

# **kvartalni monitor**

**EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI**

**Broj 32 • januar–mart 2013**

**Beograd, jun 2013**

## IZDAVAČ

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

## BILTEN IZLAZI KVARTALNO

### REDAKCIJSKI SAVET

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

### GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Milojko Arsić

### IZVRŠNI UREDNIK

Saša Ranđelović

### AUTORI

Milojko Arsić  
Danko Brčerević, Privredna aktivnost  
Mirjana Gligorić, Platni bilans i spoljna trgovina  
Aleksa Nenadović, Međunarodno okruženje  
Milan Pejić, Cene i devizni kurs  
Jelena Žarković Rakić, Zaposlenost i zarade  
Saša Ranđelović, Fiskalni tokovi i politika  
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

### SARADNICI U OVOM BROJU

Tanja Karaulac  
Dejan Molnar

### GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

### SLOG I PRELOM

Maja Tomić

### OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

### ŠTAMPARIJA

Alta Nova

### TIRAŽ

300 primeraka

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

# Sadržaj

<b>Uvodnik</b> .....	5
----------------------	---

## TRENDOVI

1. Pregled .....	7
2. Privredna aktivnost .....	11
3. Zaposlenost i zarade .....	18
4. Platni bilans i spoljna trgovina .....	24
5. Cene i devizni kurs .....	31
6. Fiskalni tokovi i politika .....	35
7. Monetarni tokovi i politika .....	46
8. Međunarodno okruženje .....	52

## OSVRTI

*Osvrt 1*

<b>Rezultati i problemi u realizaciji fiskalne konsolidacije i reformi</b> .....	56
--	----

*Milojko Arsić*

*Osvrt 2*

<b>Reforma poreza na dohodak građana u Srbiji: efikasnost i pravičnost vs. politička ekonomija</b> . . . .	63
--	----

*Saša Randelović*

*Osvrt 3*

<b>Činjenice o regionalnim razlikama u Srbiji</b> .....	66
---	----

*Dejan Molnar*

*Osvrt 4*

<b>Loši krediti u regionu i Srbiji: trendovi, rizici i moguće mere</b> .....	73
--	----

*Milojko Arsić, Svetozar Tanasković*

# Analitičke i notacijske konvencije

## Vrednosti

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

## Definicije agregata i indeksa

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

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

**Nova privreda** – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

## Notacija

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

**H** – primarni novac

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

**IMC** – indeks maloprodajnih cena

**IIP** – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

**ITŽ** – indeks troškova života

**M1** – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

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

**NDA** – neto domaća aktiva

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

## Skraćenice

**BDP** – bruto domaći proizvod

**BDV** – bruto dodata vrednost

**ECB** – Evropska centralna banka

**EPS** – Elektroprivreda Srbije

**EU** – Evropska Unija

**JIE** – jugoistočna Evropa

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

**FZR** – Fond za razvoj Republike Srbije

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

**MMF** – Međunarodni monetarni fond

**MSP** – mala i srednja preduzeća

**NBS** – Narodna banka Srbije

**NZS** – Nacionalna služba za zapošljavanje

**OECD** – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

**PDV** – porez na dodatu vrednost

**QM** – Kvartalni monitor

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

**RZS** – Republički zavod za statistiku Srbije

**SDI** – strane direktne investicije

**SDŠ** – stara devizna štednja

**SMTK** – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

**ZZP** – Zajam za preporod Srbije

# Uvodnik



Privreda Srbije je u prvim mesecima ove godine ostvarila skromne pozitivne rezultate, ali je i njihova održivost ugrožena negativnim trendovima u javnim finansijama, preduzećima i bankarskom sektoru. Rast BDP, obuzdavanje inflacije i smanjenje spoljnog deficita, nesumnjivo predstavljaju pozitivne rezultate, ali je pri tome neophodno imati u vidu da je rast od 2% nedovoljan da bi se otvorila nova radna mesta, kao i da je deficit tekućeg bilansa od preko 8% BDP dugoročno neodrživ. Najvažniji negativni trendovi su visok fiskalni deficit od oko 7% BDP, rast procenta nenaplativih kredita na preko 20%, kao i nastavak rasta nezaposlenosti. Da bi se zaustavili negativni trendovi neophodno je da se već tokom leta usvoje dodatne mere fiskalne konsolidacije, kao i mere za poboljšanje likvidnosti privrede. Za dugoročno održiv oporavak privrede presudno je otpočinjavanje temeljnih reformi javnog sektora i privrednog sistema. Nastavak recesije u EU i zemljama u okruženju dodatno otežava oporavak privrede Srbije. Najavljeno smanjivanje monetarne ekspanzije u razvijenim zemljama i mogući rast kamatnih stopa na međunarodnom finansijskom tržištu negativno će uticati na Srbiju.

Kretanja u oblasti javnih finansija u prva četiri meseca su izrazito nepovoljna. U slučaju nastavka postojećih tendencija fiskalni deficit u 2013. godini bi dostigao 7% BDP, što bi bio najveći deficit u Centralnoj i Istočnoj Evropi i jedan od najvećih u celoj Evropi. Javni dug je veći od 60% BDP, pa se postavlja pitanje da li su investitori spremni da finansiraju toliki deficit, imajući u vidu nizak kreditni rejting Srbije. Krajem maja usvojen je paket poreskih zakona, koji će boljom preraspodelom poreza između **različitih nivoa države, doprineti smanjenju fiskalnog deficita** u ovoj godini za 0,3-0,4% BDP. Osim toga najavljene su i mere štednje, čija primene bi do kraja godine trebala da smanji fiskalni deficit za 1% BDP. Početkom maja, smanjena je restriktivnost monetarne politike što predstavlja adekvatan odgovor na zaustavljanje inflacije, pad privredne aktivnosti i pogoršanje finansijske pozicije privrede. Nakon zastoja od nekoliko meseci, ponovo se najavljaju reforme javnog sektora i privrednog sistema. Međutim, izjave predstavnika vlade o neophodnosti i pravcima reformi su nekoordinisane i protivrečne, što kod investitora izaziva nedoumice o tome kakva će se politika u Srbiji sprovesti.

