS - Mesečni izveštaj RAD-1.

Napomena: Od juna 2001. RZS zvanično prati bruto zarade, a od januara 2002. neto plata se prati sa proširenom osnovicom.

Najveći deo izuzetno visokog rasta zarada u prve dve godine može se pripisati fiskalnoj reformi iz juna 2001, tj. fiskalnom rasterećenju zarada i prelasku na sistem bruto zarada. Fiskalno opterećenje zarada je od juna 2001. značajno smanjeno - nominalno sa preko 100% na oko 71% (u neto iznosima). Međutim, kako je poreska osnovica proširena (uključen je topli obrok, regres za godišnji odmor i terenski dodatak) to rasterećenje efektivno je bilo manje, oko 12 procentnih poena, ali i dalje vrlo značajno¹⁰.

Proširenje osnovice prelaskom na sistem bruto zarada dovelo je do statističkog rasta zarada, bez suštinskog povećanja troškova rada. Na primer, samo uključenje toplog obroka u zaradu - koji je do tada iznosio do 25% prosečne neto zarade u privredi - dovelo je upravo do tolikog statističkog rasta neto zarada. Pored toga, očigledno da je fiskalno rasterećenje iskorišćeno za povećanje zarada. To znači da statistički porast neto zarade od preko 30% za poslodavca suštinski nije predstavljalo povećanje troškova radne snage^{h)}. Poslodavac bi i dalje trošio istu sumu novca na radnika. Statističko povećanje neto zarade je najvećim delom predstavljalo čisto obračunsku kategoriju, a manjim delom (oko 5%) prelivanje novca iz države u džep radnika. Očigledno je da su poslodavci (u tom trenutku najveći deo preduzeća bio je u društvenoj i državnoj svojini) iskoristili smanjenje opterećenja za povećanje plata, te je „realni rast zarada rezultat jednokratno smanjenog fiskalnog opterećenja zarada”ⁱ⁾. Ovo se najbolje vidi kada poredimo prvih pet meseci 2002. sa referentnim periodom prethodne godine - realni rast od 48% neto zarada najvećim delom može se objasniti statističkim efektom (bar 30%)^{j)}. Zapravo, i nije uputno govoriti o rastu zarada u odnosu na 2001. pošto su to prosto neuopredivi pojmovi.

Takođe, od juna 2001. značajno su povećavane minimalne osnovice za osam kategorija kvalifikacija. Nominalni rast osnovica od 21. maja 2001. do 1. juna 2002. iznosio je 85%. Konačno, rast zarada je i posledica fiskalnog prilagođavanja koje je omogućio redovnu isplatu i povećanje zarada onima koji se finansiraju iz budžeta (posebno zaposleni u zdravstvu i obrazovanju). Ovo povećanje vidi se i iz fiskalnih računa - u 2002. rashodi za zaposlene svoje učešće povećavaju sa oko 9% u 2001. na preko 10% BDP-a^{k)}.

Prema tome, izuzetno visok statistički rast zarada u 2001. i 2002. godini najvećim delom, na jedan ili drugi način, oslikava proces fiskalizacije.

Međutim, trend realnog rasta zarada nastavljen je i u narednim godinama. Zarade jesu realno rasle, ali postoji mogućnost da je ovaj rast iz metodoloških razloga ipak donekle precenjen. Obim „uzorka” tj. podskupa na kome se zarade prate je i više nego dovoljan. Problematična je, međutim, njegova priroda.

¹⁰ Kada se uključi prosečan iznos toplog obroka od 25% prosečne neto plate, prosečna neto plata u Srbiji je do juna 2001. u stvari bila opterećena sa 82,74% dažbina (a ne 103,43%), tako da je efektivno rasterećenje prosečne plate bilo praktično nešto više od 10 procentnih poena - sa oko 83% na oko 71%. Rasterećenje je bilo daleko veće za one sa većim platama. Na primer, za radnika koji je imao platu u visini dve prosečne plate u Srbiji, rasterećenje je iznosilo oko 20% (sa oko 92% na 71% neto iznosa), a za platu u visini tri prosečne sa 95,6 na 71%, itd. Obrnuta je situacija sa granama gde su plate bile vrlo niske, i gde je topli obrok iznosio i oko polovine neto zarade. Ovaj deo privrede je fiskalnom reformom bio dodatno opterećen, a posebno kada se uzme u obzir povećanje 8 minimalnih osnovica.

h) Ovdje je uzeto u obzir proširenje osnovice samo za topli obrok. Uključenjem regresa i terenskog dodatka u osnovicu dobio bi se još veći procenat proširenja osnovice.

i) Ekonomski pregled, oktobar 2001

j) Poredi se prvih pet meseci 2002. sa istim periodom prethodne godine kada još nije bio uveden sistem bruto plata.

k) Naravno, ova cifra jednim delom „obuhvata” i povećanje broja zaposlenih u državnom sektoru.

l) Na početku perioda koji posmatramo, u 2001, ovaj uzorak je obuhvatao 74% zaposlenih radnika.

Kao što je već objašnjeno, visina i kretanje zarada prati se samo na preduzećima i ustanovama iz mesečnog uzorka RAD-1. Ova preduzeća, ustanove i organizacije sada pokrivaju oko 65% zaposlenih radnika (tj. onih koji primaju platu, ne računajući same preduzetnike tj. vlasnike radnji).¹⁾ Iz prethodno opisane metodologije praćenja zarada jasno je da se zarade uopšte ne prate u jednom specifičnom i „novom” segmentu privrede a to su zaposleni kod tzv. fizičkih lica tj. STR, SUR, SZR (ali i agencija, stranih predstavništva itd.) koji se sve brže razvija. Takođe, zarade se ne prate ni kod preduzeća koja se snimaju Anketom za dopunu- mala preduzeća sa do 50 zaposlenih, koja su aktivna ali ne šalju izveštaj RAD-1¹¹. Ova preduzeća mahom su u privatnoj svojini. Iz ovoga sledi da je mesečni RAD-1 pristrasan prema preduzećima koja su na početku „reformskog” perioda bila uglavnom u društvenoj i državnoj svojini.

Tu sumnju potvrđuje poređenje podataka iz uzorka RAD-1 i finansijskih izveštaja preduzeća. Ukupan broj zaposlenih u ova dva izvora slučajno je približno jednak. Državne institucije i ustanove ne podnose finansijske izveštaje. S druge strane, sva preduzeća koja ih podnose nisu obuhvaćena mesečnim uzorkom RAD-1. Otuda značajna razlika u broju zaposlenih u privatnom sektoru koji se prati u uzorku i broju zaposlenih u privatnim preduzećima koja predaju finansijske izveštaje, što potvrđuje pretpostavku da uzorak prati samo jedan manji deo privatnih preduzeća (Tabela L1-3)^{m)}. U tu grupu spadaju ili uspešnija preduzeća ili preduzeća koja su iz jednog ili drugog razloga odlučila da registruju veći deo zarade, s obzirom na to da je prosečna plata privatnih preduzeća u uzorku svih godina značajno viša u odnosu na finansijske izveštaje (osim u 2004. koja nije uporediva).

m) Takođe, iz opisa metodologije nije sasvim jasno šta se dešava sa preduzećima koja imaju više od 50 zaposlenih a ne šalju redovno RAD-1.

Tabela L1-3. Srbija: Zaposleni i zarade prema svojini, 2001-2005

	Uzorak (RAD-1)				Finansijski izveštaji			
	privatna svojina	mešovita svojina	ostalo	ukupno	privatna svojina	mešovita svojina	ostalo	ukupno
broj zaposlenih (u 000)								
2001 ¹⁾	32	339	996	1.367	235	469	643	1.347
2002	33	311	950	1.295	263	429	601	1.293
2003	68	367	798	1.233	334	404	479	1.217
2004	91	344	733	1.168	408	372	404	1.183
prosečna neto plata								
2001 ¹⁾	7.239	6.606	7.144	7.017	4.939	7.264	7.140	6.799
2002	9.421	8.491	9.917	9.237	7.344	10.803	10.181	9.810
2003	11.790	10.815	13.366	11.537	9.539	13.160	12.707	11.988
2004	13.887	13.294	14.469	14.150	13.320	19.378	17.571	16.673
prosečna bruto plata								
2001 ¹⁾	10.374	9.485	10.274	10.087	7.234	10.502	10.288	9.830
2002	13.592	12.245	13.602	13.298	10.620	15.364	14.506	13.999
2003	16.958	15.642	17.049	16.665	13.746	18.682	18.211	17.143
2004	20.095	19.387	21.210	20.617	18.056	25.770	24.227	22.585

Izvor: RZS i Centar za bonitet.

1) Podaci iz uzorka RAD-1 za 2001 su prosek jun-decembar.

Napomene:

- Uzorak RAD-1 prikazan u ovoj Tabeli (dezagregiran po svojini) broji nesto manje zaposlenih nego što pokazuju podaci iz Tebele L1-1. Reč je o različitom izvoru iz RZS u ovoj tabeli. Ova razlika u 2005 (koja u Tabeli L1-4 nije prikazana pošto još nema uporedivih podataka iz finansijskih izveštaja) nestaje.

- Podaci iz finansijskih izveštaja za 2004. nisu uporedivi pošto je u stavku zarade od 2004. uključen deo koji se odnosi na troškove doprinosa na teret poslodavca i na troškove naknada (po autorskim ugovorima i ugovorima o privremenim i povremenim poslovima).

¹¹ Anketa za dopunu polugodišnjeg RAD-1 služi isključivo kao izvor za podatak o registrovanom broju zaposlenih, ali ne daje informaciju o visini zarada kod ovih preduzeća. Zapravo, u samom upitniku postoji rubrika zarade zaposlenih, ali se ona ili uopšte ne popunjava, ili se podaci dobiju ali se ne obrađuju.

Takođe, ukoliko posmatramo sam uzorak RAD-1 vidimo da je došlo do značajnog pada zaposlenih – 26% manje zaposlenih na kraju 2005. u odnosu na početak 2001. (Tabela L1-4, kolona 3). Učešće zaposlenih u javnom sektoru u ukupnom uzorku se povećao sa oko 37% u 2001. na blizu 55% u 2005, što znači da je obračun plata koji daje zvanična statistika velikim delom određena kretanjem zarada u javnom sektoru.

To rađa sumnju da je rast zarada u nekoj meri preceñjen usled smanjenja broja zaposlenih tj. verovatno natprosečnog povećanja produktivnosti u „uzorku”. Pad broja zaposlenih u „uzorku” značajno je uticao na povećanje prosečne bruto zarade. Masa zarada u „uzorku” rasla je umerenije, a u 2005. je čak realno pala. Ovo ne bi bilo sporno da je pad zaposlenosti u „uzorku” u skladu sa padom zaposlenosti u celoj privredi. Onda bi se moglo reći da je rast prosečnih zarada u Srbiji posledica smanjenja broja zaposlenih tj. povećanja produktivnosti. Ali, u posmatranom periodu registrovani broj zaposlenih u Srbiji nije se značajno smanjio (Tabela L1-4, kolone 3 i 5).

Tabela L1-4. Srbija: Zarade i zaposleni (RAD-1), indeksi, 2002-2005

	Prosečna mesečna bruto zarada		Masa bruto plata (uzorak)		Zaposleni u uzorku	Zaposleni u uzorku koji nisu primili platu	Ukupno zaposleni ¹⁾
	nominalni	realni	nominalni	realni			
	1	2	3	4	5	6	7
2002 I-V	173,7	133,4	165,0	126,8	95,0	84,4	99,1
2002	151,7	130,1	143,3	122,9	93,9	79,1	97,7
2003	125,3	114,0	119,1	108,3	95,1	108,4	98,2
2004	123,7	111,1	117,1	105,2	94,7	89,5	100,0
2005	124,1	106,8	114,1	98,2	91,5	90,5	99,9
dec 05/jan 01	529,4	238,5	392,0	176,3	74,0	49,2	94,7

Izvor: RZS, Mesečni izveštaj RAD-1.

1) Ukupno zaposleni radnici (bez samozaposlenih tj. preduzetnika).

Pretpostavku da je rast zarada donekle preceñjen potkrepljuju fiskalni podaci. Očekivani rast mase zarada imajući u vidu statističke podatke (proizvod broja zaposlenih i prosečne zarade), svih posmatranih godina zapravo bio za nekoliko procentnih poena viši od rasta mase zarada koja se može izvesti iz poreza na zaradu (Tabela L1-5)¹². Štaviše, ako za pokazatelj produktivnosti rada koristimo bruto domaći proizvod (BDP) po zaposlenom, dolazimo do zaključka da registrovane zarade, na koje se plaća porez (W) nisu rasle brže od produktivnosti.ⁿ⁾ Učešće mase zarada (izračunate na osnovu uplaćenog poreza na zaradu) u BDP-u se u stvari smanjivalo tokom godina.

Tabela L1-5. Srbija: Različita kretanja mase zarada , 2001-2005

	Masa (bruto) zarada – izvedena iz statistika ¹⁾				Masa (bruto) zarada – izvedena iz poreza na zarade			
	u 000 din	nominalni	realni	% u BDP	u 000 din	nominalni	realni	% u BDP
2001	201.262.666	228,7	118,3	28,4	..	..	..	..
2002	298.477.296	148,3	127,2	32,5	333.124.507	166,4	142,7	36,2
2003	367.111.910	123,0	111,9	33,5	391.657.571	117,6	107,0	35,8
2004	454.125.726	123,7	111,0	34,9	462.905.007	118,2	106,1	35,6
2005	560.368.368	123,4	106,2	35,0	564.699.486	122,0	105,0	35,3

Izvor: RZS i Ministarstvo finansija RS.

1) Masa bruto zarada je hipotetička veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih prema RSO (Tabela L1-1, kolona 6) i prosečne bruto plate (Tabela L1-2, kolona 1).

2) Masa bruto zarada iz poreza izvedena je na osnovu mase uplaćenog poreza na zaradu koji predstavlja 14% bruto plate. Vrednost nije izvedena za 2001. godinu pošto osnovica za porez nije bila bruto zarada (već bruto zarada umanjena za garantovanu zaradu). Ova vrednost je viša od hipotetičke mase bruto plata (kolona 2) obzirom da statistika ne registruje zaposlene u MUP-u i vojsci.

Zanimljivo je i da se hipotetička masa zarada (izvedena na osnovu statističkih podataka), koja je

¹² Podsećamo da je ovde reč o podacima iz registrovane zaposlenosti, te ovakve razlike ne treba mešati sa problemom plaćanja radnika u gotovini, dodacima na prijavljene plate, ili sa radom na „crno”. Iako RZS i Poreska uprava nisu povezani, polazimo od pretpostavke da poslodavci ne bi ni statističkom zavodu prijavljivali deo zarada koji se plaća „na crno”.

n) Preciznije bi bilo gledati BDP stvoren van poljoprivrede po radniku, ali to donekle komplikuje računicu. Dodajmo i to da su dosadašnji radovi na ovu temu koristili BDP po zaposlenom.

početkom posmatranog perioda niža od mase bruto plata iz poreza, sada skoro sasvim približila masi zarada iz poreza (Tabela L1-5). Razlika između ova dva izvora, koja se inače objašnjava izostavljanjem zaposlenih koje ne prati statistika (MUP, Vojska SCG) iz mase bruto zarada izvedene iz statistike, sada se skoro sasvim smanjila. To ukazuje da su zvanični podaci o zaradama preceñjivani tokom godina¹³.

Preceñjivanje rasta, pa tako i nivoa zarada, jasnije se vidi u Tabeli L1-6). Kada se prosečna zarada rekonstruiše na osnovu poreza na zaradu i uporedi sa zvaničnom statistikom, vidimo da je u 2002. prosečna zvanična zarada \overline{w}_r^i bila potceñjena, ali kako je vremenom rast plata preceñjivan, tako je i nivo prosečne plate od 2004. preceñjen.

Tabela L1-6. Srbija: Zarade i zaposleni - komparacija „Tradicionalni“ i „Novi sektor“, 2002-2005

	Ukupne registrovane zarade - W_r i $\overline{w}_r^{(1)}$			„Tradicionalni sektor“ (RAD-1) - W_r i $\overline{w}_r^{(2)}$			„Novi sektor“ (van obuhvata RAD-1) - W_r ³⁾		
	u 000 dinara	nominalno	realno	u 000 dinara	nominalno	realno	u 000 dinara	nominalno	realno
masa (bruto) zarada									
2002	333.124.507	..	..	212.318.417	..	..	120.806.090	..	..
2003	391.657.571	117,6	107,0	252.773.573	119,1	108,3	138.883.998	115,0	104,6
2004	462.905.007	118,2	106,1	296.117.263	117,1	105,2	166.787.744	120,1	107,8
2005	564.699.486	122,0	105,0	337.869.702	114,1	98,2	226.829.783	136,0	117,0
prosečna mesečna (bruto) zarada									
2002	14.122	..	..	13.263	..	..	15.934	..	..
2003	16.897	119,7	108,9	16.612	125,2	114	17.441	109,5	99,6
2004	19.976	118,2	106,1	20.555	123,7	111,1	19.024	109,1	97,9
2005	24.465	122,5	105,4	25.631	124,7	107,3	22.912	120,4	103,6
zaposleni									
	u 000 dinara	indeks		u 000 dinara	indeks		u 000 dinara	indeks	
2002	1.966	..		1.334	..		632	..	
2003	1.932	98,3		1.268	95,1		664	105,0	
2004	1.931	100,0		1.201	94,7		731	110,1	
2005	1.924	99,6		1.099	91,5		825	112,9	

Izvor: Ministarstvo finansija RS i RZS, Mesečni izveštaj RAD-1.

1) Ukupne registrovane zarade (W_r) izvedene su na osnovu poreza na zarade.

2) „Tradicionalni sektor“ (RAD-1), W_r - izvor: RZS, izveštaj RAD-1.

3) „Novi sektor“ (van RAD-1 obuhvata), W_r izveden je kao razlika ukupne mase registrovanih zarada i mase zarada u RAD-1 ($W_r - W_{ri}$).

Za našu analizu ilustrativno je i to da je u delu privrede koji nije obuhvaćen „uzorkom“ očigledno došlo do značajnog realnog rasta registrovane mase (bruto) zarada (W_r) u 2005. godini (Tabela L1-6). Poreski prihodi od zarada u 2005. godini, kada se usled velikog pada zaposlenosti u „uzorku“ (uključujući i otpuštanje onih koji ne primaju plate) moglo očekivati najviše preceñjivanje plata do sada, prihodi od poreza na zarade su se u 2005. približili očekivanim (nominalno porasli za 22% umesto 23,4%). Objašnjenje za porast poreskih prihoda može da bude i uvođenje PDV-a u januaru 2005^{p)}. Uvođenjem PDV-a smanjenje su mogućnosti isplata u gotovini što je bilo karakteristično za privatnike i preduzetnike koje uzorak ne prati¹⁴. To znači da stvarna kupovna moć zaposlenih u tom sektoru (a time i tražnja) možda i nije porasla.

Ako se prisetimo notacije s početka dela o platama, $W_j = W_{rj} + W_{tj} = \rho W_{rj} + (1-\rho)W_{tj}$ gde je ρ učešće registrovanih plata u ukupnim onda $\Delta W_{rj} = \Delta(W_j - W_{tj}) = \rho \Delta W_{rj}$ tako da \overline{W}_{rj} može da raste i kada je W_{rj} konstantno, ako se povećava ρ .

Potencijalni izvor preceñjivanja brzine rasta zarada zaposlenih može da „leži u obračunu proseka deljenjem ukupne sume zarada sa brojem formalno zaposlenih, umesto sa brojem isplaćenih

13 Ovdje se pod preceñjenim nivoom misli na prosečnu platu i sa onima koji je ne primaju, dakle i kada se ukupna plata deli sa formalno zaposlenim bez obzira da li su primili platu. Isto bi bilo i kada bismo razmišljali o prosečnoj plati samo onih koji je i primaju (Tabela L1-4., isplaćene zarade) - i dalje bi važio nalaz da statistika preceñjuje ove zarade u odnosu na stvarno isplaćene zarade prema porezima.

14 Preduzeća koja prati uzorak ne bi trebalo da budu preduzeća kod kojih postoji/je postojalo masovnije neformalno plaćanje rada (državna i društvena preduzeća nikad nisu praktikovala dodavanje keša radnicima, ili neprijavlivanje radnika).

p) Imajući u vidu sledeću relaciju $W_{rj} = \rho W_j$ rast registrovanih plata u „novom sektoru“ može da bude samo rezultat rasta ρ (učešća registrovanih plata u ukupnim) a da ukupna plata W_j bude konstantna (ili čak opada).

r) MAP (12/01).

radnika. Naravno, čak i kad bi svi radnici bili isplaćeni, otpuštanje radnika sa najnižim primanjima dovešće do povećanja prosečne zarade. Ali imajući u vidu da neki radnici uopšte ne primaju zarade, prestankom njihovog učešća u obračunu prosečnih zarada dobija se utisak o natprosečnom rastu zarada.^{r)}

Iznenaduje, međutim, to da smanjenju zaposlenosti u uzorku nije prvenstveno doprinelo otpuštanje onih koji zarade ne primaju. Broj od oko 200.000 zaposlenih koji obično ne prime zaradu je tek u 2005. počeo značajnije da se smanjuje i na kraju godine iznosi nešto više od 100 hiljada (Tabela L1-1, kolona 9.). To može da se objasni činjenicom da su prvo privatizovana bolja preduzeća. Tek je u 2005. počela privatizacija i restrukturiranje i loših preduzeća pa je i veći broj onih koji redovno ne primaju zaradu „ispaio iz uzorka”. To slučajno nije dovelo do velikog precenjivanja rasta zarada u 2005. jer je očigledno paralelno tekao proces fiskalizacije.

4. Zaključak

Praćenje i analiza podataka o zaposlenima i zaradama u Srbiji gotovo isključivo se zasniva na izveštajima koja preduzeća šalju RZS. Poduhvat, međutim, komplikuje činjenica da ne šalju sva preduzeća uredno i redovno svoje izveštaje, i da je veliki deo privrede u privatnoj svojini, uključujući i ona preduzeća koja su privatizovana u poslednjih nekoliko godina, čime značajan broj zaposlenih ostaje van domašaja radara zvanične statičke analize.

Broj formalno zaposlenih nije se znatno smanjio u posmatranom periodu (2001–2005), ali se promenila njihova struktura. Veliki broj onih koji više nisu zaposleni u društvenim preduzećima „preselio se” u sektor preduzetništva, (tzv. fizičkih lica) – koji uglavnom čine male radnje i trgovine. Međutim, detaljniji podaci o ovom delu privrede za sada ne postoje.

Rast zarada u prethodnom periodu jeste bio znatan, ali je donekle precenjen. RZS posmatra zarade na uzorku preduzeća koji nije dovoljno reprezentativan: uzorkom dominiraju javni i društveni sektor, dok su privatna preduzeća vrlo slabo zastupljena, a zarade zaposlenih kod tzv. fizičkih lica (male radnje, zanatske usluge, agencije itd) se ne posmatraju. Uzorak se vrlo značajno osipao u prethodnom periodu pošto u njemu dominiraju državna i društvena preduzeća, od kojih su neka privatizovana pa je broj zaposlenih smanjen (i produktivnost verovatno povećana). Tako je registrovani rast prosečne zarade u značajnoj meri posledica smanjenja zaposlenosti u uzorku tj. povećanja produktivnosti preduzeća u uzorku, koje nije bilo karakteristično za privredu u celini, bar ne u istoj meri. Ove pretpostavke o precenjenom rastu zarada potvrđuju fiskalni podaci o porezu na zarade.

Iako je pored ovog problema postojao i potencijalni problem precenjivanja plata usled otpuštanja radnika koji ne primaju plate, ova pojava, uprkos sasvim realnim pretpostavkama, očigledno nije bila izražena u prethodnom periodu (tek u 2005. počinje otpuštanje radnika koji nisu redovno primali zarade). Međutim, jasno je da će statistika dati veštačku sliku rasta zarada u trenutku kada radnici koji danas uopšte ne primaju zarade (ili ih primaju s vremena na vreme) budu otpušteni.

Uprkos pristrasnosti podskupa preko obrazaca RAD, stvarna slika nije iskrivljena u punoj meri, jer su procesi u nepokrivenom delu privrede, iako vođeni drugačijim faktorima, ipak dali slične rezultate. U delu privrede čije se plate ne registruju (mala, uglavnom privatna preduzeća i zaposleni u radnjama) prosečne zarade su u 2005. očigledno rasle u znatnijoj meri nego prethodnih godina, što je najverovatnije posledica uvođenja troškova rada u formalne tokove.

S druge strane, iako nivo prosečne plate u Srbiji, i pored navedenih metodoloških problema ne može da odstupa od zvaničnog podatka za više od nekoliko stotina dinara, važno je imati u vidu da nepreciznost zvanične statističke obrade podataka o zaradama ima šire posledice jer se penzije i ostala socijalna davanja delimično indeksiraju i rastom plata.

Investicije u Srbiji

Danko Brčerević,
Duško Vasiljević,
Dejan Kovjenic¹

Relativno visok privredni rast u Srbiji u poslednjih nekoliko godina je, po zvaničnim podacima, pratio vanredno nizak nivo investicija. Registrovane investicije izazivale su zabrinutost za održivost privrednog rasta. Najnoviji podaci statistike za 2004. godinu oslanjaju se na unapređenu metodologiju. Oni, kao i naša nezavisna procena, upućuju na to da su investicije u Srbiji zapravo oko 60% više nego što se videlo iz ranijih zvaničnih podataka, uglavnom – jer su ovi zanemarivali investicione aktivnosti privatnih preduzeća.

1. Uvod

Krajem 2005. godine, bez mnogo pompe, objavljeni su zvanični podaci o investicijama u Srbiji za 2004. godinu. Definitivno su potvrđene sumnje u to da je učešće investicija u bruto domaćem proizvodu zapravo znatno više u odnosu na zabrinjavajuće nizak nivo koji je Statistika više godina prikazivala (Tabela L2-2). Nominalni rast vrednosti investicija u statističkim podacima od 78% u odnosu na 2003. godinu nedvosmisleno ukazuje na to da su u 2004. godini napokon obelodanjeni određeni ekonomski tokovi, koji su bili skriveni od pogleda zvaničnih institucija. Stvarna vrednost investicija je pre 2004. bila znatno viša od prikazivane, pa je sasvim opravdano postaviti pitanje: da li je uvreženo mišljenje da su investicije u Srbiji zabrinjavajuće niske – imalo bilo kakvo utemeljenje. Novo vreme postavlja nova pitanja: kakve će posledice ta promena imati na ukupnu ekonomsku politiku Srbije i koliko dugo ćemo još čekati da se promeni svest o tome u kakvom stanju je suštinski domaća ekonomija.

U ovom tekstu prikazaćemo zvanične statističke podatke i ukazati na metodološke probleme koji su doveli do znatno potcenjenih zvaničnih procena u prošlosti. Iznećemo FREN-ovu procenu investicija u 2003, 2004 i 2005. godini, baziranu u velikoj meri na CEVES-ovoj neobjavljenoj studiji «Serbia's Economy: The Stylized Facts». Takođe, prikazaćemo ukratko i metodološke pretpostavke na kojima se zasniva prikazana procena.

Čitav niz objektivnih okolnosti doveo je do toga da je sa zvaničnom metodologijom koja je primenjivana do 2004. godine bilo gotovo nemoguće oceniti stvarni nivo investicija u Srbiji. Sažeto rečeno, reč je jednostavno o prilagođavanju statistike burnoj dinamici ekonomije u tranziciji. CEVES je zbog toga razvio aproksimativno metodologiju za procenu investicija, kako bi ocenio pravi nivo investicija u zemlji u 2003. i 2004. godini i mogao da da ranu procenu za 2005.

U 2004. godini je RZS prvi put sproveo istraživanje sa unapređenom metodologijom. Rezultati koje je objavio RZS u velikoj meri se poklapaju sa CEVES-ovom nezavisnom procenom (Tabela L2-1). Time je potvrđeno da je CEVES-ova metodologija pouzdana i da serija koja je na toj bazi formirana ima validnost za analizu. Jedina osetnija razlika je u segmentu privatne stanogradnje, a to je jedini bitniji deo stare metodologije koji RZS još nije menjao.

¹ Autori su sačinili detaljnu studiju o investicijama u Srbiji u okviru CEVES-ovog projekta: "Serbia's Economy: The Stylized Facts". Zahvaljujemo se Bojki Stevanovski na dragocenoj pomoći i Kori Udovički na korisnim komentarima.

Tabela L2-1. Srbija: Investicije u 2004, poređenje CEVES (neobjavljena studija) i RZS

	CEVES		RZS		CEVES/RZS
	vrednost investicija (milijarde din)	ušešće u ukupnim inv. (%)	vrednost investicija (milijarde din)	ušešće u ukupnim inv. (%)	
<i>CEVES-ova procena se zasniva nma više nezavisnih metodologija, zbog čega se pojedine podkategorije ne sabiraju, tj. zbir društvene i privathne svojine malo se razlikuje od ukupne vrednosti investicija. Agregatni podaci (kategorija "ukupno") su precizniji.</i>					
Ukupno	324,9	100,0	280,5	100,0	1,16
Građevinski radovi	154,5	47,6	118,6	42,3	1,30
Oprema	149,2	45,9	145,7	51,9	1,02
Ostalo	21,1	6,5	16,2	5,8	1,30
Društvena svojina	148,9	45,8	152,9	54,5	0,97
Građevinski radovi	65,5	20,2	67,7	24,1	0,97
Oprema	75,0	23,1	75,2	26,8	1,00
Ostalo	8,5	2,6	10,1	3,6	0,85
Privatna svojina	175,9	54,2	127,5	45,5	1,38
Građevinski radovi	89,0	27,4	50,9	18,1	1,75
Oprema	73,1	22,5	70,5	25,1	1,04
Ostalo	5,5	1,7	6,2	2,2	0,89

Izvor: CEVES, RZS.

2. Osvrt na zvaničnu metodologiju

Metodologija RZS zasniva se na odvojenom praćenju društvenog i privatnog sektora. Prvi problem koji je CEVES-ovo istraživanje indentifikovalo kod zvanične procene investicija je neadekvatno praćenje investicija privatnog sektora, koje su značajno potcenjivane sve do 2004. godine. Investicije u privatnom sektoru su procenjivane na osnovu nasleđenog modela koji je pretpostavljao da ovim sektorom dominira stanogradnja, te da su investicije privatnih preduzeća veoma male (Tabela L2-2). Preduzeća koja su privatizovana obično su ostajala u evidenciji državnog sektora, tako da su njihove investicije uglavnom registrovane. Međutim, "nova privreda" Srbije, koju čine kompanije koje su stasale tokom devedesetih godina prošlog veka, a koje su mahom ubrzale svoj rast nakon promena iz 2000. godine, ostala je van vidokruga zvanične statistike.

Prilikom procene za 2004. godinu, RZS je uložio ozbiljne napore za rešavanje ovog problema. Formiran je uzorak privatnih preduzeća kojima je poslat upitnik o njihovim investicijama. Na osnovu ovog istraživanja procenjena je vrednost investicija (uz vrednost privatne stanogradnje) u privatnom sektoru. To je dovelo do značajno promenjenih rezultata – po zvaničnim podacima investicije privatnog sektora u 2004. godini imaju učešće od 46% u ukupnim investicijama (Tabela L2-2), koje je znatno veće nego ranijih godina (26% u 2003. i samo 16% u 2002. godini).

Drugi problem je verodostojnost podataka koji su pristizali u RZS. Društveni sektor se prati izveštajem INV-01 koji ima visok obuhvat. Međutim, poslovna klima u Srbiji je duži niz godina bila takva da je prikazivanje poslovanja «na ivici rentabilnosti» prihvatano kao ekonomski poželjno ponašanje. Prijavljivanje značajnih investicija bilo je u suprotnosti sa takvim modelom ponašanja. Bilo je za očekivati da će usled ubrzanog uspostavljanja principa tržišne ekonomije, praćenog snažnim razvojem bankarskog sektora, smanjenjem poreza na dobit i promenom računovodstvenih standarda, doći do značajnih promena u 2004. godini².

Kada je krajem 2005. godine RZS objavio vrednost investicija u Srbiji u 2004. godini od 281 milijardi dinara, što je predstavljalo nominalni rast investicija od 78% u odnosu na 2003. godinu, otklonjena je i svaka sumnja u znatnu potcenjenost objavljenih vrednosti investicija u Srbiji do 2004. godine (Tabela L2-2).

² CEVES je u cilju istraživanja ovog fenomena formirao uzorak koji je sačinjavalo približno 100 preduzeća za koja je RZS imao evidenciju prijavljenih investicija i za 2003. kao i za 2004. godinu. Praćene su vrednosti koje su ova preduzeća prikazivala u obe godine. Uzorak je pokazao nominalni rast u prijavljenim investicijama od čak 53, 6%.

Tabela L2-2. Srbija: Investicije u osnovna sredstva, zvanični podaci, 2002–2004.

	2002	2003	2004
Ukupno (u milijardama din)	122,9	157,7	280,5
Učešće u BDP (%)	13,4	14,4	21,4
učešće u ukupnim investicijama (%)			
Društvena svojina	83,7	73,6	54,5
Privatna svojina	16,3	26,4	45,5

Izvor: RZS.

3. Metodologija CEVES-a za procenu investicija

CEVES-ovo istraživanje zasniva se na nezavisnim, robustnim, metodama za izračunavanje aproksimativnog nivoa investicija u Srbiji. Upotrebljena su tri metodološki nezavisna modela za izračunavanje investicija:

1. izračunavanje vrednosti investicija **tehničkom analizom**, na osnovu odvojene procene investicija u građevinske radove, investicija u opremu i procene ostalih investicija,
2. izračunavanje vrednosti investicija kroz **institucionalnu analizu** procenjujući pojedinačno investicije države, društvenog sektora i investicije privatnog sektora i
3. izračunavanje vrednosti investicija na osnovu **finansijskih izveštaja** privrede, za šta su korišćeni podaci iz Centra za bonitet, kao i izveštaji Ministarstva finansija za državne investicije.

Na osnovu navedenih modela CEVES je procenio vrednost investicija u 2003. i 2004. godini. Rešavanjem sva tri modela za 2003, tj. prva dva za 2004. godinu, dobijana je približno ista vrednost investicija. FREN koristi isti metod (uz ograničenja, s obzirom na to da još uvek nisu dostupni svi potrebni podaci) za preliminarnu procenu investicija u 2005 (Tabela L2-3).

U nastavku dajemo nešto detaljniji opis sva tri modela koja su korišćena.

3.1 Tehnička analiza

Investicije se po tehničkoj strukturi sastoje od tri velika bloka:

- a) investicije u građevinske radove,
 - b) investicije u opremu i
 - c) ostale investicije.
- a) Investicije u građevinske radove su procenjene uz konsultaciju sa vodećim stručnjacima iz oblasti građevinarstva u Srbiji. Procena je izvršena na osnovu tri nezavisna pristupa: (1) analize potrošnje cementa u Srbiji i Hrvatskoj, (2) procene učešća radne snage u ceni izgradnje i (3) nezavisne analize segmenata građevinarstva (niskogradnja, nestambena visokogradnja i stanogradnja). Proceni investicija u građevinske radove poklonjena je posebna pažnja jer one u ukupnim investicijama, po pravilu – imaju učešće od približno 50%.

Procena na osnovu potrošnje cementa izdvojila se kao najpouzdanija. Na osnovu podataka o potrošnji cementa u Srbiji i Hrvatskoj (koja je izabrana kao zemlja iz regiona najpogodnija za poređenje) i poznate vrednosti investicija u građevinske radove u Hrvatskoj, izračunata je vrednost investicija u građevinske radove u Srbiji. U obzir je uzeta razlika u ceni izgradnje i prodajnoj ceni kvadratnog metra stanogradnje, kvadratnog metra industrijske hale i kilometra puta u Srbiji i Hrvatskoj. Razlike u cenama su zatim ponderisane učešćem pojedinih segmenata u ukupnom građevinarstvu. Vrednost dobijena na taj način potvrđena je i preko druge dve procene: na bazi učešća radne snage i preko analize segmenata u građevinarstvu.

a) U 2003. je, npr. u zavisnosti od različitih klasifikacija - uvoz kapitalnih dobara imao vrednosti između 739 i 2028 miliona evra.