Rast BDP u prvom kvartalu je relativno skroman i on je rezultat snažnog rasta u nekoliko delatnosti i recesije u većem delu privrede. Dosadašnji trendovi potvrđuju naše procene, da bi se rast na nivou cele godine mogao kretati u intervalu do 1,5-2%, ali se javljaju novi rizici koji bi mogli da ugroze ostvarenje i ovako skromne stope rasta. Najveći rizici za rast privrede su izostanak kredibilne fiskalne konsolidacije i rast procenta loših kredita. Rast loših kredita odražava loše stanje u privredi, ali ukoliko dođe do kraha većeg broja preduzeća i banaka, to će povratno pogoršati stanje u privredi i javnim finansijama. Ako se ne usvoji kredibilna fiskalna konsolidacija moguće je naglo zaustavljanje priliva stranog kapitala, što bi na različite načine (teškoće u finansiranju fiskalnog deficita, smanjenje prekograničnih kredita, nagla deprecijacija dinara i dr.) pogoršalo stanje u privredi. Konačno, zbog velike varijabilnosti vremenskih uslova, nije izvesno da li će se **ostvariti planirani rast** poljoprivredne proizvodnje. Kao što smo i predviđali rast privrede nije dovoljan da zaustavi rast nezaposlenosti. Prema preliminarnim podacima stanje na tržištu rada se i dalje pogoršava. Visoka i dugotrajna nezaposlenost, naročito među pripadnicima mlade generacije, postaje najveći ekonomski i društveni problem Srbije.

Rast privrede se ostvaruje uglavnom u izvozno orijentisanim delatnostima, što pozitivno utiče na smanjenje spoljnog deficita. Međutim, **deficit tekućeg platnog bilansa** iznosi 8,5% BDP, što je manje nego prošle godine, ali je i dalje dugoročno neodrživ. Finansiranje ovako visokog deficita povećava visok spoljni dug Srbije, koji je dostigao blizu 90% BDP. Visok deficit tekućeg bilansa, čini Srbiju izrazito zavisnom od priliva stranog kapitala, pa značajnije smanjenje priliva stranog kapitala skoro trenutno dovodi da nestabilnosti na deviznom tržištu, koja se zbog visoke evroiziranosti prenosi na inflaciju, rast troškova privrede i dr. Stoga jedan od ključnih prioriteta ekonomske politike treba da bude smanjenje deficita tekućeg bilansa na održiv nivo koji verovatno iznosi 3-5% BDP.

Inflacija u Srbiji je već pola godine na niskom nivou - prosečna mesečna stopa rasta od novembra prošle godine iznosi 0,3%. Ocenjujemo da je visok rast cena u aprilu bio posledica uticaja sezonskih faktora, i predviđamo

da će inflacija u letnjim mesecima biti niska. Kretanje inflacije tokom jeseni će zavisiti od kretanja kursa dinara, i u određenoj meri od poljoprivredne sezone. S obzirom na deprecijaciju dinara očekujemo da će u drugoj polovini godine doći do određenog povećanja inflacije, ali da će ona biti u granicama ciljnog intervala ili nešto iznad njega. U drugoj polovini maja i početkom juna, prekinut je višemesečni trend nominalnog i realnog jačanje dinara. Neposredan okidač za deprecijaciju dinara bilo je objavljivanje podataka o nepovoljnim trendovima u javnim finansijama u Srbiji, a potom i disonantni tonovi iz Vlade o tome kakvu politiku i reforme treba sprovesti. Ocenjujemo da su pozitivni efekti umerene deprecijacije dinara (smanjenje spoljnog deficita) veći od negativnih (povećanje inflacije, rast troškova servisiranja kredita). Osim toga, u uslovima kada je veći deo kredita iskazan u devizama, približavanje dinara ravnotežnom nivou pruža realniju sliku o zaduženosti države, privrede i građana.

Pred kreatorima ekonomske politike u Srbiji se nalazi složen zadatak jer je neophodno da se, skoro istovremeno, značajno smanje fiskalni i spoljni deficit, ali i da se ublaže recesione tendencije u privredi i zaustavi rast loših kredita u bankama. Smanjenje fiskalnog deficita mora da bude značajno kako bi se u kratkom roku usporio, a potom i zaustavio rast javnog duga. To podrazumeva uštede od najmanje 1% BPD u ovoj godini i uštede od oko 2% BDP u narednoj godini. Uštede navedenih razmera mogu da se ostvare samo ako se njima obuhvate najkrupniji izdaci države, kao što su plate, penzije, subvencije, kao i svi nivoi države: Republika, lokalni nivo i Vojvodina. Da bi uštede postale dugoročne, neophodne su temeljne reforme javnog sektora: penzijskog, obrazovnog i zdravstvenog sistema, unapređenje efikasnosti javnih investicija i subvencija i dr. Reforme javnog sektora su relativno komplikovane jer treba da dovedu do značajnih ušteda, a da se pri tome ne ugrozi privredni rast, očuva dostupnost i poboljša kvalitet zdravstvenih, obrazovnih, socijalnih i drugih usluga. Osim toga važno je da teret ušteda bude pravično raspoređen između različitih društvenih slojeva i različitih generacija.