- b) Za investicije u opremu i njihovu procenu korišćeni su indikatori: uvoz opreme po izjavi uvoznika i indeks proizvodnje kapitalnih dobara u Srbiji. Uzet je u obzir i standardni odnos domaće i strane opreme u investicijama. Postoji više klasifikacija uvoza, prema kojima ocena uvoza kapitalnih dobara značajno varira, a CEVES se opredelio za najkonzervativniju.^{a)} Analiza je obuhvatila problem precenjivanja faktura na uvoz opreme, kao i efekat vanrednog povećanja uvoza u decembru 2004. pred uvođenje poreza na dodatu vrednost (oba ova efekta su detaljnije opisana u prvom broju Kvartalnog monitora). Procenjeni „višak“ uvoza opreme s kraja 2004. prebačen je u 2005, jer je ta oprema svoj investicioni ciklus i započela od 2005.
- c) Ostale investicije su procenjene na osnovu njihovog standardnog učešća u ukupnim investicijama u Srbiji i zemljama u okruženju. Za 2004. godinu analizirana je i struktura investicija iz Izveštaja koji su dostavljeni RZS. Kako njihovo učešće u investicijama ne prelazi 8%, nešto grublje aproksimacije koje su korišćene za procenu ove komponente nisu mogle u znatnijoj meri uticati na ukupnu procenu.

3.2 Institucionalna analiza

Investicije se u zavisnosti od investitora dele na:

- a) Investicije društvenog sektora koje obuhvataju: investicije države i lokalnih samouprava, državnih, javnih, društvenih i mešovitih preduzeća i zadruga,
- b) Investicije privatnog sektora koje obuhvataju: investicije privatnih preduzeća, preduzetnika i privatnu stanogradnju.

Institucionalna analiza obuhvata odvojene analize po vrsti investitora. Korišćeni su podaci iz fiskalnih računa o državnim investicijama, te prijavljene investicije preduzeća državnog sektora iz detaljne baze podataka RZS.

Za procenu privatnog sektora korišćena je: (1) Vrednost investicija uzorka privatnih preduzeća iz novog istraživanja RZS iz 2004. za procenu investicija privatnih preduzeća. Ukrštanjem sa rezultatima tehničke analize, CEVES je ekstrapolirao ovu vrednost kako bi dobio ukupne investicije privatnih preduzeća. (2) Privatna stanogradnja procenjena na osnovu podataka RZS o novoizgrađenim stanovima i prosečnoj prodajnoj ceni kvadratnog metra novoizgrađenog stana, umanjenoj za vrednost građevinskog zemljišta. Statistika o novoizgrađenim stanovima se objavljuje na godišnjem nivou, na bazi podataka regionalnih centara RZS i izveštaja opštinskih službi. RZS u proceni investicija kao vrednost privatne stanogradnje usvaja podatke o vrednosti građevinskih radova u stanogradnji. Sa ovim pristupom zanemareni su administrativni i ostali troškovi koji potpadaju pod investicije. CEVES se opredelio za drugačiji pristup u proceni privatne stanogradnje, što je rezultiralo različitom vrednošću procene. Važno je naglasiti da iako najveća razlika između rezultata CEVES-a i RZS upravo i jeste u ovoj komponenti, CEVES je i za nju koristio zvanične podatke (podsetimo, rezultat CEVES-a je potvrđen i tehničkom analizom). (3) Investicije preduzetnika (inače najmanja komponenta) – dobijene su na osnovu njihovog standardnog učešća u investicijama (rezultat je proveren jednostavnim modelom na bazi ukupnog broja preduzetnika i prosečne investicije po preduzetniku).

3.3 Procena na osnovu finansijskih izveštaja

Procena na osnovu finansijskih izveštaja podrazumevala je analizu podataka iz Centra za bonitet za investicije preduzeća i podataka Ministarstva finansija za investicije države. Na osnovu razlika u osnovnim sredstvima preduzeća na kraju 2002. i 2003. godine došlo se do okvirne procene vrednosti investicija u 2003. godini. Tako dobijen rezultat bio je iznenađujuće blizu procena na osnovu tehničke i institucionalne analize. Time je iz još jednog, nezavisnog, pravca potvrđena relevantnost i pouzdanost CEVES-ove analize. Na žalost, sličan postupak nije bio moguć i za 2004. godinu, jer je došlo do promene računovodstvenih standarda koji vrednost osnovnih sredstava u 2004. i 2003. čine neuporedivim.

4. Ocena investicija u Srbiji 2003–2005.

U ovom prikazu, FREN za 2003. godinu u potpunosti prihvata rezultate CEVES-ove analize, a za 2004. godinu usvaja rezultate RZS za opremu i ostale investicije i CEVES-ove za investicije u građevinske radove. Razlika u proceni na osnovu modela koje je razvio CEVES i procene RZS u 2004. godini – svedena je na 16%, a skoro celokupna razlika se odnosi, kao što smo već naveli, na privatnu stanogradnju (Tabela L2-1). Takođe, postoje manja odstupanja kod opreme i ostalih investicija. Prvi pokazatelji upućuju na to da je CEVES verovatno precenio vrednost u segmentu ostalih investicija, dok je RZS potcenio vrednost privatne stanogradnje. Ukupne investicije u Srbiji u 2004. godini bi u tom slučaju bile između 315 i 320 milijardi dinara. Takođe, FREN je na bazi CEVES-ove metodologije sačinio i ranu procenu za 2005. Time je formirana serija vrednosti investicija od tri godine. Ti rezultati sumirani su u Tabeli L2-3.

Tabela L2-3. Srbija: Investicije u osnovna sredstva, procena FREN-a, 2003–2005.

	2003	2004	2005
	u milijardama din.		
Ukupno	250,4	318,7	364,9
	u %		
Učešće u BDP ¹⁾	21,2	22,7	21,1
Realni rast	...	15,1	-1,4
	učešće u ukupnim investicijama , u%		
Građevinski radovi	50,1	48,5	50,7
Oprema	41,9	45,7	43,4
Ostalo	8,0	5,8	5,8

Izvor: FREN, CEVES.

1) Odnosi se na CEVES-ovu procenu BDP, koja je oko 8% veća od zvaničnog BDP.

Investicije u 2003. godini su bile znatno više od zvanično prikazanih. One su imale vrednost od oko 250 milijardi dinara, ili oko 21% BDP. Podsetićemo da je zvanična vrednost, o kojoj se s dosta zabrinutosti govorilo u javnosti, iznosila svega nešto više od 14% BDP. Nominalni rast investicija u 2004. godini je 27,3%, dok realni rast iznosi relativno visokih 15,1%. Učešće u BDP u 2004. je poraslo na 22,7%.

Dati potpuno pouzdanu procenu vrednosti investicija u Srbiji u 2005. godini na osnovu metodologije koju koristi CEVES, suviše je rano – još nije objavljen dovoljan broj podataka da bi se mogle analizirati investicije na osnovu sve tri metodologije. Za sada je moguće osloniti se na metod tehničke analize investicija na osnovu objavljenih indeksa. Za procenu realnog rasta investicija u građevinske radove – koristimo indeks proizvodnje cementa i indeks realnog rasta ukupne vrednosti građevinskih radova. Kod investicija u opremu – koristimo podatak o uvozu opreme (klasifikacija po izjavi uvoznika), uvećan za „višak“ uvoza iz decembra 2004, kao i indeks proizvodnje kapitalnih dobara. U pogledu relevantnosti i ove, skraćene, procene ohrabruje činjenica da je prilikom analize investicija za 2003. kao i za 2004. godinu tehnička analiza bila veoma pouzdana.

Procenti rasta pojedinačnih segmenata investicija biće podložni manjim promenama pristizanjem dodatnih podataka; međutim, već sada sa sigurnošću možemo da tvrdimo – rast investicija zaostaje za rastom BDP i njihova realna vrednost je verovatno blago pala u odnosu na 2004. godinu. I pored toga, učešće investicija u Srbiji u BDP i dalje je oko zadovoljavajućih 21%, što je približno nivou iz 2003. godine.

5. Kako tumačiti viši nivo investicija u Srbiji?

Novi podaci RZS o investicijama u 2004. proizveli su neopravdano malo reakcija u stručnoj i široj javnosti. Oni bitno menjaju sliku o privredi Srbije, odnosno o prioritetima na koje ekonomska politika mora da se usredsredi. Učešće investicija u BDP od oko 10% do 14,4% koliko je statistika pokazivala za period 2001–2003. izuzetno je nisko po međunarodnim standardima. To što je uprkos takvim stopama investicija privreda brzo rasla objašnjavalo se oporavkom produktivnosti faktora proizvodnje u zemlji koja izlazi iz izolacije i političke disfunkcionalnosti. Međutim, stručna javnost je upozoravala na to da takav nivo investicija mora dovesti do pada privrednog rasta i da će onda, s obzirom na visoku zaduženost zemlje, doći do ozbiljnih platnobilansnih teškoća^{b)}. Međunarodne institucije i investitori, gledajući sumarne makroekonomske pokazatelje o Srbiji, dobijali su sliku o jednoj zemlji na sasvim neodrživom putu. Porazno je delovalo i to da su investicije u realnom iznosu sve do 2003. godine bile niže nego u 2000. godini, bez obzira na to što je jasno da su u toj godini investicije finansirane iz inflatorne senjoraže.

Koliko je makroekonomska struktura Srbije odskakala od „normale” može se videti iz Tabele L2-4 koju skoro u celosti preuzimamo iz CEVES-ove studije. Tabela uporedno prikazuje ključne makroekonomske agregate povezane sa nacionalnom štednjom za Srbiju i za nekoliko zemalja iz regiona jugoistočne Evrope. Dati su proseci u dva perioda: 1998-2000, u kom su uporedne zemlje bile u fazi tranzicije koja je bliskija trenutku u kom se posmatra Srbija; i 2002-2004, koji je kalendarski saglasan ovom trenutku. U slučaju Srbije, pored podataka koje smo pripremili za ovaj tekst (trogodišnji proseci podataka prikazanih u Tabeli L2-4) dati su i MMF-ovi podaci za Srbiju i Crnu Goru, i procene iz CEVES-ove studije. MMF-ove podatke dajemo umesto zvanične statistike jer MMF koriguje investicije u okviru svojih mogućnosti kao i neke dodatne probleme koji postoje u zvaničnoj statistici^{c)}, a zasniva svoje računice na zvaničnim izvorima. Naše procene razlikuju se od podataka CEVES-ove studije zbog pretpostavki o odnosu stvarnih i registrovanih spoljnotrgovinskih tokova. Mi koristimo, za sad, podatke o registrovanim tokovima.

Tabela L2-4. Izabrane zemlje iz okruženja: Makroekonomske strukturalni indikatori, 1998-2004

	Realni rast BDP	Investicije ¹⁾	Deficit tekućeg bilansa	Trgovinski deficit ²⁾	Nacionalna štednja ³⁾
1998-2000 prosek					
Bosna i Hercegovina	9,2	20,6	-21,9	-35,5	8,1
Bugarska	3,9	18,1	-3,7	-5,0	12,8
Hrvatska ⁴⁾	1,9	24,8	-5,4	-5,2	19,5
Mađarska	4,8	29,8	-5,9	-2,8	23,8
Makedonija	4,1	16,4	-3,5	-14,8	19,1
Rumunija	-1,3	17,8	-4,9	-8,4	13,5
2002-2004 prosek					
Bosna i Hercegovina	5,0	20,2	-18,9	-32,7	1,3
Bugarska	5,0	21,7	-7,4	-9,0	14,2
Hrvatska	4,4	33,5	-6,3	-8,4	27,1
Mađarska	3,5	24,9	-8,3	-3,3	16,7
Makedonija	2,2	17,2	-6,7	-20,0	13,9
Rumunija ⁵⁾	5,0	23,7	-4,7	-5,3	18,9
Srbija i Crna Gora (MMF)	4,6	16,6	-9,8	-26,6	6,0
Srbija (CEVES) ⁶⁾	5,3	23,5	-5,6	-18,3	17,9
Srbija (FREN) ⁶⁾	5,3	23,5	-10,3	-25,0	13,3

Izvor: Osim poslednjeg reda podaci i komentari su preuzeti iz studije „Serbia's Economy: The Stylized Facts”, Tabela 1, koja se oslanja na MMF-ove izveštaje za dotične zemlje i CEVES-ove procene. Poslednji red, FREN-ove procene dobijene su na osnovu studije i podataka RZS.

1) Uključuje i promene u zalihama. Najraniji uporedivi podaci o investicijama za Bosnu su iz 2000, a za Bugarsku i Makedoniju iz 1999. godine. 2) Najraniji uporedivi podaci o trgovinskom deficitu za Mađarsku i Bugarsku su iz 1999, a za Hrvatsku iz 2000. godine. 3) Najraniji uporedivi podaci o nacionalnoj štednji za Bosnu su iz 2000, a za Bugarsku i Makedoniju iz 1999. godine. 4) Napomena iz dokumenta MMF: „Procene domaće štednje i investicija i projekcije MMF-a su znatno otežane zbog velikih nepreciznosti u procenama nacionalnih računa, posebno pre 2002. godine.” 5) Prosek 2002. i 2003. godine. 6) Prosek 2003. i 2004. godine.

b) Neodrživ odnos veličine investicija i privrednog rasta često je pominjan u stručnoj javnosti, na primer u više brojeva MAT-a, kao i u tekstu Kori Udovički, Štednja kao uslov privrednog oporavka Srbije, Ekonomski anali, april 2004.

c) Zvanični Nacionalni računi (RS SNA) imaju ozbiljne metodološke greške u izračunavanju potrošnje i štednje države, i sektora domaćinstava. MMF ne koristi te podatke već izvodi štednju na isti način na koji bismo to uradili mi da smo korigovali zvanične podatke. K tome, MMF koriguje najviše zvanične podatke o investicijama, što govori o tome da su bili svesni da investicije ne mogu biti tako male, kao i o tome da su mogućnosti brzih korekcija koje je MMF primenio – ograničene. Tabela odražava MMF-ove cifre iz dokumenata objavljenih jula 2005, pre no što su im novi rezultati statistike postali poznati. Prisustvo Crne Gore u podacima MMF-a ne menja suštinski sliku koja se dobija.

MMF-ova ocena ukupnih investicija (uključujući i rast zaliha koje su u 2004. bile vanredno visoke) u Srbiji od oko 16,6% BDP doseže do oko dve trećine (zvanični podatak iznosi oko jedne polovine) nečeg što se može smatrati normalnim za ovaj region, a to je oko 22%; cifra je bitno niža i od investicija u bilo kojoj pojedinačno prikazanoj zemlji. Revidirani prosek (21,9%), savršeno se uklapa u regionalne standarde. Treba, međutim, imati na umu da ni standard sa kojim poredimo nije visok – istočnoevropske stope su bitno niže od onih, na primer, u istočnoj Aziji, koja joj je najbitniji konkurent.

Podaci u Tabeli L2-4 izabrani su kao ključni za ocenu stopa nacionalne štednje, prikazanih u poslednjoj koloni. U slučaju nacionalne štednje, podatak za Srbiju još je više odskakao prema prethodnim podacima (6% za Srbiju i Crnu Goru naspram oko 16% za zemlje u regionu) ali ostaje vanredno nizak i posle revizije investicija, 13,3%. Ta stopa nacionalne štednje i dalje je niža od bilo koje druge u regionu izuzev Bosne i Hercegovine^{d)}.

d) Ne možemo se oteti utisku da i podaci za Bosnu i Hercegovinu, pored stvarnih tokova, odražavaju i probleme u tamošnjem statističkom praćenju.

Verujemo da niska nacionalna štednja i posle korekcije investicija i dalje odražava probleme sa ocenom stvarnih kretanja. U ovom slučaju problem je, kao što smo govorili u prethodnim brojevima QM-a, u tome što privrednici precenjuju uvozne i potcenjuju izvozne fakture, a što dovodi do precenjivanja deficita trgovinskog bilansa. CEVES-ova studija procenjuje tu grešku na oko jednu milijardu evra. Ukoliko se to uzme u obzir, onda se stopa nacionalne štednje uvećava na 17,9% BDP – što je opet sasvim u okvirima regionalne prakse. Nadamo se da ćemo u jednom od narednih brojeva QM-a biti u mogućnosti da zauzmemo čvršći stav o kvantifikaciji precenjenosti trgovinskog deficita.

Dobra vest nije samo to da su investicije veće nego što se činilo ranije, već i da je njihova struktura radikalno drugačija – sa bitno većim učešćem privatnog sektora. Dok po našim procenama ono sad iznosi preko 50% ukupnih investicija, u zvaničnim podacima za 2003. godinu iznosilo je samo 26%. Ovo odražava sistematsku pristrasnost koju domaća statistika ima prema tradicionalnoj privredi, potcenjujući zbog teškoća sa obuhvatom u svojim istraživanjima – značaj nove privrede. Moguće je da je tradicionalni sektor imao veće investicije u 2000. nego u narednim godinama^{e)}, ali je tačno i to da nova privreda danas predstavlja bitnog činioca ukupne ekonomske slike Srbije, i njen najagilniji deo, te da se ne sme zanemarivati. Procena investicija RZS u 2004. godini sa dramatičnom promenom strukture investitora – predstavlja svojevrsno zvanično priznanje nove privrede kao segmenta koji utiče na kreiranje opštih trendova u ekonomiji Srbije.

Konačno, revidirani podaci o investicijama značajno umanjuju hitnost i opravdanost bitnog povećavanja investicionog angažovanja države, pogotovo ako se uzme u obzir da je, verujemo, učešće državnih investicija u ukupnim i dalje potcenjeno u zvaničnim podacima. Prvo, deo subvencija privredi zapravo su subvencije javnim preduzećima koje ova sad već koriste za investicije, a ne za plate. Drugo, investicije koje se finansiraju iz donacija ili čak i inostranih projektnih kredita, vrlo verovatno nisu dobro registrovane. U svakom slučaju, dalja izgradnja i obnova infrastrukture u Srbiji jeste neophodna, ali ne po cenu ugrožavanja teško stečenih dostignuća u makroekonomskoj stabilizaciji.

6. Zaključak

Vrednost i struktura investicija u protekle tri godine ukazuju na to da privreda Srbije zauzima sve stabilniji kurs. Snage koje danas utiču na ekonomske tokove, uz povremeno lutanje ekonomske politike, u dobroj meri su se već pozicionirale, i opredeljuju se za investicije kao osnovni pokretač daljeg rasta. Prostora za dramatične poremećaje kakvih smo bili svedoci u prošlosti je sve manje, što će se posredno odraziti i na lakšu evidenciju realnih ekonomskih tokova.

Teza da je Srbija ostvarivala značajan rast sa niskim nivoom investicija – opravdavana je činjenicom da je nakon pada ispod istorijskog nivoa BDP bilo moguće pokrenuti uspavanu privredu i kratkoročnim sredstvima uz organizaciono unapređenje, često i promenu vlasničke strukture. Ako je ta teza do sada imala utemeljenje u objavljivanim podacima o ukupnom nivou investicija – nakon ozbiljnih korekcija, prvenstveno zvaničnih procena, a zatim i potvrde tih korekcija kroz nezavisne analize – zaključak postaje sasvim drugačiji. Oživljavanje privrede Srbije, posle decenijskog zastoja – bilo je i ostaje moguće jedino uz značajne investicije.

e) Ocene investicija u tradicionalnom sektoru pre 2001. godine pristrasne su, jer se ne uračunava dezinvestiranje koje su mnogi sistemi, kao što je, npr. EPS, pretrpeli. EPS u 2000. godini nije obavio ni minimalne godišnje remonte a produktivni kapacitet bio je smanjen za oko 10%, (jednu srednju elektranu) u odnosu na početak 1990-ih godina.

Stvarna i moguća performansa Naftne Industrije Srbije: Koliki je jaz?

Kori Udovički,
Goran
Radosavljević,
Vuk Djoković¹

U ovom tekstu izlažemo procenu koliko Srbiju¹ danas skuplje košta potrošnja naftnih derivata nego što bi to bilo moguće, sudeći po nekoliko pažljivo izabranih standarda (*benchmarks*). Suprotno pogrešnoj predstavi koju stvaraju relativno niske maloprodajne cene naftnih derivata u poređenju sa drugima u regionu, Srbija svoju potrošnju naftnih derivata plaća oko 300 miliona evra skuplje nego što je potrebno za održivo snabdevanje naftnim derivatima. U kontekstu buduće privatizacije NIS-a, ne sme se dogoditi da ti resursi ostanu «poklon» novom vlasniku, već se moraju preusmeriti u budžet.

1. Uvod

Maloprodajne cene naftnih derivata u Srbiji već duže vreme zaostaju za kretanjem svetskih cena i među najnižim su u regionu. Uprkos tome, Srbija svoju potrošnju naftnih derivata plaća skuplje nego zemlje čija su proizvodnja i snabdevanje efikasnije organizovane. Višak troškova sastoji se uglavnom od toga što u procesu prerade nafte, iz date količine sirove nafte NIS proizvede, vrednosno manju količinu proizvoda nego što bi trebalo, ali postoje i brojne druge neefikasnosti.

Skupa proizvodnja derivata štiti se Uredbom o zabrani uvoza naftnih derivata koja je na snazi od 2001. godine.²⁾ Uvoz derivata zabranjen je 2001. kako bi se sprečio šverc i evazija poreskih dažbina na derivate na državnoj granici. Od tad celokupne potrebe Srbije za naftnim derivatima, osim retkih izuzetaka, zadovoljavaju se preradom domaće nafte i uvezene sirove nafte u domaćim rafinerijama. Zabranom je omogućeno da se naplata svih poreskih dažbina na svu potrošnju derivata vrši na vratima rafinerija u zemlji, čime je njihov realni priliv u budžet udesetostručen. Jasno je koliko je to doprinelo fiskalnoj konsolidaciji postignutoj u toj i narednim godinama. Sad je, smatramo, vreme da se sagleda šteta koju posledična zaštita rafinerija donosi zemlji.

Pošto Srbija uveze i preradi naftu, naftni derivati na vratima rafinerija koštaju bitno više nego u uporednim zemljama u regionu, koje su i same skupe u poređenju sa najefikasnijim snabdevačima u svetu. Umesto kroz više cene – ove su pod administrativnom kontrolom – ta razlika se manifestuje, još uvek, kroz nižu naplatu fiskalnih dažbina. Akcize u Srbiji još uvek su niže nego u regionu, a pogotovo nego u razvijenom svetu; takođe, Srbija (bivša Jugoslavija) iz ideoloških razloga nikad nije naplaćivala pravu rentu na eksploataciju domaće nafte – ona se, i po sadašnjim visokim cenama, u celosti poklanja zaposlenima u NIS-u.

U ovom tekstu procenjujemo razliku između *stvarnog* troška snabdevanja Srbije naftnim derivatima i *mogućeg*, mereno prema tri standarda (*benchmarks*) efikasnosti. Ta razlika može da se tumači, odnosno interesantna je, na više načina:

- a) Ukoliko NIS ostvaruje istu ili manju dobit od one koja se ostvaruje u standardu sa kojim ga poredimo, ta razlika predstavlja meru NIS-ove neefikasnosti – gubitka koji Srbija trpi jer loše upravlja svojim javnim resursom. Smatramo da to trenutno jeste tako, i zato ćemo često u ovom tekstu razliku o kojoj govorimo nazivati **gubitkom**, tj. merilom NIS-ove neefikasnosti.

¹ Autori se zahvaljuju Marini Vojvodičan na istraživačkoj pomoći i Duški Anastasijević i D. Vasiljeviću na korisnim komentarima.
² U ovom kontekstu reference na „Srbiju“ odnose se, striktno govoreći, na „Srbiju izvan NIS-a“, tj. privredu i građane koji nisu zaposleni i ne uživaju nikakvu dobrobit od NIS-a (dobit, plate, ili netržišne preplaćene isporuke robe i dobara).

a) Uredba o posebnim uslovima i načinu uvoza i prerade nafte, odnosno naftnih derivata; „Sl. Glasnik R.S.“, br 37/2003, 90/2003, 56/2005.

b) U izvesnoj meri to se i desilo u 2003. godini kada je oko 100 miliona evra NIS-ove dobiti preneto kao nekakva kvazi-dividenda u budžet Republike.

c) Termin "tehnologija" u ovom uvodu i narednom odeljku teksta koristimo u širem smislu u kom ga koristi ekonomska teorija, tj. da označimo funkcionalnu vezu između dimenzija inputa i outputa u ravni u kojoj predstavljamo nečiju proizvodnju.

b) Razlika meri okvir koji NIS-ova trenutna tržišna pozicija stvara nekom budućem vlasniku za realizaciju **ekstraprofita**, ukoliko se NIS privatizuje bez ukidanja Uredbe o zabrani uvoza naftnih derivata u Srbiju, tj. ukoliko se zadrži sadašnji odnos rafinerijskih cena i poreskih dažbina. Dakle, ova računica je relevantna i ukoliko cela razlika o kojoj govorimo trenutno nije posledica NIS-ove neefikasnosti. Na primer, recimo da *gro* ove razlike uvećava NIS-ovu dobit, da NIS čak reinvestira tu dobit za dobrobit cele zajednice, ili da je plaća kao dividendu državi^{b)}. Tada se razlika o kojoj govorimo ne bi mogla smatrati gubitkom za Srbiju³, ali bi i dalje bila zanimljiva kao ekstraprofit koji novi vlasnik NIS-a može da ostvari ukoliko se NIS već nalazi na standardima poslovanja sa kojima ćemo ga ovde porediti – ili ukoliko ga novi vlasnik dovede do tih standarda poslovanja.

c) Napokon, računica je zanimljiva jer daje meru zarade koja se može ostvariti promenom tehnologije^{c)}, i stoga **ulaganja** koja bi se mogla opravdati u nekom datom roku, da se NIS dovede na pomenute standarde efikasnosti poslovanja.

Radi pojednostavlivanja izlaganja, razliku o kojoj govorimo nazvaćemo „gubitak“ iako, kako smo neposredno izložili, on ne mora u celosti to i da bude.

Postavljamo tri standarda moguće efikasnosti prema kojima ocenjujemo «gubitak», tj. primenjujemo tri pristupa njegovoj oceni. U odeljku 3 pitamo, (a) koliko bi Srbija mogla da uštedi kad bi NIS uvezio naftne derivate i (b), koliko bi Srbija mogla da uštedi kad bi NIS prerađivao i nabavljao naftu sa istom efikasnošću (rafinerijskom cenom) kao bolje kompanije u regionu? U odeljku 4 pitamo (c) koliko bi Srbija mogla da uštedi kad bi NIS ključne karakteristike procesa prerade nafte dovela na nivo najboljih regionalnih standarda?

Upotrebom više pristupa povećavamo pouzdanost analize koja se, neminovno, oslanja na koncepte čija se tačna empirijska vrednost teško utvrđuje. Naročito je korisno što su prva dva pristupa potpuno nezavisna od trećeg.

U narednim odeljcima prvo obrazložimo metodološke i praktične/empirijske pretpostavke, uz diskusiju dilema koje se nameću s njima u vezi. Zatim, ukratko izložimo rezultate sva tri pristupa oceni gubitka, (tj. neefikasnosti NIS-a tj. mogućeg ekstraprofita budućeg vlasnika). Aneks u kom se daju detaljnije informacije o ponašanju cena koje se koriste u analizi, i strukturi maloprodajne cene, kao i analitičke koncepte, može se naći na web stranici FREN-a www.fren.org.yu/publikacije.

Analiza nesumnjivo potvrđuje da trenutna tržišna i poreska struktura u naftnom sektoru, pogotovo Uredba o zabrani uvoza derivata i niskim akcizama, štite visoko neefikasno državno upravljanje NIS-om, i da ono vrlo skupo košta Srbiju: godišnje najmanje 292, a moguće i 353 miliona evra. Tu ocenu objašnjavamo u nastavku teksta.

2. Neke metodološke i praktične pretpostavke analize

Izvršene procene predstavljaju poređenja NIS-ove tehnologije, predstavljene kao tačka u prostoru čije dimenzije čine resursi i outputi, sa drugim, efikasnijim tehnologijama (tačkama) koje uzimamo kao standarde. „Gubitak“ koji ocenjujemo predstavlja razliku u položaju ovih tačaka, svedenu na jednu, vrednosno izraženu, dimenziju. Obe metode ocenjivanja poređenjem cena svode tu razliku na dimenziju inputa, tj. mere moguće uštede u inputu, za isti output. Treći metod je mešoviti – za neka poboljšanja karakteristika merimo moguće povećanje outputa za dati input a za druga, moguće smanjenje inputa za dati output.^{d)}

Veličina gubitka koji ocenjujemo, pored tehnoloških i organizacionih faktora, zavisi i od kretanja cene nafte i derivata na tržištu. Kao što će biti očigledno iz kasnijih računica, svetska cena sirove nafte (tj. sa njom vrlo tesno povezane svetske cene naftnih derivata) značajno opredeljuje vrednost gubitka koji posmatramo. Svođenje gubitka na jednu vrednosnu dimenziju podrazumeva da je

d) Teorijski, ove dve računice daju istu vrednost ukoliko govorimo o marginalnim promenama efikasnosti i ukoliko proizvodna tehnologija ima nulti profit.

3 Moguća je i treća varijanta — da NIS ostvaruje dobit ali da je ne reinvestira za dobrobit "Srbije bez NIS-a" već samo za dobrobit zaposlenih, ili neke njihove podgrupe, u NIS-u. U tom slučaju, Srbija u celini ne trpi gubitak, ali ga "Srbija bez NIS-a" trpi.

odnos između cena svih resursa i outputa stabilan. S obzirom na to da su cene naftnih derivata tesno povezane sa cenom nafte, a da su drugi inputi u procesu proizvodnje naftnih derivata skoro zanemarljivi, taj odnos jeste stabilan, a o gubitku može misliti i kao o izgubljenoj količini sirove nafte, ili naftnih derivata.

Ako „gubitak“ koji ocenjujemo posmatramo kao meru neefikasnosti NIS-a, potrebno je naglasiti da nijednom metodom koju koristimo ne proračunavamo ukupnu neefikasnost kompanije. Metodom poređenja rafinerijskih cena merimo neefikasnost u fazama procesa obezbeđivanja naftnih derivata koje prethode njenom formiranju: u nabavci i transportu uvozne nafte kao i u ekstrakciji domaće sirove nafte, i u njihovoj preradi. Neefikasnosti u distribuciji i u NIS-ovom obavljanju sporednih delatnosti nisu obuhvaćene. Metodom analize karakteristika procesa prerade – ocenjuje se samo neefikasnost u preradi.

Poseban problem predstavlja NIS-ova ekstrakcija sopstvene nafte. Domaću naftu vadi kompanija Naftagas koja je u sastavu NIS-a, a time i u državnom vlasništvu, a rafinerije Naftagasu plaćaju 22 dolara po barelu sirove nafte. Svetska cena nafte nešto slabijeg kvaliteta (nafta tipa Ural) je u februaru bila oko 55 dolara po barelu, a prosečna cena za 2005. iznosila je 50 dolara po barelu. U prvoj aproksimaciji razlika između te dve cene predstavlja Naftagasovu subvenciju ostalim delovima NIS-a (rafinerijama), što sistemu kao celini omogućava da iskazuje dobit uprkos maloprodajnim cenama koje ne pokrivaju stvarne troškove, tj. troškove vrednovane po svetskim cenama.

Da bismo pojednostavili razmišljanje o tome kako se ovaj problem uklapa u našu analizu, pretpostavićemo, da priznata cena domaće nafte tačno pokriva troškove njene ekstrakcije (što je verovatno blizu istine). Kad bi se u NIS-u priznavala puna svetska cena nafte za domaću naftu, razlika između te vrednosti i one koja se obračunava danas bila bi Naftagasova dobit, a umanjivala bi dobit (stvarala gubitak) za rafinerije. Tu dobit bi Naftagas trebalo da plaća državi kao rentu za korišćenje prirodnih resursa. Umanjen profit/dodatni gubitak u rafinerijama bi u pravoj meri pokazao njihovu neefikasnost^{e)}. Pošto Srbija sad ne ostvaruje dobit koja joj pripada zahvaljujući skoku vrednosti nafte na njenoj teritoriji – o razlici između vrednosti domaće nafte po svetskim i domaćim cenama treba razmišljati kao o subvenciji društva/države NIS-u. Tom subvencijom NIS pokriva gubitak koji bi imao u rafinerijama sa sadašnjim niskim maloprodajnim cenama. Stoga subvencija mora da se uračuna u ukupni „gubitak“ koji ovde ocenjujemo. Ovo se pitanje šire tretira u Aneksu koji objavljujemo na FREN-ovom sajtu.

Praktična i realistična kvantifikacija gubitka o kom govorimo predstavlja poseban izazov. Snažno se nameće nekoliko problema. Jedan je da se do podataka o cenama u regionalnoj isporuci teško dolazi pa se moramo oslanjati na malobrojne uvide. Relativne cene oštro i često variraju u naftnoj industriji – više nego drugde – te njihovo posmatranje u atipičnom trenutku može u pogrešnom pravcu odvesti analizu. Nastojali smo, stoga, da u našoj analizi posmatramo reprezentativne odnose cena, i to bliže obrazložimo u Aneksu ovom tekstu (na FREN-ovom sajtu).

Drugi problem je neuporedivost kvaliteta većine derivata koje proizvodi NIS sa onim koji se mogu uvesti sa svetskih tržišta ili koji se proizvode u regionu. Naime, JUS standardi po kojima bi NIS trebalo da proizvodi derivate (u određenim slučajevima NIS-ovi derivati ne poštuju čak ni JUS standarde) daleko su manje zahtevni u pogledu čistoće i kvaliteta naftnih derivata od standarda koji su na snazi u Evropskoj uniji (EU2005). Jasno je da «bolji» derivat znači i da je njegova vrednost veća, i da su troškovi njegove proizvodnje veći. Tome treba dodati i činjenicu da «lošiji» derivati za sobom povlače veću ekološku štetu, tj. implicitne troškove koji nemaju tržišnu, ali imaju sasvim stvarnu, cenu. Ovaj problem ne možemo da rešimo što znači da naša procena potcenjuje stvarne gubitke – za razliku u vrednosti (tržišnoj i ekološkoj) derivata «boljeg» i «lošijeg» kvaliteta.

Poslednji praktični problem u ovakvoj analizi može biti i pouzdanost inženjerskih ocena o tome šta je tehnološki moguće postići i kakav i koliki ekonomski efekat to ima. Verujemo, opet, da smo koristili samo najrobustnije koeficijente oko kojih nema nesuglasica među stručnjacima.

e) Alternativni model koji se svodi na isto može da se zasnije na pretpostavci da Naftagas izvozi naftu, i ostvaruje opisanu dobit, a da rafinerije uvoze naftu po svetskim cenama.

3. Ocene gubitka metodom poređenja cena

3.1 Poređenje sa cenom uvoznih derivata

Standard poređenja u ovom pristupu jeste cena derivata na svetskom tržištu uvećana za troškove transporta u Srbiju. To je najniži standard sa kojim se naftna industrija u našoj zemlji može porediti. Trošak snabdevanja preradom u domaćoj industriji mora da bude niži da bi postojanje industrije imalo smisla. Po pravilu, snabdevanje derivatima prerađenim u lokalnim rafinerijama ima strateške i logističke prednosti. Kad su jednom uloženi fiksni troškovi razvoja logistike snabdevanja «do» i «iz» rafinerija, onda je njegovo održavanje daleko jeftinije nego prevoz derivata sa većih udaljenosti. Kao što ćemo videti, u slučaju NIS-a to nije tako. Bitno je naglasiti da ovde nije reč o pitanju “treba li nam NIS?” ili “treba li rafinerije zatvoriti?” jer bi se za odgovor na ova pitanja u računicu morali uključiti dodatni faktori: troškovi zatvaranja rafinerija, i troškovi proširivanja kapaciteta postojećih saobraćajnica da bi se derivati u masovnoj količini mogli uvoziti i isporučivati do Srbije.

U Tabeli L3-1 poredimo NIS-ove rafinerijske cene benzina i dizela sa cenama na evropskom tržištu, uvećanim za transportne troškove od Jadranskog mora do Beograda. Posmatramo cene CIF Mediteran (decembar 2005. godine), dakle standardne cene isporuke na Mediteranu. Uzimamo Mediteranske, a ne regionalne cene iz dva razloga: (a) nismo u mogućnosti da obezbedimo verodostojne informacije o regionalnim cenama u dugoročnim ugovorima o isporuci (one bi nesumnjivo bile niže od kotacija koje u ovom tekstu koristimo); (b) regionalni uslovi snabdevanja bi se promenili kad bi se cela Srbija preorijentisala na snabdevanje uvozom iz regiona, što bi uticalo i na same regionalne cene, na teško predvidiv način.

Tabela L3-1. „Gubitak” u snabdevanju Srbije naftnim derivatima, standard: Uvoz derivata, decembar 2005.