Štednja kojom se sprečava kriza javnog duga je opravdana jer ona predstavlja prevenciju većeg smanjenja zaposlenosti i dohodaka do koga bi došlo u slučaju krize. Naglo pogoršanje premije na rizik, povećanje kamata

na dug Srbije, smanjenje procenta prodatih trezorskih zapisa, krajem maja i početkom juna ukazuju na to je kriza javnog duga u Srbiji moguća, i da bi bilo neodgovorno da se čeka da se ona dogodi da bi se uverili u takvu mogućnost.

Iako je štednja države nužna, ona nije dovoljna da se zaustave negativni trendovi i postave zdravi temelji za privredni rast. U kratkom roku neophodni su monetarno-fiskalni stimulansi kako bi se sprečio masovan finansijski krah preduzeća i banaka, koji bi se potom preneo na javne finansije i dodatno produbio recesiju. Stimulansi bi sadržali smanjivanje restriktivnosti monetarne politike, uz istovremeno odobravanje subvencija za kredite za likvidnost. Subvencionisani krediti su se u Srbiji pokazali delotvornim za razliku od drugih monetarno fiksni podsticaja. Sredstva za subvencionisane kredite bi se se obezbedila iz smanjenog budžeta, na račun ušteda u drugim rashodnim pozicijama.

Povoljni uslovi za dugoročno održiv rast stvaraju se samo temeljnim reformama privrednog sistema. Takve reforme obuhvataju uspostavljanje finansijske discipline, ukidanje administrativnih barijera za poslovanje, smanjenje fiskalnog opterećenja rada, liberalizacija tržišta rada i dr. Sprovedenje reformi javnog sektora i privrednog sistema je teško, a možda i nemoguće, u okviru širokih koalicionih vlada, zbog čega je nužna reforma izbornog sistema, koja bi dovela do ukрупnjavanja političke scene. Dok se to ne ostvari, neku vrstu garancije za realizaciju dugoročnijih reformi, mogao da pruži relativno čvrst aranžman sa MMF.

U ovom broju Kvartalnog monitora osim redovnih istraživanja sadržana su i četiri osvrta. U Osvrtu br. 1 (Arsić) analiziraju se rezultati i problemi u sprovođenju fiskalne konsolidacije i reformi, u Osvrtu br. 2 (Randelović) analiziraju se najnovije promene u porezu na dohodak građana, u Osvrtu br 3 (Molnar) analizira se teritorijalna ekonomska nejednakost u Srbiji, dok se u Osvrtu br. 4 (Arsić i Tanasković) analiziraju uzroci rasta loših kredita i rizici, koji iz toga proizilaze .



Miloško Arsić

Glavni i odgovorni urednik

# TRENDOVI

## 1. Pregled

Makroekonomska kretanja u Q1 su na prvi pogled bila povoljna. Privredni rast je započeo oporavak, inflacija je gotovo zaustavljena, a tekući deficit je osetno smanjen. Ipak naša ocena ekonomskih kretanja u Q1 ne može da bude pozitivna, jer se nastavlja rast nezaposlenosti, a visok fiskalni deficit i gotovo nekontrolisan rast javnog duga prete da ugroze makroekonomsku stabilnost. Da bi se poslednje pretnje otklonile potrebna je brza i snažna reakcija fiskalne politike koja bi podrazumevala pre svega oštre rezove javnih rashoda. Za sada nije izvesno da će nosioci ekonomske politike biti spremni na nepopularne poteze, što bi onda u dogledno vreme moglo da uvede Srbiju u krizu javnog duga – dubok pad privredne aktivnosti, naglu depresijaciju kursa, dodatno povećanje nezaposlenosti i značajan pad standarda stanovništva. Druga nepovoljna tendencija, koja baca senku na rast BDP i izvoza je povećanje učešća nenaplativih kredita u ukupnim kreditima. Nastavak ove tendencije, mogao bi da ugrozi, ne samo bankarski sektor, nego i javne finansije, a potom i krhki oporavak privrede.

BDP je u Q1 ostvario međugodišnji rast od 1,9%, a ostvaren je i desezonirani rast u odnosu na prethodni kvartal (Q4 2012. godine) od oko 1,5%. Detaljnija analiza otkriva međutim da je taj rast posledica snažnog povećanja proizvodnje u manjem broju preduzeća (Fijat, NIS i druga), dok je najveći deo privrede Srbije i dalje u recesiji (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Za sada zadržavamo nepromenjenu prognozu iz prethodna dva izdanja QM-a da će rast BDP-a u 2013. godini iznositi između 1,5 i 2%, ali napominjemo i da je neizvesnost još uvek vrlo velika. Zbog povoljnih meteoroloških uslova u prvih pet meseci 2013. godine moguće je da će poljoprivredna sezona biti iznadprosečna – što bi onda uticalo na nešto veći rast privrede od očekivanog. Postoje međutim i brojni rizici koji mogu umanjiti rast privrede. Domaća tražnja je već u Q1 bila nešto niža nego što smo očekivali, a moguće je da će i rast neto izvoza da se uspori do kraja godine. Uz sve to, uočili smo i povećanje nelikvidnosti privrede i povećani broj kredita čija je otplata u kašnjenju. Pa ipak, kao najveću opasnost za privredni rast u 2013. godini izdvajamo vrlo nepovoljna fiskalna kretanja što može da ima višestruki negativan uticaj na privredu (v. Osvrt 1).