I Veleprodajne cene naftnih derivata			
	MB-95	D-2	Evro-dizel
	evro/l		
1. Srbija (NIS)	0,39	0,43	0,49
2. Uvoz	0,33	0,40	0,41
Plattz Cif Mediteran ¹⁾	0,30	0,37	0,38
Transportni troškovi (max) ²⁾	0,03	0,03	0,03
	u evrima		
3. Razlika u ceni (1-2)	0,06	0,03	0,08
II Gubitak u razlici u ceni (6=3*4/5)			
	benzin	dizel³⁾	
	u milionima tona		
4. Godišnja potrošnja u 2005. godini	1,1	1,30	
	u l/kg		
5. Gustina	0,75	0,85	
	u milionima evra		
6. Gubitak u razlici u ceni (3*4/5)	88,0	68,8	
III Ukupni gubitak			
	u milionima evra		
7. Gubitak u razlici u ceni	157		
8. Gubitak u subvencijama na domaću naftu	135		
9. Ukupni gubitak	292		
	u % BDP		
9. Ukupni gubitak	1,46		

Izvor: Uredba o cenama naftnih derivata, Sl. Glasnik RS 5/2006, NIS, Reuters, FREN.

1) Cena Plattz CIF Mediteran. 2) Cena drumskog transporta, Rijeka — Beograd.

3) Razlike u ceni D-2 i Evro-dizela su ponderisane u skladu sa procenom potrošnje, i to D-2: 70%, a Evro-dizel: 30%.

„Gubitak“ izražen u razlici u ceni od 157 miliona evra, (Tabela L3-1) dobijamo kad razliku između uvoznih i NIS-ovih cena pomnožimo sa godišnjom potrošnjom dizela i benzina u Srbiji. Uvozne cene dobijamo kad mediteranskim cenama dodamo maksimalne transportne troškove od 0,03 evra po litru, koliko košta prevoz od Rijeke do Beograda. Ovaj „gubitak“ bi se mogao uslovno smatrati najnižom mogućom ocenom onoga što Srbija direktno gubi zbog zabrane uvoza naftnih derivata.

Međutim *ukupni „gubitak“*, tj. pravo merilo NIS-ove neefikasnosti, je mnogo veće. Mediteranske rafinerije plaćaju svetsku cenu sirove nafte – a NIS ima uštede na jeftinijoj domaćoj nafti. Dakle, NIS-ovoj rafinerijskoj ceni moramo da dodamo implicitnu subvenciju koju NIS dobija kroz potcenjenu domaću naftu. Drugi način da to vidimo je da pretpostavimo da NIS uvozi derivate za snabdevanje Srbije po svetskim cenama. Stoga Naftagas može da izvozi svu svoju proizvodnju, i na taj način zaradi razliku između domaće i svetske cene. U oba slučaja, „gubitak“ na indirektnu subvenciju je isti – 135 miliona evra. Tako uvećan, *ukupni „gubitak“* narasta na 292 miliona evra (1,46% BDP).

3.2 Poređenje sa rafinerijama u regionu

U ovom pristupu, standard poređenja je *efikasnost boljih kompanija u regionu*. Taj standard je nešto viši od prethodnog, ali nije veoma visok jer regionalni standardi efikasnosti naftne industrije nisu među višim u svetu. U ovoj proceni dajemo ocenu gubitka u odnosu na situaciju koja bi – s obzirom na uporedivost lokacije, zarada, kvaliteta nafte koja se prerađuje, i veličine tržišta za koje se posluje, bila sasvim sigurno ostvariva uz odgovarajuće, ne naročito zahtevno – upravljanje kompanijom.

Pre obrazlaganja ocene, potrebno je otkloniti nedoumice koje otvara prisustvo elementa dobiti u rafinerijskim cenama – kako NIS-a, tako i standarda. U veleprodajne, tj. rafinerijske cene koje poredimo, ulaze troškovi sirove nafte, njene nabavke i transporta, troškovi prerade ali i dobit kompanija realizovana u svim ovim aktivnostima.^{f)} Podsećamo, razlika između ovih cena korisno je merilo ekstraprofita koji bi efikasan vlasnik NIS-a mogao ostvariti u sadašnjem tržišnom i regulatornom okviru. Međutim, ukoliko nam je cilj striktno poređenje efikasnosti NIS-a i kompanija koje koristimo kao standard, potrebno je da se cene umanje za komponentu dobiti. Ne raspoložemo potrebnim informacijama da to učinimo, ali naglašavamo da – ukoliko je NIS-ova dobit niža od one kod standarda (a pokazatelji prikazani u Tabeli L3-2 govore da jeste), onda će, opet – naša procena gubitka usled NIS-ove neefikasnosti za toliko potcenjivati stvarnu.

f) *Struktura maloprodajne cene, uključujući ove komponente detaljnije je analizirana u Aneksu ovog teksta koji se može naći na www.fren.org.yu*

Tabela L3-2. Indikatori profitabilnosti NIS-a i naftnih kompanija u okruženju¹⁾

	MOL	LUKOIL	OMV	NIS
ROE	28,49	20,41	19,00	6,35
ROA	12,80	14,27	...	1,38
RofA	...	...	22,00	3,37
ROCE	22,23	23,93	16,00	4,13
ROACE	...	...	...	4,40

Izvor: Revizorski izveštaj na internet stranicama: MOL, LUKOIL, OMV; i Centar za bonitet.

1) Prema bilansnim podacima od 31.12.2004.

Napomene:

ROE — Prinos na akcijski kapital.

ROA — Prinos na aktivu.

RofA — Prinos na osnovna sredstva.

ROCE — Prinos na ukupni kapital.

ROACE — Prinos na prosečan ukupni kapital.

U Tabeli L3-3, u prvom delu, poredimo NIS-ove rafinerijske cene benzina i dizela sa prosekom cena u veleprodaji u Hrvatskoj (INA) i Mađarskoj (MOL)⁴. Rafinerijske cene su i do 31% više u Srbiji nego u ovim uporednim rafinerijama. Informacije o cenama u regionu – navedenim i drugim kompanijama – dobili smo direktnom, ponovljenom, komunikacijom sa odnosnim kompanijama i na osnovu objavljenih cenovnika. U ovom slučaju reč je o izvoznim cenama (MOL), i cenama u domaćoj veleprodaji (INA).^{g)}

g) Podaci kojima raspolažemo za druge rafinerije u regionu ne pokrivaju isti skup derivata uporedivog kvaliteta, i zato nisu prikazani. Prikazane rafinerije su uporedive sa drugima u regionu.

Postavlja se pitanje reprezentativnosti ovih cena, tj. da li su one dobar pokazatelj prosečnih troškova plus uobičajene dobiti ovih kompanija? Kako navodimo u Aneksu, verujemo da su cene posmatrane u periodu u kojem su cene derivata u svetu bile u “normalnoj” proporciji.

Tabela L3-3. „Gubitak“ u snabdevanju Srbije naftnim derivatima, standard: Regionalne kompanije, mart 2005.

Rafinerijske cene naftnih derivata				
	MB-98	BMB 95	Evro-Dizel	D-2
	evro/l			
1. Srbija (NIS)	0,51	0,41	0,51	0,45
2. Prosek:				
Hrvatska (INA)	0,37	0,38	0,44	0,43 ¹⁾
Mađarska (MOL)	0,35	0,31	0,41	...
3. Razlika (prosek):	0,15	0,07	0,09	0,02
Srbija i Hrvatska	0,14	0,03	0,07	0,02
Srbija i Mađarska	0,16	0,10	0,10	...
Gubitak u razlici u ceni (6=3*4/5)				
	benzin		dizel ²⁾	
	u milionima tona			
4. Godišnja potrošnja u 2005	1,1		1,3	
	u l/kg			
5. Gustina	0,75		0,85	
	u evrima			
6. Gubitak u razlici u ceni (3*4/5)	157,67		60,41	
Neefikasnosti NIS-a				
	u milionima evra			
7. Gubitak u razlici u ceni	218			
8. Gubitak u subvencijama na domaću naftu	135			
9. Ukupni gubitak	353			
	u % BDP			
9. Ukupni gubitak	1,77			

Izvor: Uredba o cenama naftnih derivata, Sl. Glasnik RS 5/2006, NIS, INA, MOL, FREN.

1) Postoji značajna razlika u specifikaciji derivata.

2) Razlike u ceni D-2 i Evro-dizela su ponderisane u skladu sa procenom potrošnje, i to D-2: 70%, a Evro-dizel: 30%.

Napomena: Proizvođačke cene INA-e i MOL-a su maksimalne i opadaju sa kupovinom većih količina derivata.

Dalje, „gubitak“ izražen u razlici u ceni, 353 miliona u Tabeli L3-3 dobijamo kad razliku između prosečnih cena u regionu i NIS-ovih cena pomnožimo sa godišnjom potrošnjom dizela i benzina u Srbiji.

Da bi dobili *ukupni* „gubitak“, tj. pravo merilo NIS-ove neefikasnosti prema, sveukupno, regionalnom standardu, opet je potrebno korigovati ovaj rezultat sa efektom razlika u ceni po kojoj se obračunava domaća nafta u odnosu na svetsku cenu.

⁴ Striktna metodologija zahtevala bi uključivanje celog niza derivata koji proizlaze iz procesa prerade. Većina tih derivata proizvodi se u zanemarljivo malim količinama. U slučaju mazuta, njegova potrošnja je naravno vrlo značajna ali s obzirom na to da se cene slobodno formiraju na regionalnom tržištu, uključujući i Srbiju, pravilno je pretpostaviti da nema bitnijih razlika. Pri tome, mazut je neželjeni ostatak proizvodnog procesa pa njegova cena varira još snažnije, i pod uticajem je još kompleksnijih faktora, nego u slučaju nafte i belih derivata.

U odnosu na ovaj zaključak potrebno je postaviti jednu malu ogradu. Naime, pošto i ove kompanije raspolažu sopstvenom naftom i pošto i kod njih država ima značajno učešće u upravljanju kompanijama – ne možemo sa potpunom sigurnošću isključiti mogućnost da INA ili MOL ne obračunavaju svoju sopstvenu naftu po svetskim cenama. U slučaju da je to tako, možemo sa izvesnošću pretpostaviti da njihova subvencija nije veća od NIS-ove. Ako je njihova subvencija manja ili jednaka NIS-ovoj, onda je stvarni ukupni „gubitak“ negde između *gubitka izraženog u razlici u ceni* (218 miliona evra) i *ukupnog gubitka* u poređenju sa regionalnim rafinerijama.

4. Ocena gubitka analizom tehnoloških karakteristika prerade nafte

Brojni faktori utiču na efikasnost tako složenog sistema kao što je NIS. U ovom odeljku kvantifikujemo uštede, koje se mogu ostvariti poboljšanjem karakteristika samog procesa prerade a ne i one u nabavci i uvozu sirove nafte. Taj pristup zato pokriva manji *skup neefikasnosti* od prethodnih i tu, postavljamo viši standard efikasnosti prerade od implicitno postavljenog standarda u poređenju sa regionalnim cenama: u ovoj proceni kao standarde performanse – koristimo *najbolje karakteristike* koje se postižu u regionu.

Našu analizu ograničavamo samo na ključne faktore koji utiču na efikasnost prerade. NIS-ove rafinerije bile bi efikasnije kada bi:

1. Poboljšale randman
2. Smanjile gubitke u preradi
3. Povećale iskorišćenost kapaciteta
4. Optimizovale korišćenje ljudskih resursa
5. Poboljšale kvalitet naftnih derivata

Tabela L3-4 rezimira rezultate ove analize isključujući efekat poboljšanja kvaliteta derivata: ukupne uštede koje bi se mogle postići iznose od 217 do 311,1 miliona evra. Najveći boljitak postigao bi se poboljšanjem randmana (203 miliona evra), što zahteva investicije u novu tehnologiju. Smanjenje zaposlenosti, iako je taj višak u NIS-u zaista velik, donosi uštede od najmanje 9,2 miliona evra.

Tabela L3-4. Rezime ušteta od poboljšanja karakteristika prerade

	u milionima evra
Poboljšanje randmana	202,6
Smanjenje gubitaka i sopstvene potrošnje	78,0
Povećanje iskorišćenosti kapaciteta	21,2
Optimizacija broja radnika	9,2
Ukupno	311,1
	u % BDP
Ukupno	1,5

Izvor: Tabele L3-5, L3-6 i Grafikon L3-1.

4.1 Poboljšanje randmana

Randman rafinerijske prerade predstavlja strukturu naftnih derivata koji se dobijaju u preradi sirove nafte i zavisi kako od kvaliteta nafte koja se prerađuje, tako i od tehnologije prerade. Najgrublja podela randmana deli autput na „bele“ i „crne“ derivate, od kojih su samo beli profitabilni. Beli derivati su TNG (tečni naftni gas), benzin, kerozin, dizel gorivo i lož ulja. Crni derivati su bitumen, katran i mazut. Randman zavisi od kvaliteta nafte koja se prerađuje, i od tehnologije prerade. U svetu se vade nafte različitih kvaliteta, i one se ugrubo dele na „lake“ i „teške“, u

zavisnosti od odnosa belih i crnih derivata koje daju u randmanu. Lake nafte su skuplje jer daju bolji odnos. U našem regionu prerađuje se uglavnom relativno teška ruska nafta (Ural), a domaće nafte su lake po kvalitetu.

Ključ efikasnosti rafinerije je u tehnologiji prerade i randmanu koja ona daje. Zbog zastarele tehnologije, randman NIS-ovih rafinerija je znatno lošiji od randmana rafinerija u okruženju. Iz barela sirove nafte (158,9 litara) NIS dobija nešto preko 63% belih derivata (Tabela L3-5). U rafinerijama zemalja u okruženju taj procenat se kreće od 75 do 85%.

Tabela L3-5 pokazuje koliko bi se promenili prihodi NIS-a kad bi kompanija osavremenila tehnologiju prerade. Prosečnu cenu belih i crnih derivata izračunali smo koristeći ponderisane proseke cena belih i crnih derivata na domaćem tržištu, gde smo kao pondere koristili godišnju potrošnju svakog derivata.

Tabela L3-5. Poboljšanje randmana NIS-a

	randman NIS	mogući randman	razlika	prosečna cena	dobit/gubitak po toni	prerađena nafta	dobit	ukupno
	% inputa			evro/t	evro/t	milioni tona	milioni USD	milioni evra
Beli derivati	63	80	17	572,2	99,3	4,1	407,1	...
Crni derivati	29	12	-17	293,3	-49,9	4,1	-204,4	202,6
Gubici	8	8	0	...	...	...	...	...

Izvor: NIS, FREN.

Polazimo od pretpostavke da bi bolja prerada poboljšala randman tako da se iz iste količine prerađene nafte dobije – umesto sadašnjih 63%, čak 80% belih derivata. To znači da bi NIS sa istim inputom proizveo 600 miliona litara više profitabilnih belih derivata, i povećao svoje prihode za oko 200 miliona evra godišnje.

4.2 Smanjenje gubitaka

Gubici nafte u preradi se mogu razmatrati u kontekstu randmana znače da se preradom 100 jedinica dobija manje od 100 uporedivih jedinica derivata. Posmatramo ih odvojeno zato što verujemo da su u dobroj meri pod uticajem ne samo tehnološkog već i ljudskog faktora. Gubici u preradi nastaju pre svega zbog utroška energije samog procesa prerade. Oni, međutim predstavljaju i gubitke usled neracionalnog upravljanja, uključujući i krađu. U rafinerijama u okruženju gubici iznose od 4 do 7,5% prerađene nafte, dok NIS svojim klijentima obračunava oko 8%. Kada bi se gubici u preradi i samopotrošnja smanjili i doveli na efikasan nivo od 4% uštedelo bi se, između 66 i 77 miliona evra, u zavisnosti od randmana koji pretpostavljamo za rafinerije (Tabela L3-6).

Tabela L3-6. Ušteda pri smanjenju gubitaka za 4% (sa 8% na 4%)

	Randman beli derivati	Randman crni derivati	Ušteda po toni prerađene nafte	Prerađenja sirova nafta	Ukupna ušteda
	%		evro/t	milioni tona	milioni evra
Randman NIS-a	61,00	31,00	16,10	4,10	66,02
Uporedni standard randmana	82,35	14,00	19,02	4,10	77,99

Izvor: Uredba o cenama naftnih derivata, Sl. Glasnik RS 5/2006, Rompetrol.

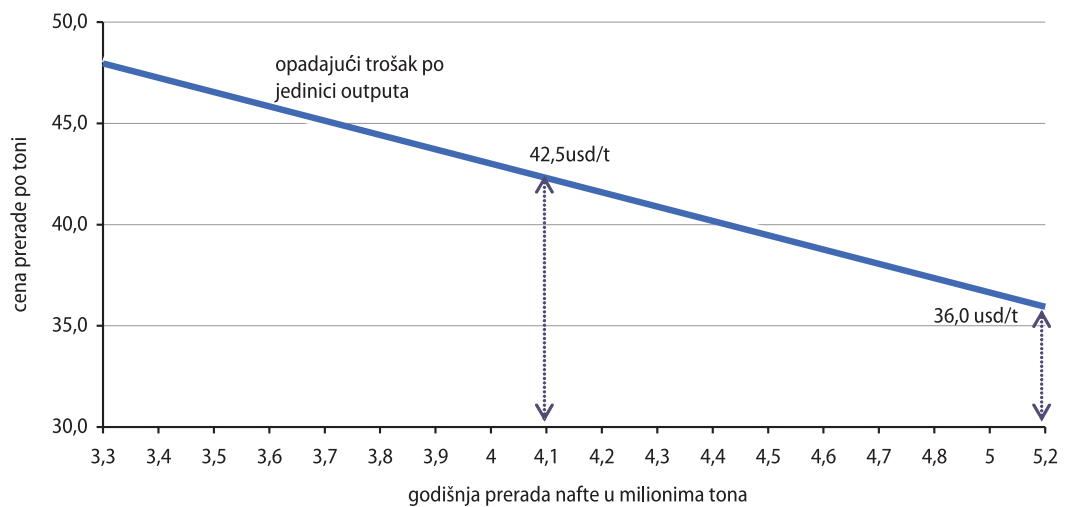
4.3 Poboljšanje iskorišćenosti kapaciteta

NIS prerađuje naftu prvenstveno za potrebe domaćeg tržišta, iako su mu kapaciteti veći. Kapacitet prerade iznosi 6,3 miliona tona sirove nafte godišnje, dok su domaće potrebe 4,1 miliona tona sirove nafte (Grafikon L3-1). Konstatujemo, NIS ne izvozi derivate i ne zadovoljava međunarodne standarde kvaliteta jer je njegova prerada nafte skuplja. Stepenn iskorišćenosti NIS-ovih prerađivačkih kapaciteta – svega je 65%, što je daleko od optimalnog, budući da su najveći troškovi rafinerijske prerade fiksni troškovi izgradnje, održavanja i remonta kapaciteta za preradu.

Povećanje iskorišćenosti kapaciteta smanjuje prosečni fiksni trošak po jedinici prerađenog inputa, a smanjuje i prosečan ukupni trošak.