Inflacija je naglo zaustavljena još u novembru 2012. godine i od tada je, za Srbiju, neuobičajeno niska. Porast cena u Q1 iznosio je svega 1,2% i ukoliko bi se nepromenjen trend produžio do kraja godine inflacija u 2013. godini bi iznosila svega 4,7% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Noseći trend inflacije otkrivamo kada iz nje otklonimo: 1) netržišne, administrativno, kontrolisane cene; 2) cene energenata (koje se formiraju na globalnom nivou) i 3) cene hrane, koje zavise od svetskih trendova i poljoprivredne sezone. Preostala, noseća, inflacija u Q1 je bila još niža od ukupne i iznosila je svega 0,5%, što ujedno predstavlja njenu rekordno nisku vrednost u Srbiji. Pad noseće inflacije najvećim delom odražava uticaj sistemskih činilaca, odnosno kretanje kursa i mase zarada, koji u Q1 deluju deflaciono.

Tekući deficit je u Q1 osetno smanjen i sada je na nivou od oko 8% BDP-a što je znatno manje od 10,5% koliko je iznosio u 2012. godini (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Na smanjenje tekućeg deficita presudno je uticalo poboljšanje tokova u spoljnotrgovinskoj razmeni kao posledica rasta izvoza Fijatovih automobila. Visok rast izvoza i stagnacija uvoza je dovela do toga da dve trećine uvoza u Q1 bude pokriveno izvozom, što je najpovoljniji odnos izvoza i uvoza od 2001. godini. Uprkos značajnom poboljšanju tekući deficit je još uvek vrlo visok, pa njegovo finansiranje kritično zavisi od kolebljivog priliva kapitala. U proteklom delu godine deficit u tekućem bilansu je finansiran zaduživanjem države, što je dugoročno neodrživo, pa je stoga neophodno u narednom periodu sistematski primenjivati mere za smanjenje spoljnog deficita. To pre svega znači da je u uslovima visokog spoljnog deficita neophodno da se smanji domaća tražnja, preko smanjene javne potrošnje, kao i da se merama monetarne politike spreči jačanje realne vrednosti dinara.

Kapitalni prilivi u Q1 su bili vrlo visoki i iznosili su gotovo 1,5 mlrd evra. Visok priliv kapitala premašio je ostvareni tekući deficit više nego dvostruko, što je uslovalo znatan rast deviznih rezervi i dovelo do apresijacijskih pritisaka na domaću valutu. Detaljnija analiza međutim otkriva vrlo nepovoljne trendove. Naime, visoki kapitalni prilivi u Q1 su najvećim delom posledica zaduživanja države, koje je premašilo 1,2 milijarde evra, dok su poželjne strane direktne investicije iznosile tek 155 miliona evra. Potvrdu da je najveći deo privrede Srbije u recesiji (što smo primetili analizirajući privrednu aktivnost) nam daje i podatak iz platnog bilansa – da su se bankarski sektor i privreda u Q1 znatno razdužili prema inostranstvu (gotovo 400 miliona evra). Ovi trendovi (rast zaduživanje države i razduživanje privatnog sektora) doveli su do toga da je u visokom učešću spoljnog duga u BDP-u od 87,3%, zaduženost javnog sektora po prvi put veća od zaduženosti privatnog sektora.

Dinar je u Q1 nastavio da realno jača u odnosu na evro. Tokom januara realno je apresirao za oko 3% u odnosu na decembar i približno na tom nivou se održava i do kraja aprila. Realno jačanje dinara u odnosu na evro je verovatno neodrživo, a svakako je nepoželjno. Naime, snažno jačanje dinara od jeseni 2012. nije rezultat trgovinskog suficita, niti visokog priliva stranih direktnih investicija, nego je posledica visokog zaduživanja države. S obzirom na to da visoko zaduživanje države nije održivo u dužem periodu, može se zaključiti da je postojeći realni kurs održiv samo ako se u relativno kratkom periodu priliv deviza po osnovu zaduživanja države zameni prilivom stranih investicija ili suficitom u tekućem bilansu – što, bar u kratkom roku, smatramo malo verovatnim. Iako apresijacija dinara kratkoročno smanjuje troškove servisiranja kredita i pomaže naglom obaranju inflacije, jak dinar smanjuje konkurentnost privrede Srbije, što se može videti i u povećanoj vrednosti evro-JTR (Grafikon T2-5) i na taj način dugoročno usporava rast privredne aktivnosti – u krajnjoj instanci jak dinar gasi radna mesta u Srbiji. Jačanje dinara, ne samo što je dugoročno neodrživo i štetno, nego i u kratkom roku zavisi od krajnje nestabilnog priliva kapitala. Tako, npr. bilo je dovoljno da se sredinom maja objave nepovoljni podaci o kretanju u javnim finansijama, pa da se odmah nakon toga pojača tražnja za devizama, kao i pritisci za deprecijaciju dinara.

Zaposlenost je u padu i taj trend će se jako teško uskoro preokrenuti. Nezaposlenost je u porastu i trenutno je na nivou od preko 25% (premda imamo određene sumnje u zvanične podatke koje objavljuje RZS, v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Da bi se trendovi na tržištu rada preokrenuli potrebno je da rast ekonomske aktivnosti bude održiv i rasprostranjen u najvećem delu privrede što sada nije slučaj – jer kada bismo iz rezultata privredne aktivnosti isključili poljoprivredu, Fijat i NIS, privreda bi bila u padu. Teško je očekivati da će do željenog rasta zaposlenosti da uskoro dođe uzimajući u obzir nelikvidnost privrede, manjak direktnih stranih investicija i apresijaciju dinara. Budući da visoku nezaposlenost ocenjujemo kao jedan od najvećih strukturnih problema ekonomije Srbije, ona bi morala da bude među prioritetima ekonomske politike. Naše je mišljenje međutim da je ekonomska politika koja se vodi u Srbiji zapravo nepovoljna po rast zaposlenosti, te da su čak i mere za svoj neposredni cilj imaju povećanje zaposlenosti (subvencije za nova radna mesta i drugo) loše osmišljene i targetirane.

Restriktivna monetarna politika je u Q1 doprinela stabilizaciji cena, ali nije imala poželjan uticaj na smanjenje nezaposlenosti. Pri analizi monetarne politike, posebno kada naglašavamo njene negativne efekte na tržište rada, moramo uzeti u obzir da ona zapravo i nije imala veliki manevarski prostor. Inflacija je u većem delu 2012. godine bila izuzetno visoka i bilo ju je neophodno obuzdati – zbog čega je povećanje restriktivnosti monetarne politike u drugoj polovini 2012. bilo opravdano. Takođe ispostavilo se da su rezultati započete fiskalne konsolidacija mnogo skromniji od očekivanih, što onda i onemogućava preteranu relaksaciju monetarne politike. Pa ipak, suočena sa gotovo zaustavljenom inflacijom od novembra 2012. godine i vrlo opasnom apresijacijom dinara, mišljenja smo da je NBS morala da mnogo hrabrije ide u pravcu smanjivanja referentne kamatne stope i ka drugim merama za povećanje likvidnosti privrede i sprečavanje apresijacije. Generalno, sve mere kojima se podstiče realno jačanje dinara, u situacijama kada je deficit tekućeg bilansa oko 8% BDP, znače udaljšavanje kursa od ravnotežnog nivoa u smislu njegovog precenjivanja. Precenjivanje dinara može da bude samo privremeno – dovoljan je jedan okidač da se klatno pomeri u drugom smeru.



Fiskalni deficit je u već u prva četiri meseca 2013. godine dostigao 61 milijardu dinara što je gotovo polovina od planiranih 132 milijardi dinara za čitavu godinu (v. odeljak 6 „Fiskalni tokovi i politika“). Već je dakle izvesno da se neće ostvariti planirani ciljevi za 2013. godinu i sada osnovno opredeljenje Vlade mora da bude da do kraja godine pokuša da što više smanji odstupanje tekućeg od ciljanog deficita. Do odstupanja deficita od plana došlo je prvenstveno zbog manjih od planiranih javnih prihoda, dok su javni rashodi, za sada, još uvek pod kontrolom. Analiza QM-a ukazuje da je odstupanje javnih prihoda u odnosu na plan posledica optimističnog planiranja prilikom izrade budžeta (naročito izraženo kod planiranja prihoda od poreza na dobit), znatne apresijacije kursa dinara (naročito značajan uticaj na prihode od PDV i akciza), neodgovarajućeg budžetiranja efekata stečaja banaka (efekti na neporeske prihode), kao i mogućeg rasta nelegalnog prometa akciznih proizvoda nakon povećanja stopa akciza.

Javni dug je na kraju aprila iznosio preko 19,5 milijardi evra (uključujući i dug lokalne samouprave) što znači da je samo od početka godine porastao za preko 1,5 milijardi evra. Premda su se u javnosti mogla čuti i tumačenja da je zaustavljen rast javnog duga i da se njegovo učešće u BDP-u smanjuje – to nije tačno. Javni dug je sa oko 61% BDP-a sa kraja 2012. godine, na kraju aprila premašio nivo od 62% BDP-a, a do kraja 2013. godine će se verovatno približiti, a možda i dostići 65% BDP-a. Rast učešća javnog duga u BDP-u u prva četiri meseca 2013. bi bio još veći da nije došlo do realne apresijacije dinara. Rezultat koji nas najviše zabrinjava, a do kog smo došli nešto detaljnijom analizom kretanja javnog duga (i fiskalnog deficita), je da je gotovo izvesno da će javni dug nastaviti da raste ne samo u 2013. već i u 2014. godini. To onda znatno povećava mogućnost izbijanja krize i zahteva odlučnu i hrabru reakciju Vlade.

Da je mogućnost izbijanja krize javnog duga vrlo realna ukazuje i reakcija tržišta na objavljivanje podataka o fiskalnom deficitu sredinom maja, kao i na nepovoljne ocene o fiskalnim kretanjima koje su dali MMF i Fiskalni savet. Premija na državne hartije od vrednosti je povećana za oko 20% u svega nekoliko dana od objavljivanja ovih vesti, dok je procenat realizacije opao. Ova kretanja su se odmah prelila i na pritisak na kurs dinara zbog čega su usledile intervencije NBS koja je počela da prodaje evre kako bi sprečila nagli pad dinara.

Vlada je neposredno nakon objavljivanja nepovoljnih podataka, usvojila određene mere fiskalne konsolidacije. Usvojena je poreska reforma kojom će *de facto* biti izvršena preraspodela prihoda od budžeta lokalnih samouprava ka fondu penzijskog osiguranja. Uz ovu meru najavljeno je i smanjenje pojedinih diskrecionih javnih rashoda. Stanje javnih finansija zahteva međutim mnogo ozbiljnije mere od ovih. Potrebno je stoga odmah napraviti kredibilan plan dodatnog smanjivanja deficita u kratkom roku (do kraja 2014. godine) od 2,5-3% BDP-a. To svakako neće biti moguće bez politički teških i nepopularnih mera, kao što je korekcija najvećih javnih rashoda – penzija i plata u javnom sektoru. Za ozdravljenje javnih finansija plate i penzije moraju da se smanje u realnim iznosima, a smatramo da ne bi trebalo izbegavati ni njihovo eventualno nominalno smanjenje ukoliko se pokaže da za tim ima potrebe. Uz to smatramo neophodnim smanjivanje i drugih javnih rashoda poput: subvencija, kapitalnih investicija koje nemaju ekonomsku opravdanost, sređivanja situacije u javnim preduzećima, preispitivanja nekih loše targetiranih socijalnih programa, otpuštanja viška zaposlenih u javnom sektoru i drugo. Da bi ovakav program imao i neophodnu kredibilnost poželjno bi bilo uključiti ga u novi aranžman sa MMF-om.