Kada bi se poboljšao kvalitet naftnih derivata koje isporučuje NIS bi mogao da plasira svoju proizvodnju na tržišta u regionu (BiH, Makedonija) i na širem području (pod uslovom da je prerađivačka cena konkurentna), što bi omogućilo veću i optimalniju iskorišćenost postojećih kapaciteta, i značajno smanjilo prosečne troškove prerade. Povećanjem prerade sa sadašnjih 4,1 miliona tona na 5,2 miliona tona nafte, prosečni troškovi prerade smanjili bi se za oko 20% i iznosili bi 35 dolara po toni umesto sadašnjih 42,4 (Grafikon L3-1). To znači da bi veća iskorišćenost kapaciteta obezbedila uštedu u troškovima proizvodnje derivata za domaće tržište od 28 miliona dolara godišnje. Naravno, ukupna dobit za zemlju bila bi veća, uključujući i profit koji bi se ostvario u izvozu, ali to nije deo pitanja na koje odgovaramo u ovoj analizi.

Grafikon L3-1. Smanjenje ukupnih troškova prerade nafte zahvaljujući ekonomiji obima



Izvor: FREN - procene iz nezvaničnih inženjerskih izvora.

4.4 Smanjenje troškova rada

Naftna industrija Srbije ima između 5 i 10 puta više zaposlenih nego što je neophodno. Zapošljava 1000 ljudi po 1000 tona prerađene nafte, dok je taj odnos u referentnim rafinerijama između 100 i 200 zaposlenih. Pošto je cena rada u Srbiji znatno niža nego u Evropi, ukupni troškovi rada po prerađenoj toni nafte ipak su u okviru standarda evropskih rafinerija. Dodajmo tome, bilo bi logično da NIS iskoristiti svoju komparativnu prednost nižih troškova rada. Rafinerije u svetu za sporedne delatnosti angažuju druge firme, dok to u NIS-u nije slučaj. Zato razmatramo smanjenje zaposlenih za samo 50%, ili sa 1000 na 500 zaposlenih po 1000 tona prerađene nafte godišnje. Troškovi rada po toni nafte iznose 5,8 dolara po toni u NIS-u, dok bi racionalizacijom broja zaposlenih ovaj trošak pao na tri dolara po toni. Time bi na godišnjem nivou bila ostvarena ušteda od 11,5 miliona dolara.

5. Zaključak

Tri metode procene “gubitka” Srbije (Tabela L3-7) u snabdevanju naftnim derivatima daju kompatibilne rezultate, od 264–353 miliona evra. Izvršena procena je konzervativna jer se odnosi, u slučaju viših cifara (291 i 353 miliona evra), samo na faze snabdevanja tržišta do vrata rafinerije, a ne i na distribuciju i sporedne delatnosti NIS-a. Najniža procena (264 miliona evra) odnosi se na još uži pojam – neefikasnost u preradi nafte. Postoji i, relativno malo verovatna, mogućnost da je cifra od 353 miliona evra precenjena, ukoliko kompanije koje su korišćene kao standardi potcenjuju vrednost sopstvene nafte u odnosu na svetske cene. U svakom slučaju, može se sa velikom pouzdanošću tvrditi da je ceo “gubitak” veći od 300 miliona evra godišnje.

Tabela L3-7. Sumarna tabela procene “gubitka”

	u milionima evra	u % BDP
Standardi:		
Uvoz derivata	291,8	1,46
Regionalne kompanije	353,1	1,77
Efikasne performanse u preradi	311,1	1,50
Prosek procenjenog gubitka	318,7	1,6

Izvor: Tabele L3-1, L3-3 i L3-4.

Verujemo da ovaj “gubitak”, u stvari, i daje konzervativnu ocenu neefikasnosti naftne delatnosti NIS-a, tj. istinskog gubitka privrede Srbije pri snabdevanju naftnim derivatima. Međutim, ne raspoložemo dovoljno detaljnim podacima kojima bi to uverenje u potpunosti potkrepili. Stoga ne možemo isključiti mogućnost da deo “gubitka” koji ocenjujemo u ovom tekstu nije „gubitak“, već se vraća Srbiji kroz povećanu profitabilnost tj. investicije NIS-a.

Važnije je da “gubitak” koji ovde procenjujemo pravilno prepoznamo u kontekstu perspektive skorašnje privatizacije NIS-a. On predstavlja ekstradobit koju bi novi vlasnik mogao da ostvari u sadašnjoj konstelaciji tržišnih odnosa i poreskog opterećenja posle odgovarajućeg investiranja u povećavanje efikasnosti NIS-a na nivo regionalnih standarda koje smo koristili u ovoj analizi.

U tom kontekstu, naša analiza daje procenu okvira koje bi novi vlasnik NIS-a imao za finansiranje potrebnih investicija da bi ostvario skok na pomenuti nivo efikasnosti. Uz rok isplativosti investicija od pet godina (u realnosti životni vek fiksnih investicija je mnogo duži), godišnja ušteda od 300 miliona evra po ceni kapitala od 10% ostavlja prostor za inicijalnu investiciju od 1140 miliona evra. Nezavisne konsultantske procene NIS-ovih investicionih potreba ne prelaze 500 miliona evra, dok bi ostatak, u sadašnjem regulativnom okviru predstavljao čistu dobit.

Dakle, postoji prostor da se prilikom privatizacije NIS-a promeni regulatorni i poreski okvir, tako da cela buduća potencijalna ekstradobit postane fiskalni prihod. Prenosnje dela uštede na potrošače nema opravdanja jer su maloprodajne cene već među najnižim u regionu. Prvo, ukidanjem Uredbe o zabrani uvoza derivata NIS bi bio izložen konkurenciji koja bi obezbedila potrebna tržišna merila i disciplinu u funkcionisanju tržišta naftnih derivata. Drugo, uvođenjem rente na eksploataciju nafte obezbedila bi se podela dobiti od crpljenja nafte na: vlasnika resursa – države, i koncesionara – novog vlasnika NIS-a. Ta renta bi u najmanju ruku morala da prikupi veći deo razlike između vrednosti proizvodnje domaće nafte po svetskim i po sadašnjim netržišnim cenama. Treće, akcize na naftne derivate bi se morale fazno uvećati do nivoa koji je dostignut u regionu. Dobar deo te povećane fiskalne naplate trebalo bi usmeriti na sanaciju i minimizaciju ekoloških troškova koje je naftna industrija proizvela u prošlosti i onih koje će nastaviti da proizvodi u budućnosti.

ANALITIČKI PRILOG

Tabela P-1. Srbija: Cene na malo, 2001-2006.

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo				
	dec. 2002=100	12-m	kumulativ ¹⁾	ROBA	Poljoprivredni proizvodi	Industrijski prehrambeni proizvodi	Industrijski neprehrambeni proizvodi	USLUGE
						kumulativ ¹⁾		
godišnji indeksi²⁾								
2001	76,8	194,3	140,6	132,3	127,4	133,1	135,0	175,3
2002	93,2	121,4	114,8	109,4	113,8	98,8	114,1	133,0
2003	104,1	111,7	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1
2004	114,3	110,1	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
2005	134,0	116,5	117,7	115,4	136,1	115,9	114,0	124,1
kvartalni indeksi²⁾								
2003								
I kvartal	101,4	114,6	101,8	100,4	104,6	99,1	100,5	105,8
II kvartal	103,1	114,0	103,7	101,9	118,0	99,0	101,2	108,8
III kvartal	105,0	110,4	105,6	104,4	90,1	101,1	106,9	109,0
IV kvartal	107,0	108,2	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1
2004								
I kvartal	109,1	107,6	101,8	101,0	105,1	101,6	100,4	103,9
II kvartal	111,9	108,5	105,1	105,1	125,6	104,6	103,8	105,3
III kvartal	116,1	110,6	109,2	109,4	105,7	110,7	109,3	108,5
IV kvartal	120,1	112,3	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
2005								
I kvartal	127,5	116,9	105,1	103,8	115,0	104,7	109,6	106,6
II kvartal	131,2	117,2	108,0	107,0	147,8	107,1	104,6	110,7
III kvartal	135,9	117,1	111,8	110,7	119,2	110,1	111,2	115,3
IV kvartal	141,6	117,8	117,7	115,4	136,1	115,9	114,0	124,1
mesečni indeksi								
2004								
Januar	108,3	107,4	100,4	100,3	103,9	100,3	100,1	100,7
Februar	109,3	107,7	101,4	100,6	104,0	100,9	100,3	103,4
Mart	109,7	107,8	101,8	101,0	105,1	101,6	100,4	103,9
April	110,6	107,9	102,6	102,0	106,7	102,6	101,0	104,4
Maj	111,7	108,4	103,7	103,3	120,4	103,4	101,9	104,6
Jun	113,3	109,3	105,1	105,1	125,6	104,6	103,8	105,3
Jul	114,9	110,1	106,6	107,0	104,8	106,1	108,0	105,7
Avgust	115,7	110,2	107,3	106,9	102,1	107,6	107,0	108,3
Septembar	117,6	111,4	109,2	109,4	105,7	110,7	109,3	108,5
Oktoabar	118,2	111,4	109,7	110,0	105,0	112,1	109,6	108,8
Novembar	119,6	111,8	111,0	111,7	107,6	113,2	111,8	109,1
Decembar	122,6	113,7	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
2005								
Januar	125,9	116,3	102,7	100,9	103,1	102,1	100,2	107,8
Februar	127,8	116,9	104,2	102,7	108,1	103,1	102,1	108,5
Mart	128,8	117,4	105,1	103,8	115,0	104,7	109,6	106,6
April	129,8	117,4	105,9	104,7	125,6	105,5	103,1	109,3
Maj	131,3	117,5	107,1	106,2	143,5	106,2	104,0	109,7
Jun	132,4	116,8	108,0	107,0	147,8	107,1	104,6	110,7
Jul	135,0	117,5	110,1	109,3	133,0	107,6	109,2	112,6
Avgust	135,6	117,2	110,6	109,3	126,0	108,3	109,2	114,3
Septembar	137,1	116,5	111,8	110,7	119,2	110,1	111,2	115,3
Oktoabar	139,4	117,9	113,7	112,8	122,7	113,1	112,6	116,3
Novembar	141,1	118,0	115,1	114,1	128,5	114,7	113,5	118,1
Decembar	144,2	117,7	117,7	115,4	136,1	115,9	114,0	124,1
2006								
Januar	144,9	115,1	100,5	100,4	103,5	100,7	100,7	100,3
Februar	146,9	115,0	101,9	102,3	107,8	100,7	103,5	100,6

Izvor: RZS.

1) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

2) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Tabela P-2. Srbija: Izabrani indeksi cena, 2001-2006.

	Indeks cena na malo		Indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda		Troškovi života	
	dec. 2002=100	12-m	dec. 2002=100	12-m	dec. 2002=100	12-m
godišnji indeksi¹⁾						
2001	76,8	194,3	87,1	187,3	79,1	195,1
2002	93,2	121,4	96,4	110,7	94,5	119,5
2003	104,1	111,7	102,1	105,9	103,8	109,9
2004	114,3	109,8	111,8	109,5	115,2	111,0
2005	134,0	117,3	127,2	113,7	133,8	116,1
kvartalni indeksi¹⁾						
2003						
I quarter	101,4	114,6	100,3	107,6	100,8	112,1
II quarter	103,1	114,0	100,9	108,1	102,9	112,1
III quarter	105,0	110,4	103,0	103,7	104,3	108,0
IV quarter	107,0	108,2	104,2	104,3	107,2	107,7
2004						
I quarter	109,1	107,6	106,7	106,4	109,5	108,5
II quarter	111,9	108,5	110,5	109,5	113,4	110,2
III quarter	116,1	110,6	113,6	110,3	117,1	112,3
IV quarter	120,1	112,3	116,6	111,9	121,0	112,9
2005						
I quarter	127,5	116,9	119,8	112,3	126,9	116,0
II quarter	131,2	117,2	123,3	111,6	132,0	116,4
III quarter	135,9	117,1	129,7	114,2	135,2	115,5
IV quarter	141,6	117,8	136,0	116,7	141,1	116,6
mesečni indeksi						
2004						
Januar	108,3	107,4	105,42	105,2	108,8	108,4
Februar	109,3	107,7	106,79	106,6	109,5	108,5
Mart	109,7	107,8	107,96	107,5	110,1	108,7
April	110,6	107,9	109,26	108,2	111,6	109,3
Maj	111,7	108,4	110,68	109,9	113,3	110,6
Jun	113,3	109,3	111,56	110,5	115,3	110,8
Jul	114,9	110,1	112,79	109,7	116,1	111,5
Avgust	115,7	110,2	113,13	109,8	116,5	112,1
Septembar	117,6	111,4	114,94	111,3	118,6	113,1
Oktobar	118,2	111,4	115,97	112,0	119,8	112,7
Novembar	119,6	111,8	116,32	111,4	120,9	112,8
Decembar	122,6	113,7	117,37	112,1	122,4	113,1
2005						
Januar	125,9	116,3	118,19	112,1	125,1	115,0
Februar	127,8	116,9	120,43	112,8	127,0	115,9
Mart	128,8	117,4	120,92	112,0	128,7	116,9
April	129,8	117,4	122,00	111,7	130,0	116,4
Maj	131,3	117,5	123,10	111,2	132,6	117,0
Jun	132,4	116,8	124,93	112,0	133,5	115,8
Jul	135,0	117,5	128,07	113,5	134,7	116,0
Avgust	135,6	117,2	128,85	113,9	134,8	115,7
Septembar	137,1	116,5	132,20	115,0	136,1	114,7
Oktobar	139,4	117,9	134,89	116,3	139,2	116,2
Novembar	141,1	118,0	136,23	117,1	141,0	116,6
Decembar	144,2	117,7	136,79	116,5	143,2	117,0
2006						
Januar	144,9	115,1	137,39	116,3	144,3	115,3
Februar	146,9	115,0	-	-	145,7	114,8

Izvor: RZS.

1) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Tabela P-3. Kretanje kursa evra, 2001-2006

	Nominalni				Realni				Indeks troškova života u Evro zoni ⁴⁾ (dec. 2002=100)
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	Kurs ³⁾ (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	USD/EUR	
godišnji kurs⁵⁾									
2001	59,4929	96,6	116,5	100,4	122,2	61,2	72,7	0,8920	97,0
2002	60,6763	98,6	102,0	102,8	104,8	85,7	91,5	0,9397	99,1
2003	64,9743	105,6	107,1	110,5	102,4	97,8	104,4	1,1241	101,0
2004	72,6215	118,0	111,8	115,6	106,3	103,8	103,9	1,2392	103,0
2005	82,9188	134,7	114,2	109,3	105,8	99,5	94,9	1,2433	105,3
kvartalni kurs⁵⁾									
2003									
I kvartal	62,8849	102,2	104,7	103,7	101,1	93,4	102,7	1,0717	100,3
II kvartal	64,6679	105,1	106,9	105,6	102,9	95,5	102,7	1,1295	100,9
III kvartal	65,1449	105,8	107,1	106,6	101,9	98,9	102,4	1,1130	101,1
IV kvartal	67,1996	109,2	109,6	110,5	103,7	103,2	104,4	1,1846	101,6
2004									
I kvartal	69,2361	112,5	110,1	102,3	105,1	103,9	101,0	1,2382	101,9
II kvartal	70,8080	115,0	109,5	105,3	106,0	103,0	101,5	1,2084	103,1
III kvartal	73,4267	119,3	112,7	109,4	106,1	104,1	101,7	1,2113	103,2
IV kvartal	77,0150	125,1	114,6	115,6	108,2	104,3	103,9	1,2993	103,9
2005									
I kvartal	80,2421	130,4	115,9	102,7	106,4	101,2	98,1	1,3145	104,0
II kvartal	81,8942	133,0	115,7	105,0	106,7	100,7	98,3	1,2606	105,2
III kvartal	83,8302	136,2	114,2	107,5	105,8	99,8	97,8	1,2199	105,6
IV kvartal	85,7085	139,2	111,3	109,3	104,5	96,6	94,9	1,1898	106,2
mesečni kurs									
2004									
Januar	68,7405	111,7	110,9	101,1	104,8	105,1	100,4	1,2445	101,6
Februar	69,4133	112,8	110,4	102,1	105,0	104,1	100,6	1,2429	101,8
Mart	69,5546	113,0	109,0	102,3	105,5	102,7	101,0	1,2274	102,4
April	70,0771	113,8	109,2	103,1	105,8	103,0	101,4	1,2010	102,8
Maj	70,7521	114,9	109,1	104,0	106,2	103,0	101,7	1,2040	103,2
Jun	71,5949	116,3	110,2	105,3	106,0	103,2	101,5	1,2200	103,3
Jul	72,6567	118,0	112,4	106,8	105,8	104,3	101,4	1,2122	103,1
Avgust	73,2559	119,0	112,4	107,7	106,2	104,2	101,8	1,2031	103,2
Septembar	74,3674	120,8	113,3	109,4	106,2	103,7	101,7	1,2186	103,4
Oktoobar	75,6250	122,9	114,0	111,2	107,8	104,6	103,3	1,2542	103,8
Novembar	76,8000	124,8	114,2	112,9	108,2	104,4	103,6	1,3009	103,7
Decembar	78,6200	127,7	115,6	115,6	108,5	103,9	103,9	1,3442	104,1
2005									
Januar	79,8494	129,7	116,2	101,6	106,8	101,9	98,4	1,3287	103,6
Februar	80,1272	130,2	115,4	101,9	105,9	100,8	97,6	1,3076	103,9
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	106,5	101,0	98,1	1,3074	104,5
April	81,3236	132,1	116,0	103,4	106,8	100,9	98,5	1,2955	105,0
Maj	81,8419	133,0	115,7	104,1	106,6	100,3	98,2	1,2715	105,3
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	106,7	100,7	98,3	1,2180	105,3
Jul	82,9982	134,8	114,2	105,6	105,1	99,3	96,9	1,2040	105,3
Avgust	83,9965	136,5	114,7	106,8	106,2	100,0	97,9	1,2294	105,5
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	106,2	100,0	97,8	1,2265	106,0
Oktoobar	85,1413	138,3	112,6	108,3	105,4	97,8	97,2	1,2026	106,3
Novembar	86,0770	139,8	112,1	109,5	105,1	97,1	96,9	1,1809	106,1
Decembar	85,9073	139,6	109,3	109,3	102,9	94,9	94,9	1,1861	106,3
2006									
Januar	87,1203	141,5	109,1	101,4	103,5	96,9	100,5	1,2122	105,9
Februar	87,5160	142,2	109,2	101,9	-	-	-	1,1960	-

Izvor: NBS, RZS, Eurostat (www.epp.eurostat.ec.eu.int).