Na kraju naše analize fiskalne politike „zaokružili“ bismo i započetu priču o nepovoljnom uticaju ekonomskih politika na rast zaposlenosti u Srbiji, što smatramo najvažnijim srednjoročnim ekonomskim ciljem zemlje. Aktuelna fiskalna politika (visok deficit i visok i rastući javni dug) očigledno ima vrlo negativan uticaj na zaposlenost, jer nepovoljno utiče na rizik zemlje, a mogućnost izbijanja krize javnog duga odvraća potencijalne investitore od ulaganja u Srbiju. Posmatrano iz tog ugla, moguće je da čak i pojedinačne mere fiskalne politike koje se odnose na direktne podsticaje zapošljavanju, a koje zapravo povećavaju deficit, imaju u krajnjem ishodu veći uticaj na smanjivanje nego na povećanje zaposlenosti.

## Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2012

	Godišnji podaci								Kvartalni podaci					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012				2013	
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
<b>Privredna aktivnost</b>	<b>međugodišnji realni rast<sup>1)</sup></b>													
BDP (u mlrd. dinara)	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.720,1	2.881,9	...	...	99,99	102,42	100,72	100,88	...	
BDP	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,7	-2,7	-0,3	-2,1	-2	1,9	
Nepoljoprivredna BDV	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	1,5	1	0	2,4	0,7	0,9	...	
Industrijska proizvodnja	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	-5,5	-2,8	-3,6	-0,6	5,2	
Prerađivačka industrija	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	-6,7	0,2	-3,8	1,5	5,4	
Prosečna mesečna neto plata (u din.) <sup>2)</sup>	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	39.068	41.664	41.187	43.625	...	
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	...	...	1.734	1.7300	1.7260	1.7240	...	
<b>Fiskalni podaci</b>	<b>u % BDP</b>							<b>međugodišnji rast</b>						
Javni prihodi	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	...	...	1,7	4,8	-0,8	-3,2	-5,8	
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	...	...	10,3	9,2	-2,9	1,5	-10,8	
	<b>u mlrd. Dinara</b>													
Konsolidovani bilans (def. GFS) <sup>3)</sup>	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	...	...	-54,9	-57,0	-36,5	-69,0	-37,0	
<b>Platni bilans</b>	<b>u milionima evra, tokovi<sup>1)</sup></b>													
Uvoz robe <sup>4)</sup>	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.251	-3.403	-3.556	-3.430	-3.862	-3.410	
Izvoz robe <sup>4)</sup>	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.823	1.854	2.283	2.244	2.442	2.265	
Bilans tekućeg računa <sup>5)</sup>	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.133	-1.176	-718	-546	-694	-615	
u % BDP <sup>5)</sup>	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-10,5	-17,1	-9,6	-7,3	-8,7	-8,1	
Bilans finansijskog računa <sup>5)</sup>	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	2.911	1.065	663	490	692	603	
Strane direktne investicije	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	242	-362	234	117	253	155	
NBS bruto devizne rezerve ((+) znači povećanje)	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	-916	-1.100	-340	1.218	859	
<b>Monetarni podaci</b>	<b>u milionima dinara, stanja na kraju perioda<sup>1)</sup></b>													
NBS neto sopstvene rezerve <sup>6)</sup>	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	615.234	583.121	608.235	656.347	673.147	
NBS neto sopstvene rezerve <sup>6)</sup> , u mil.evra	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	5.376	5.037	5.225	5.781	6.025	
Krediti nezdravnom sektoru	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.897.034	1.938.662	1.999.697	1.958.084	1.933.868	
Devizna štednja stanovništva	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	834.253	888.372	890.782	909.912	907.288	
M2 (12-m realni rast, u %)	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	10,1	12,0	3,4	-2,2	-2,6	
Krediti nezdravnom sektoru (12-m realni rast, u %)	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	10,5	8,1	5,9	-2,1	-8,2	
Krediti nezdravnom sektoru, u % BDP	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	56,2	59,9	59,3	60,2	61,6	59,9	57,3	
<b>Finansijska tržišta</b>														
BELEXline, vrednost indeksa <sup>7)</sup>	1.954	2.658	3.831	1.198	1.312	1.283	977	1.006	1.029	888	858	1.006	1.085	
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) <sup>8)</sup>	498,8	1.166,4	2.004,4	884,0	443,7	222,0	280,2	219,8	50,1	29,6	98,8	41,2	137,6	

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama.

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

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

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

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

7) Vrednost indeksa na poslednji dan posmatranog perioda.

8) Ukupna vrednost prometa na Beogradskoj berzi, obuhvata vrednost prometa akcijama i obveznicama SDŠ. Za preračunavanje prometa na tržištu akcija iz dinara u evre korišćen je srednji kurs za posmatrani period.

## 2. Privredna aktivnost

RZS je objavio svoju preliminarnu, fleš, procenu BDP-a u Q1 2013. godini koja ukazuje na međugodišnji rast privredne aktivnosti od 1,9%. Premda je ostvareni rast očekivan, svi trendovi koji stoje iza njega još uvek nisu potpuno jasni. Bez sumnje rast privrede u Q1 pokrenuo je neto izvoz, koji ima visok međugodišnji rast i snažan rast u odnosu na prethodni kvartal (desezonirano). Drugi činilac koji je doprineo da objavljeni rast privrede u Q1 iznosi 1,9% je očekivani rast poljoprivredne proizvodnje u 2013. od preko 15%, koji je iz metodoloških razloga delom pripisan prvom kvartalu. Budući da ova dva činioca, neto izvoz i poljoprivreda, daju znatno veći doprinos rastu privredne aktivnosti od ostvarenih 1,9%, zaključujemo da je najveći deo privrede zapravo još uvek u recesiji. Za sada zadržavamo nepromenjenju prognozu rasta BDP-a u 2013. godini od 1,5-2% koju smo prvi put izneli još pre dva broja QM-a. Nakon Q1 međutim, umesto da se smanji, povećava se neizvesnost u pogledu prognoze rasta BDP-a u 2013. godini. Sa jedne strane domaća tražnja je niža od one koju smo očekivali, a moguće je i usporavanje rasta neto izvoza u narednim kvartalima – što bi zajedno spustilo našu prvobitnu procenu naniže. Ali sa druge strane, povoljni meteorološki uslovi u prvih pet meseci 2013. će najverovatnije delovati na povećanje poljoprivredne aktivnosti iznad očekivanja. Veliku opasnost po održivi rast privrede, ne samo u 2013. već i u srednjem roku, predstavlja realno jačanje dinara, pogoršanje likvidnosti i povećanje rizika zemlje od sredine maja.

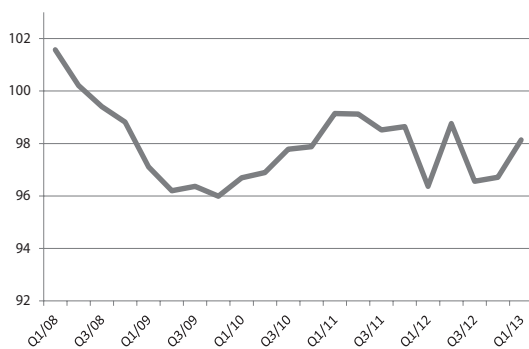
### Bruto domaći proizvod

#### Međugodišnji rast BDP-a u Q1 od 1,9%

Prema preliminarnoj proceni RZS-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti, realni međugodišnji rast BDP-a u Q1 iznosio je 1,9%. Prvi put nakon 2011. godine BDP ostvaruje međugodišnji rast i očekujemo da će pozitivne stope rasta da se nastave i u narednim kvartalima. Podatak o rastu BDP-a u Q1 bi međutim već sada trebalo relativizovati, jer ne treba zaboraviti da je međugodišnji pad u Q1 2012. godine – sa kojom se sada pored rezultati privredne aktivnosti – iznosio 2,3%. To ukazuje da se privredna aktivnost i pored rasta od 1,9% nije vratila na nivo iz 2011. godine.

#### Desezonirani podaci takođe ukazuju na oporavak u Q1

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



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

U Grafikonu T2-1 prikazani su desezonirani indeksi BDP-a na kojima se bolje vide promene privredne aktivnosti po kvartalima. Desezonirani indeksi BDP-a ukazuju da je u Q1 došlo do povećanja privredne aktivnosti za oko 1,5% u odnosu na Q4 2012. godine (Grafikon T2-1). Međutim, i ove podatke moramo da vrlo oprežno tumačimo. Naime, iz metodoloških razloga, već u Q1 je uključen i deo očekivanog rasta poljoprivrede u 2013. godini od preko 15% (koji će se ostvariti tek od leta). Kada bismo isključili poljoprivredu, desezonirani rast BDP-a u Q1 u odnosu na prethodni kvartal bi iznosio svega 0,5%.

#### Raste neto izvoz, domaća tražnja pada...

Procenjenih 0,5% rasta (bez poljoprivrede) u Q1 u odnosu na Q4 prethodne godine posledica je rasta neto izvoza, dok su ostale komponente BDP-a bile u padu. Trgovinski deficit u Q1 je smanjen za preko 200 miliona evra u odnosu na Q4 2012. godine (sa 1,3 mlrd evra na 1,1 mlrd evra), što, kada oduzmemo sezonske komponente, ukazuje da je doprinos neto izvoza desezoniranom rastu privrede iznosio preko 1,5 procentnih poena. Budući da je ukupan desezonirani rast BDP-a (bez poljoprivrede) bio niži i iznosio je tek 0,5%, to znači da je domaća tražnja dala negativan doprinos rastu privrede u Q1 za preko 1 procentni poen.

#### ...rast na zdravim osnovama, ali spor

**Rezultati iz Q1 bi odgovarali godišnjem rastu BDP-a od skoro 2%** Desezonirani rast BDP-a u Q1 bi odgovarao godišnjem rastu BDP-a od 1,9%. Naime ukoliko uz procenjenih 1 p.p. jednokratnog doprinosa poljoprivrede rastu BDP-a pretpostavimo da će do kraja godine kvartalni trend rasta ostatka privrede ostati nepromenjen kao u Q1, odnosno da će iznositi 0,5%, ukupan ishod bi bio rast BDP-a u 2013. godini od 1,9%. Moguće je međutim da će se tempo rasta privrede od 0,5% po kvartalu promeniti u narednom periodu, ali i da će doprinos poljoprivrede biti drugačiji, zbog čega smo posebno analizirali kretanje najbitnijih komponenti BDP-a.