1) Prosek meseca, dobijen na osnovu proseka dnevnih zvaničnih srednjih kurseva NBS.

2) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

3) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u Evro zoni.

4) "Harmonized indices of consumer prices".

5) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Tabela P-4. Srbija: Platni bilans, 2003-2005.¹⁾

	2003			2004			2005				
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.
kumulativni, u milionima evra											
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-1.515	-529	-1.022	-1.223	-2.356	-317	-530	-1.022	-1.309	-1.507	-1.679
ROBA I USLUGE	-3.781	-1.144	-2.455	-3.557	-5.315	-731	-1.811	-3.087	-3.601	-4.061	-4.474
Roba	-3.968	-1.224	-2.556	-3.708	-5.470	-709	-1.837	-3.121	-3.629	-4.088	-4.488
Izvoz robe, f.o.b. ²⁾	2.447	504	1.142	1.929	2.832	770	1.702	2.655	2.991	3.344	3.765
Uvoz robe, f.o.b.	-6.415	-1.728	-3.698	-5.637	-8.302	-1.479	-3.538	-5.776	-6.620	-7.432	-8.253
Izvoz/Uvoz (%)	38	29	31	34	34	52	48	46	45	45	46
Usluge	187	80	101	152	155	-22	26	34	28	27	15
Prihodi	906	275	534	853	1.171	250	591	943	1.054	1.167	1.304
Rashodi	-719	-196	-433	-701	-1.016	-272	-565	-909	-1.026	-1.140	-1.289
Bilans robe i usluga	-3.781	-1.144	-2.455	-3.557	-5.315	-731	-1.811	-3.087	-3.601	-4.061	-4.474
Izvoz robe i usluga	3.353	779	1.676	2.782	4.003	1.019	2.293	3.598	4.044	4.511	5.069
Uvoz robe i usluga	-7.134	-1.923	-4.131	-6.338	-9.319	-1.751	-4.104	-6.685	-7.645	-8.572	-9.543
Kamate, neto	-180	-34	-67	-86	-172	-57	-130	-187	-207	-216	-245
Naplaćene	61	17	30	42	64	12	32	53	60	67	80
Plaćene	-241	-51	-97	-128	-235	-70	-163	-239	-268	-283	-328
Tekući transferi	2.020	572	1.325	2.161	2.728	439	1.329	2.104	2.300	2.558	2.771
Doznake, neto	332	106	258	343	340	40	177	239	238	298	298
Priliv	690	187	384	572	796	184	423	682	767	856	953
Odliv	-358	-81	-126	-229	-456	-144	-246	-443	-559	-674	-824
Devizni depoziti nerezidenata	308	152	277	505	568	39	166	398	417	426	576
Otkup deviza, neto	1.106	269	691	1.140	1.592	320	884	1.329	1.478	1.590	1.631
Ostalo ³⁾	274	45	100	174	228	40	102	138	167	243	265
Zvanične donacije	425	77	174	258	403	33	82	148	199	212	269
GREŠKE I PROPUSTI	214	72	72	32	327	-185	-174	-295	-196	-177	-339
KAPITALNE TRANSAKCIJE	1.889	350	815	1.254	2.377	704	1.188	2.254	2.550	2.903	3.644
Finansijske transakcije	1.889	350	815	1.254	2.377	704	1.188	2.254	2.550	2.903	3.644
Strane direktne investicije (SDI)	1.198	173	262	470	773	260	496	956	993	1.075	1.192
Ostale investicije	691	177	554	784	1.604	444	692	1.298	1.557	1.828	2.452
Srednjeročni i dugoročni krediti, neto	628	144	345	643	1.221	155	610	994	1.080	1.179	1.524
Drzava	206	24	39	104	229	15	44	105	114	136	177
Banke	106	35	152	247	417	68	209	292	333	371	545
Ostalo	317	85	155	292	574	72	357	597	634	672	802
Kratkoročni krediti, neto	4	31	63	78	164	136	16	92	177	258	396
Kratkoročno zaduzivanje banaka, neto	0	26	43	55	136	90	34	37	117	183	307
Ostala aktiva i pasiva	62	-20	-26	101	187	76	35	141	188	259	432
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: +)	-3	21	172	-38	33	77	30	71	113	132	100
DEVIZNE REZERVE NBS⁴⁾, neto (korišćenje: +)	-587	108	135	-63	-349	-202	-483	-937	-1.045	-1.218	-1.627
Korišćenje kredita MMF-a	246	0	121	121	192	0	0	151	151	151	151
Otplata kredita MMF-u ⁵⁾	0	-33	-73	-128	-188	-46	-93	-134	-126	-118	-118
PRO MEMORIA											
Obaveze banaka prema inostranstvu	414	213	471	807	1.121	198	410	727	867	980	1.429
u % BDP											
Izvoz robe i usluga	19,9	4,3	9,3	15,4	22,2	5,2	11,8	18,4	20,7	23,1	26,0
Uvoz robe i usluga	-42,3	-10,7	-22,9	-35,1	-51,7	-9,0	-21,0	-34,3	-39,2	-43,9	-48,9
Bilans robne razmene	-23,5	-6,8	-14,2	-20,6	-30,3	-3,6	-9,4	-16,0	-18,6	-21,0	-23,0
Bilans tekućih transakcija	-9,0	-2,9	-5,7	-6,8	-13,1	-1,6	-2,7	-5,2	-6,7	-7,7	-8,6
BDP u evrima ⁶⁾	16.853	18.039	18.039	18.039	18.039	19.510	19.510	19.510	19.510	19.510	19.510

Izvor: NBS i RZS.

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

2) Izvoz f.o.b. bez korekcije za neregistrovani izvoz.

3) Priliv po Zakonu o platnom prometu, priliv po osnovu Odluke 74/100 i neregistrovani priliv.

4) Isključujući tranše MMF-a.

5) Otplata glavnice.

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

Tabela P-5. Srbija: Konsolidovani bilans javnog sektora¹⁾, 2003–2005.
Nominalni iznosi u milijardama dinara

	2003		2004		2005	
	ukupno	ukupno	Q1 - Q3	Q4 (procena)	ukupno	
I JAVNI PRIHODI	472,3	589,4	491,0	210,2	701,2	
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR ^{2),3)}	472,3	580,6	477,4	202,4	679,8	
1. Tekući prihodi	467,9	583,4	485,5	207,8	693,3	
Poreski prihodi	437,2	540,8	453,2	186,3	639,5	
Porez na dohodak i dobit	82,2	83,9	74,6	30,0	104,6	
Porez na promet / PDV	126,0	159,1	153,8	62,2	215,9	
<i>od čega: neto prihod bez PDV obaveza prema privredi²⁾</i>	<i>126,0</i>	<i>159,1</i>	<i>143,8</i>	<i>56,2</i>	<i>199,9</i>	
Akcize	58,1	69,1	51,2	20,0	71,3	
Carine	29,6	34,3	26,7	12,3	39,0	
Doprinosi	116,1	159,0	129,5	55,1	184,6	
<i>od čega: doprinosi bez kompenzacije sa FZR³⁾</i>	<i>116,1</i>	<i>150,22</i>	<i>125,90</i>	<i>53,23</i>	<i>179,13</i>	
Ostali poreski prihodi	25,2	35,5	17,3	6,8	24,1	
Neporeski prihodi	30,7	42,6	32,3	21,5	53,8	
2. Kapitalni prihodi	4,4	6,1	5,5	2,4	7,9	
II JAVNI RASHODI	-500,6	-572,0	-474,2	-195,3	-669,6	
1. Tekući rashodi	-478,7	-535,0	-452,0	-184,6	-636,6	
Rashodi za zaposlene	-116,1	-138,0	-118,6	-47,5	-166,2	
Kupovina roba i usluga	-72,3	-78,3	-62,7	-29,6	-92,3	
Otplata kamata	-11,0	-24,6	-16,9	-7,7	-24,5	
Subvencije i socijalni transferi ⁴⁾	-269,4	-280,8	-242,4	-94,8	-337,3	
<i>od čega: penzije⁴⁾</i>	<i>-127,2</i>	<i>-151,1</i>	<i>-134,6</i>	<i>-51,5</i>	<i>-186,1</i>	
Ostali tekuci rashodi	-9,9	-13,3	-11,3	-5,0	-16,4	
2. Kapitalni rashodi ⁵⁾	-21,9	-37,0	-22,3	-10,7	-33,0	
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-31,7	-25,2	-28,7	-7,9	-36,6	
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	-18,9	-18,9	-21,1	-0,8	-21,9	
2. Penzije ⁴⁾	-3,7	-4,5	-4,2	-5,6	-9,8	
3. Budžetski krediti, neto ⁶⁾	-9,1	-1,8	-3,4	-1,5	-4,9	
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin⁷⁾	-28,3	17,5	16,8	14,9	31,7	
IVb UKUPNI FINANSIJSKI REZULTAT (IVa+III.3.), definicija MMF, podaci MFIN	-37,4	15,7	13,3	13,4	26,7	
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FREN⁷⁾	-60,0	-7,7	-12,0	7,0	-5,0	
V FINANSIRANJE (definicija FREN)	45,5	23,9	25,3	2,1	28,7	
Donacije ⁸⁾	1,9	0,9			1,3	
Prihodi od privatizacije ⁹⁾	32,9	14,2	24,0	-2,3	21,7	
Domaće finansiranje ¹⁰⁾	2,0	5,9	3,9	1,1	5,0	
Inostrano finansiranje ¹¹⁾	9,4	7,4	3,4	3,3	6,7	
Izdaci za otplatu glavnice domaćim i stranim kreditorima ¹²⁾	-0,7	-4,5	-6,0	0,0	-6,0	
PRO MEMORIJA						
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu:						
- na osnovu evidentiranih fiskalnih tokova (IVc+V)	-14,5	16,2	13,3	9,1	23,7	
- na osnovu evidencije stanja u poslovnim bankama (podaci NBS)	7,9	-7,0	26,7	11,4	38,1	
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ¹³⁾	10,0	6,0	16,0	
Kompenzacija FZR ¹⁴⁾	...	8,8	3,63	1,84	5,5	
IVc Ukupni fiskalni rezultat po MMF evidenciji ¹⁵⁾	-29,3	8,0	...	...	25,4	
Investicioni projekti (FLIPs), MMF podatak ¹⁶⁾	-5,6	-8,3	...	...	6,1	

Izvor: Bilten javnih finansija (BJF), IMF Country Report No. 06/58, FREN-ove procene, Memorandum o bužetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine.

1) Uključeni su svi nivoi vlasti (republika, pokrajina i opštine) i njihovi budžetski korisnici, ali ne i javna preduzeća.

2) Prihod od PDV umanjeno za stavku „Potraživanja privrede po osnovu PDV” prikazano u Pro Memoriji (videti fus notu 13).

3) Prihod od doprinosa umanjeno za stavku „Kompenzacija FZR” u Pro Memoriji (videti fus notu 14).

4) U odeljku II prikazani su podaci o rashodima za penzije iz BJF korigovani za stavke iz III.2: otplatu „velikog duga” u 2003. i 2004. i za docnje (4 mili-

jarde dinara) plaćene u decembru 2005. Iznos otplate penzijskog duga iz BJF za koji nam nije poznato na šta se odnosi ostao je u odeljku II.

5) Izdaci za kapitalne rashode u 2003. i 2004. preuzeti su iz Memoranduma o budžetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine (videti fus notu 16).

6) Stavka odgovara pojmu „Izdaci za nabavku finansijke imovine” u BJF, odnosno stavci „net lending” u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i sl. Veliki iznos u 2003. verovatno se objašnjava avansnim finansiranjem trošenja države za period privremenog budžeta u prvim mesecima 2004.

7) Videti metodološku diskusiju u Okviru 1.

8) Podatak iz IMF CR 06/58. Nema podataka o donacijama u BJF.

9) Prihodi od privatizacije Republike uvećani za 10% zbog pripadajućeg priliva u Penzijski fond i Fond za restituciju. Ne znamo zašto su u četvrtom kvartalu 2005. privatizacioni prihodi u BJF negativni.

10) Finansiranje izdavanjem obveznica Republike Srbije. Postoji mogućnost i da se uključuju novi krediti domaćih banaka državi, u kom slučaju bi to trebalo isključiti iz stavke: „Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu na osnovu evidencije stanja u poslovnim bankama (podaci NBS)” u Pro Memoriji.

11) Inostrano finansiranje u Republičkom budžetu uvećano je za 30% (procena lokalnog finansiranja).

12) Izdaci za otplatu glavnice duga iz BJF koji nisu uključeni u odeljak III.

13) Procena FREN-a na osnovu: nezvanične informacije da su poreski krediti koje potražuje privreda na kraju 2005. iznosili oko 11 milijardi, i na osnovu analize tokova povraćaja PDV prikazanih u BJF.

14) Reč je o kompenzacijama u kojima se potraživanje Republičkog fonda PIO od Fonda za razvoj Srbije namiruje otplatom starih dugova po osnovu doprinosa od strane preduzeća koja su dužnici Fonda za razvoj Srbije.

15) Podatak „Overall balance, excluding project loans”, IMF Country Report No. 06/58, Februar 2006, strana 37, Table 8. Serbia: General Government Fiscal Operations, 2003–06.

16) FLIPs – Foreign loan financed investment projects, podaci preuzeti iz IMF Country Report No. 06/58. Prema metodologiji MMF FLIPs su uključeni u kapitalne izdatke, a prema metodologiji Ministarstva finansija nisu. Poređenje sa podacima MMF međutim sugerše da je ova stavka ipak uključena u kapitalne rashode u 2004. godini.

Napomene:

– U prošlom broju QM napravljena je greška u podacima koji se odnose na rashode u 2004. godini. Naime, u ukupne javne rashode bili su uključeni i izdaci po osnovu otplate SDŠ, dok su u 2003. i u prva tri kvartala 2005. ovi izdaci korektno isključeni.

– Realni rast dobijen je primenom prosečnog 12-m indeksa cena na malo za svaku godinu (2003, 2004. i 2005). Dobjijene realne stope rasta bile bi nešto manje da je deflacija vršena kvartalno, jer je inflacija bila viša u kasnijim mesecima u kojima su i realni tokovi veći.

Tabela P-6. Srbija: Monetarni pregled, 2003–2005.

	2003			2004			2005					
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾												
Neto strana aktiva (NSA)	150.952	133.174	116.740	131.048	143.045	147.520	166.237	198.041	193.254	195.239	206.794	
Neto strana aktiva (NSA) (u evrima)	2.210	1.908	1.617	1.747	1.791	1.820	2.008	2.338	2.260	2.260	2.419	
Rezerve	243.044	233.980	237.218	267.905	298.778	319.616	356.821	411.422	415.384	434.959	475.063	
Rezerve (u evrima)	3.558	3.352	3.287	3.572	3.740	3.943	4.311	4.857	4.857	5.036	5.556	
NBS	193.700	187.951	199.126	217.108	244.837	272.654	302.596	358.226	365.758	384.850	420.808	
NBS (u evrima)	2.835	2.693	2.759	2.895	3.065	3.364	3.656	4.229	4.277	4.456	4.922	
Poslovne banke	49.344	46.029	38.092	50.797	53.941	46.962	54.225	53.196	49.626	50.109	54.255	
Poslovne banke (u evrima)	722	659	528	677	675	579	655	628	580	580	635	
Obaveze (-)	-92.092	-100.806	-120.478	-136.857	-155.733	-172.096	-190.584	-213.381	-222.130	-239.720	-268.269	
Obaveze (-) (u evrima)	-1.348	-1.444	-1.669	-1.825	-1.949	-2.123	-2.302	-2.519	-2.597	-2.775	-3.138	
NBS	-68.479	-69.036	-77.311	-73.559	-74.433	-76.969	-78.810	-87.305	-87.045	-88.162	-87.159	
NBS (u evrima)	-1.002	-989	-1.071	-981	-932	-950	-952	-1.031	-1.018	-1.021	-1.019	
Poslovne banke	-23.613	-31.770	-43.167	-63.298	-81.300	-95.127	-111.774	-126.076	-135.085	-151.558	-181.110	
Poslovne banke (u evrima)	-346	-455	-598	-844	-1.018	-1.174	-1.350	-1.489	-1.579	-1.755	-2.118	
Neto domaća aktiva (NDA)	93.914	118.135	145.905	165.486	180.037	183.792	208.058	224.717	238.841	250.000	251.747	
Domaći krediti	165.272	185.197	216.211	241.591	268.407	281.277	312.359	344.125	359.463	378.140	383.466	
Kreditni državi, neto ²⁾	-8.415	-2.498	7.554	4.130	5.115	-9.236	-3.669	-12.169	-19.690	-25.952	-30.794	
Kreditni	31.379	32.972	32.898	34.662	42.915	44.388	39.207	41.172	40.116	36.218	36.810	
Dinarski krediti	21.726	22.021	22.341	22.980	28.991	29.304	24.352	22.379	21.391	19.302	19.534	
NBS	19.051	18.904	18.840	18.646	21.427	21.235	16.636	16.013	15.613	15.013	14.702	
Poslovne banke	2.675	3.117	3.501	4.334	7.564	8.069	7.716	6.366	5.778	4.289	4.832	
Devizni krediti	9.653	10.951	10.557	11.682	13.924	15.084	14.855	18.793	18.725	16.916	17.276	
Devizni (u evrima)	141	157	146	156	174	186	179	222	219	196	202	
NBS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	180	
NBS (u evrima)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	
Poslovne banke	9.653	10.951	10.557	11.682	13.924	15.084	14.855	18.793	18.725	16.916	17.096	
Poslovne banke (u evrima)	141	157	146	156	174	186	179	222	219	196	200	
Depoziti (-)	-39.794	-35.470	-25.344	-30.532	-37.800	-53.624	-42.876	-53.341	-59.806	-62.170	-67.604	
Dinarski depoziti	-17.830	-16.073	-15.091	-17.459	-24.434	-32.008	-29.811	-34.513	-41.543	-40.742	-43.490	
NBS	-12.992	-13.769	-13.076	-15.803	-22.966	-30.234	-28.219	-32.783	-39.712	-38.830	-40.729	
Poslovne banke	-4.838	-2.304	-2.015	-1.656	-1.468	-1.774	-1.592	-1.730	-1.831	-1.912	-2.761	
Devizni depoziti	-21.964	-19.397	-10.253	-13.073	-13.366	-21.616	-13.065	-18.828	-18.263	-21.428	-24.114	
Devizni (u evrima)	-322	-278	-142	-174	-167	-267	-158	-222	-214	-248	-282	
NBS	-18.108	-15.402	-7.025	-9.708	-9.989	-18.088	-6.571	-14.392	-13.045	-13.630	-18.789	
NBS (u evrima)	-265	-221	-97	-129	-125	-223	-79	-170	-153	-158	-220	
Poslovne banke	-3.856	-3.995	-3.228	-3.365	-3.377	-3.528	-6.494	-4.436	-5.218	-7.798	-5.325	
Poslovne banke (u evrima)	-56	-57	-45	-45	-42	-44	-78	-52	-61	-90	-62	
Kreditni nedržavnom sektoru	173.687	187.695	208.657	237.461	263.292	290.513	316.028	356.294	379.153	404.092	414.260	
Domaćinstva	28.643	32.383	40.248	52.059	64.441	69.844	82.569	102.707	111.654	120.176	124.897	
Privreda	145.044	155.312	168.409	185.402	198.851	220.669	233.459	253.587	267.499	283.916	289.363	
Ostala aktiva, neto ³⁾	-71.358	-67.062	-70.306	-76.105	-88.370	-97.485	-104.301	-119.408	-120.622	-128.140	-131.718	
od čega: kapital i rezerve (-)	-95.373	-93.974	-102.040	-108.170	-118.891	-127.754	-140.174	-147.854	-149.277	-149.654	-159.042	
NBS	-2.770	-2.767	-2.986	-2.985	-15.738	-15.735	-22.562	-22.562	-22.561	-22.560	-22.571	
Poslovne banke	-92.603	-91.207	-99.054	-105.185	-103.153	-112.019	-117.609	-125.292	-126.716	-127.094	-136.471	
Novčana masa: M2⁴⁾	244.866	251.309	262.645	296.534	323.082	331.312	374.295	422.758	432.095	445.239	458.541	
Novčana masa: dinarski M2 ⁵⁾	124.886	119.341	125.700	135.146	146.584	144.128	160.766	180.445	187.075	183.452	192.888	
Novčana masa: M1	99.544	92.382	97.365	103.453	111.235	110.049	120.456	134.514	139.443	134.610	144.886	
Gotov novac u opticaju	42.979	38.004	40.347	42.463	45.165	39.368	42.316	47.283	45.474	44.271	53.645	
Depoziti po viđenju (privreda i domaćinstva)	56.565	54.378	57.018	60.990	66.070	70.681	78.140	87.231	93.969	90.339	91.241	
Oročeni dinarski depoziti (privreda i domaćinstva)	25.342	26.959	28.335	31.693	35.349	34.079	40.310	45.931	47.632	48.842	48.002	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	119.980	131.968	136.945	161.388	176.498	187.184	213.529	242.313	245.020	261.787	265.653	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) (u evrima)	1.756	1.891	1.897	2.152	2.209	2.309	2.580	2.861	2.865	3.031	3.107	
od čega: domaćinstva ⁶⁾	69.738	76.985	84.568	94.472	110.714	124.107	141.477	162.667	169.521	180.450	190.123	
od čega: domaćinstva (u evrima) ⁶⁾	1.021	1.103	1.172	1.260	1.386	1.531	1.709	1.921	1.982	2.089	2.224	

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten

- 1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.
- 2) Država obuhvata dva nivoa vlasti: DZ Srbiju i Crnu Goru i Republiku Srbiju, a lokalna samouprava je tretirana kao nedržavni sektor.
- 3) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - kapital i rezerve, ostalu pasivu i saldo međubankarskih odnosa.
- 4) Novčana masa: M2 - odnosi se na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava, oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava i devizne depozite privrede i domaćinstava.
- 5) Novčana masa: dinarski M2 - odnosi se na M2 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava i oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava.
- 6) Devizna štednja stanovništva.

Tabela P-7. Srbija: Bilans poslovnih banaka, 2003-2005.

	2003		2004			2005					
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.
u milionima dinara, na kraju perioda¹⁾											
Neto devizne rezerve	25.731	14.259	-5.075	-12.501	-27.359	-48.165	-57.549	-72.880	-85.459	-101.449	-126.855
<i>Neto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>377</i>	<i>204</i>	<i>-70</i>	<i>-167</i>	<i>-342</i>	<i>-594</i>	<i>-695</i>	<i>-860</i>	<i>-999</i>	<i>-1.175</i>	<i>-1.484</i>
Bruto devizne rezerve	49.344	46.029	38.092	50.797	53.941	46.962	54.225	53.196	49.626	50.109	54.255
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>722</i>	<i>659</i>	<i>528</i>	<i>677</i>	<i>675</i>	<i>579</i>	<i>655</i>	<i>628</i>	<i>580</i>	<i>580</i>	<i>635</i>
Bruto devizne obaveze (-)	-23.613	-31.770	-43.167	-63.298	-81.300	-95.127	-111.774	-126.076	-135.085	-151.558	-181.110
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima) (-)</i>	<i>-346</i>	<i>-455</i>	<i>-598</i>	<i>-844</i>	<i>-1.018</i>	<i>-1.174</i>	<i>-1.350</i>	<i>-1.489</i>	<i>-1.579</i>	<i>-1.755</i>	<i>-2.118</i>
Neto domaća aktiva (NDA)	-25.731	-14.259	5.075	12.501	27.359	48.165	57.549	72.880	85.459	101.449	126.855
Domaći krediti	47.584	52.999	74.841	81.600	105.455	126.889	144.130	170.160	187.927	208.930	235.271
Kreditni državi, neto ²⁾	-1.583	-1.195	26	1.951	8.657	9.287	2.453	6.520	5.108	-401	4.484
Kreditni	13.731	15.184	15.215	17.399	22.756	24.262	23.743	26.578	26.192	23.047	24.085
Dinarski krediti	4.078	4.233	4.658	5.717	8.832	9.178	8.888	7.785	7.467	6.131	6.989
Devizni krediti	9.653	10.951	10.557	11.682	13.924	15.084	14.855	18.793	18.725	16.916	17.096
<i>Devizni krediti (u evrima)</i>	<i>141</i>	<i>157</i>	<i>146</i>	<i>156</i>	<i>174</i>	<i>186</i>	<i>179</i>	<i>222</i>	<i>219</i>	<i>196</i>	<i>200</i>
Depoziti (-)	-15.314	-16.379	-15.189	-15.448	-14.099	-14.975	-21.290	-20.058	-21.084	-23.448	-19.601
Dinarski depoziti	-11.372	-12.291	-11.902	-12.040	-10.700	-11.413	-14.766	-15.581	-15.831	-15.611	-14.237
Devizni depoziti	-3.942	-4.088	-3.287	-3.408	-3.399	-3.562	-6.524	-4.477	-5.253	-7.837	-5.364
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-58</i>	<i>-59</i>	<i>-46</i>	<i>-45</i>	<i>-43</i>	<i>-44</i>	<i>-79</i>	<i>-53</i>	<i>-61</i>	<i>-91</i>	<i>-63</i>
Neto potraživanja od NBS	70.374	66.649	76.109	83.059	97.570	99.401	136.504	159.417	166.925	182.465	204.922
Potraživanja	74.224	70.360	79.331	84.880	99.325	101.154	137.023	160.153	167.477	182.973	205.607
Gotovina	4.097	3.451	3.419	3.463	4.281	3.812	4.430	4.822	6.923	5.749	7.060
Obavezne rezerve	16.241	13.321	15.067	18.738	20.953	20.676	21.855	24.673	25.704	24.024	26.046
Slobodne rezerve	6.720	2.732	3.452	-471	6.569	1.766	2.790	3.349	3.461	-1.381	7.294
Depoziti	44.936	48.628	51.743	58.459	66.013	71.694	90.317	107.501	115.223	136.104	148.312
od čega: dinarski depoziti	193	78	57	81	156	95	140	120	116	102	130
NBS blagajnički zapisi/repo operacije ³⁾	2.230	2.228	5.650	4.691	1.509	3.206	17.631	19.808	16.166	18.477	16.895
Obaveze	-3.850	-3.711	-3.222	-1.821	-1.755	-1.753	-519	-736	-552	-508	-685
Kreditni ostalom delu privrede, neto	-21.207	-12.455	-1.294	-3.410	-772	18.201	5.173	4.223	15.894	26.866	25.865
Kreditni	172.040	186.336	207.257	235.836	261.826	289.156	314.487	354.522	377.122	401.904	411.807
Domaćinstva	28.439	32.182	40.048	51.858	64.283	69.616	82.293	102.435	111.385	119.906	124.618
Dugoročni krediti	17.070	19.367	25.992	36.997	48.848	53.801	66.112	84.542	92.379	99.846	103.683
Kratkoročni krediti	11.369	12.815	14.356	14.861	15.435	15.815	16.181	17.893	19.006	20.060	20.935
Privreda	143.601	154.154	167.209	183.978	197.543	219.540	232.194	252.087	265.737	281.998	287.189
Dugoročni krediti	63.772	64.692	72.144	78.405	87.347	90.442	98.695	103.549	109.317	118.442	125.430
Kratkoročni krediti	79.829	89.462	95.065	105.573	110.196	129.098	133.499	148.538	156.420	163.556	161.759
Depoziti (-)	-193.247	-198.791	-208.551	-239.246	-262.598	-270.955	-309.314	-350.299	-361.228	-375.038	-385.942
Dinarski depoziti	-73.998	-67.484	-72.208	-78.691	-87.019	-84.696	-96.879	-109.002	-117.415	-114.722	-121.469
Domaćinstva	-13.411	-14.200	-13.116	-13.215	-12.737	-12.634	-14.970	-16.028	-16.753	-15.826	-16.553
Privreda	-60.587	-53.284	-59.092	-65.476	-74.282	-72.062	-81.909	-92.974	-100.662	-98.896	-104.916
Devizni depoziti	-119.249	-131.307	-136.343	-160.555	-175.579	-186.259	-212.435	-241.297	-243.813	-260.316	-264.473
Domaćinstva ⁴⁾	-69.738	-76.985	-84.568	-94.472	-110.714	-124.107	-141.477	-162.667	-169.521	-180.450	-190.123
<i>Domaćinstva (u evrima)</i>	<i>-1.021</i>	<i>-1.103</i>	<i>-1.172</i>	<i>-1.260</i>	<i>-1.386</i>	<i>-1.531</i>	<i>-1.709</i>	<i>-1.921</i>	<i>-1.982</i>	<i>-2.089</i>	<i>-2.224</i>
Privreda	-49.511	-54.322	-51.775	-66.083	-64.865	-62.152	-70.958	-78.630	-74.292	-79.866	-74.350
<i>Privreda (u evrima)</i>	<i>-725</i>	<i>-778</i>	<i>-717</i>	<i>-881</i>	<i>-812</i>	<i>-767</i>	<i>-857</i>	<i>-928</i>	<i>-869</i>	<i>-925</i>	<i>-870</i>
Ostala aktiva, neto⁵⁾	-73.315	-67.258	-69.766	-69.099	-78.096	-78.724	-86.581	-97.280	-102.468	-107.481	-108.416
od čega: kapital i rezerve	-92.603	-91.207	-99.054	-105.185	-103.153	-112.019	-117.609	-125.292	-126.716	-127.094	-136.471

Izvor: FREN, NBS – Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Država obuhvata tri nivoa vlasti: DZ Srbija i Crna Gora, Republiku Srbiju i lokalnu samoupravu.

3) Počev od januara 2005.god. NBS je blagajničke zapise (BZ) zamenila repo operacijama, tako da se podaci zaključno sa dec. 2004. god. odnose na BZ, a mart i jul 2005. god. na repo operacije.

4) Devizna štednja stanovništva.

5) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - depozite pravnih lica u likvidaciji, kapital i rezerve, ostalu pasivu i neto međubankarske odnose.

Tabela P-8. Srbija: Bilans Narodne banke Srbije, 2003-2005.

	2003		2004				2005				
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.
u milionima dinara, na kraju perioda¹⁾											
Neto devizne rezerve	81.859	71.146	72.342	86.174	104.530	124.514	134.123	164.055	164.210	161.193	186.342
<i>Neto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>1.198</i>	<i>1.019</i>	<i>1.002</i>	<i>1.149</i>	<i>1.308</i>	<i>1.536</i>	<i>1.620</i>	<i>1.937</i>	<i>1.920</i>	<i>1.866</i>	<i>2.179</i>
Bruto devizne rezerve	193.700	187.951	199.126	217.108	244.837	272.654	302.596	358.226	365.758	384.850	420.808
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>2.835</i>	<i>2.693</i>	<i>2.759</i>	<i>2.895</i>	<i>3.065</i>	<i>3.364</i>	<i>3.656</i>	<i>4.229</i>	<i>4.277</i>	<i>4.456</i>	<i>4.922</i>
Bruto devizne obaveze	-111.841	-116.805	-126.784	-130.934	-140.307	-148.140	-168.473	-194.171	-201.548	-223.657	-234.466
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima)</i>	<i>-1.637</i>	<i>-1.673</i>	<i>-1.757</i>	<i>-1.746</i>	<i>-1.756</i>	<i>-1.828</i>	<i>-2.035</i>	<i>-2.292</i>	<i>-2.357</i>	<i>-2.589</i>	<i>-2.742</i>
od čega: devizne obaveze poslovnih banaka	-43.362	-47.769	-49.473	-57.375	-65.874	-71.171	-89.663	-106.866	-114.503	-135.495	-147.307
<i>od čega: devizne obaveze poslovnih banaka (u evrima)</i>	<i>-635</i>	<i>-684</i>	<i>-685</i>	<i>-765</i>	<i>-825</i>	<i>-878</i>	<i>-1.083</i>	<i>-1.262</i>	<i>-1.339</i>	<i>-1.569</i>	<i>-1.723</i>
Neto domaća aktiva	-11.863	-13.646	-10.074	-22.039	-27.561	-58.814	-62.632	-83.861	-82.580	-88.452	-92.121
Domaći krediti	-10.843	-10.991	-5.349	-11.982	-13.944	-39.936	-41.262	-59.163	-60.722	-63.564	-64.886
Kreditni državi, neto ²⁾	-13.362	-14.068	-4.457	-10.409	-16.630	-37.448	-26.469	-41.230	-47.060	-47.928	-50.563
Kreditni	19.051	18.904	18.840	18.646	21.427	21.235	16.636	16.013	15.613	15.013	14.882
od čega: dinarski krediti	19.051	18.904	18.840	18.646	21.427	21.235	16.636	16.013	15.613	15.013	14.702
Depoziti (-)	-32.413	-32.972	-23.297	-29.055	-38.057	-58.683	-43.105	-57.243	-62.673	-62.941	-65.445
Dinarski depoziti	-14.305	-17.570	-16.272	-19.347	-28.068	-40.595	-36.534	-42.851	-49.628	-49.311	-46.656
od čega: lokalna samouprava	-1.313	-3.801	-3.196	-3.544	-5.102	-10.361	-8.315	-10.068	-9.916	-10.481	-5.927
Devizni depoziti	-18.108	-15.402	-7.025	-9.708	-9.989	-18.088	-6.571	-14.392	-13.045	-13.630	-18.789
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-265</i>	<i>-221</i>	<i>-97</i>	<i>-129</i>	<i>-125</i>	<i>-223</i>	<i>-79</i>	<i>-170</i>	<i>-153</i>	<i>-158</i>	<i>-220</i>
Neto potraživanja od banaka	2.337	2.899	-1.073	-1.751	2.554	-2.672	-15.080	-18.045	-13.734	-15.703	-14.248
Potraživanja	5.490	5.329	4.692	3.561	4.594	3.644	2.671	2.907	2.809	2.891	2.666
od čega: ostali dinarski krediti	3.774	3.507	2.801	1.608	3.007	1.576	371	505	364	352	396
od čega: devizni krediti	1.716	1.822	1.891	1.953	1.587	2.068	2.300	2.402	2.445	2.539	2.270
<i>od čega: devizni krediti (u evrima)</i>	<i>25</i>	<i>26</i>	<i>26</i>	<i>26</i>	<i>20</i>	<i>26</i>	<i>28</i>	<i>28</i>	<i>29</i>	<i>29</i>	<i>27</i>
Obaveze	-3.153	-2.430	-5.765	-5.312	-2.040	-6.316	-17.751	-20.952	-16.543	-18.594	-16.914
od čega: Blagajnički zapisi NBS	-2.223	-2.378	-5.720	-5.224	-1.752	0	0	-4.070	-2.335	-2.969	-2.419
od čega: repo transakcije	0	0	0	0	0	-3.206	-17.607	-15.734	-13.810	-15.460	-14.409
Kreditni ostalom delu privrede, neto	182	178	181	178	132	184	287	112	72	67	-75
Potraživanja	244	243	243	242	198	248	369	353	342	346	296
Dinarski i devizni krediti	244	243	243	242	198	248	369	353	342	346	296
Obaveze (-)	-62	-65	-62	-64	-66	-64	-82	-241	-270	-279	-371
Dinarski depoziti	-62	-65	-62	-64	-66	-64	-82	-241	-270	-279	-371
Ostala aktiva, neto ³⁾	-1.020	-2.655	-4.725	-10.057	-13.617	-18.878	-21.370	-24.698	-21.858	-24.888	-27.235
Primarni novac (H)	69.996	57.501	62.268	64.135	76.969	65.700	71.491	80.194	81.630	72.741	94.221
Gotovina u opticaju	42.979	38.004	40.347	42.463	45.165	39.368	42.316	47.283	45.474	44.271	53.645
Rezerve poslovnih banaka	27.017	19.497	21.921	21.672	31.804	26.332	29.175	32.911	36.156	28.470	40.576
Obavezne rezerve	16.212	13.321	15.067	18.738	20.953	20.676	21.855	24.673	25.704	24.024	26.045
Slobodne rezerve	10.805	6.176	6.854	2.934	10.851	5.656	7.320	8.238	10.452	4.446	14.531
Depoziti po vidjenju	5.695	2.280	2.039	734	5.076	2.825	3.004	3.394	2.750	300	4.759
Žiro računi i gotovina	5.110	3.896	4.815	2.200	5.775	2.831	4.316	4.844	7.702	4.146	9.772

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Krediti državi, neto obuhvataju tri nivoa vlasti: DZ Srbija i Crna Gora, Republiku Srbiju i lokalnu samoupravu.

3) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivnu; i na strani pasive - devizne depozite ostalih finansijskih institucija, depozite banaka u likvidaciji, kapital i rezerve i ostalu pasivu.