**Do kraja godine moguće usporavanje rasta neto izvoza** Neto izvoz koji je imao vrlo visok rast u Q1 je posledica pre svega rasta izvoza motornih vozila, odnosno proizvodnje kompanije Fijat automobili Srbija. Uočavamo međutim da je izvoz motornih vozila u Q1 već dostigao oko 360 miliona evra, što znači da se približava svom maksimumu od oko 500 miliona evra kvartalno. To bi značilo i da će doprinosi rasta neto izvoza privrednom rastu u narednim kvartalima mogli da se postepeno smanjuju u odnosu na Q1.<sup>1</sup> Stagnacija prerađivačke industrije u Q1 je drugi argument koji takođe ide u prilog očekivanju da se u narednim kvartalima uspori rast neto izvoza. Uočili smo naime dosta neočekivan podatak da u istom kvartalu u kom izvoz beleži visok desezonirani rast u odnosu na prethodni kvartal – prerađivačka industrija, koja proizvodi daleko najveći deo razmenljivih dobara, ostvaruje desezonirani pad. To može da znači da će izvoz u narednom periodu da uspori, ili da će prerađivačka industrija da ubrza rast u narednom periodu. Postoji i treća mogućnost – da merenje prerađivačke industrije nije dovoljno pouzdano. Pretpostavljamo da je stvarnost kombinacija svih pomenutih činilaca, ali je i ovo dodatna indikacija da izvoz verovatno neće moći da do kraja godine raste istom brzinom kao u Q1. Očekivanom usporavanju neto izvoza u narednom periodu nesumnjivo će da doprinosi i snažna realna apresijacija dinara koja je započela u drugoj polovini prethodne godine. Jedini pravi podsticaj rastu neto izvoza, ali tek u poslednjem delu godine mogao bi da dođe kao posledica dobre poljoprivredne sezone i rasta izvoza prehrambenih proizvoda.

**Ne očekujemo značajniji oporavak domaće tražnje** Dok je doprinos neto izvoza rastu privrede u Q1 bio nešto veći nego što smo očekivali, domaća tražnja je u odnosu na naša očekivanja – podbacila. Ovaj pad domaće tražnje u Q1 se odrazio (uz usporavanje inflacije) i na manje od planiranih prihode od PDV-a. Do kraja godine ne očekujemo značajan oporavak domaće tražnje, posebno privatne potrošnje, jer trendovi sa tržišta rada ukazuju na dalji pad zaposlenosti i realne mase zarada. Takođe, ne očekujemo ni značajan oporavak kreditne aktivnosti. Zaključujemo dakle da će tempo rasta privrede, koji je u Q1 iznosio 0,5% (bez poljoprivrede), da se uspori do kraja godine zbog usporavanja rasta neto izvoza i stagnacije domaće tražnje na niskom nivou.

**...a to ne bilo ni održivo jer je ona i dalje visoka u odnosu na BDP**

**Postoje i dodatni rizici** Povećanje rizika zemlje i rast kamatnih stopa na državne hartije od vrednosti,<sup>2</sup> negativno će se odraziti na privredu Srbije. Važno je zato da se što pre usvoji kredibilna fiskalna konsolidacija, jer bi njeni pozitivni efekti kredibilnosti na privredu bili veći od negativnih efekata smanjenja državne potrošnje. Produženo stanje neizvesnosti u javnim finansijama, ugrozilo bi i očekivani rast privrede. Ni finansijsko stanje privrede u Srbiji nije zadovoljavajuće. Smanjenje kreditne aktivnosti i rast nenaplativih kredita mogu predstavljati prepreku za rast velikog dela privrede. Stoga bi možda bilo poželjno razmotriti smanjenje restriktivnosti monetarne politike i/ili vratiti fokusirane fiskalne stimulanse, poput onih koji su se odnosili na subvencionisanje kredita za likvidnost.

**Poljoprivreda bi međutim u 2013. mogla da ima bolje rezultate od očekivanih** Prognozu o rastu poljoprivrede aktivnosti u 2013. godini od oko 15% smo zasnivali na očekivanju „normalne“ poljoprivredne sezone nakon sušne 2012. godine. Meteorološki uslovi u prvih pet meseci 2013. godine međutim ukazuju da bi poljoprivredna sezona u tekućoj godini mogla da bude iznad prosečna, što će onda uticati na povećanje ukupne privredne aktivnosti i delovati na BDP suprotno od prethodno uočenih trendova ostatka privrede.

<sup>1</sup> U aprilu je pokrenuta proizvodnja u Železari Smederevo. To će da utiče na povećanje izvoza, ali i uvoza te ne očekujemo da će ovo pokretanje biti dovoljno da nadoknadi očekivano usporavanje rasta neto izvoza zbog dostizanja maksimalnog izvoza automobila.

<sup>2</sup> Za više detalja v. odeljak 6 „Fiskalni tokovi i politika“ ovog izdanja QM-a.

**Ipak, zbog brojnih rizika zadržavamo prognozu rasta BDP-a u 2013. od 1,5-2%**

Uzimajući u obzir iznetu analizu po kojoj će tempo rasta privrede (bez poljoprivrede) možda da se uspori do kraja godine i procenu da će poljoprivredna sezona biti iznad prosečna – za sada zadržavamo prognozu ukupnog rasta BDP-a u 2013. godini od 1,5-2% koju smo izneli još u prethodnom izdanju *QM*-a. Uz sve to postoje i dodatni rizici koji mogu uticati na privrednu aktivnost, poput, na primer problema, u fiskalnoj politici. Relativno nepouzdanu prognozu rasta BDP-a na osnovu podataka za Q1 je delom posledica i prakse RZS-a da se vrše korekcije preliminarnih procena (čak i revizije za nekoliko kvartala unazad), pa je moguće da se svi rezultati na osnovu kojih smo sad radili analize mogućeg rasta BDP-a u 2013. donekle promene. Problem je što i najmanja korekcija procene BDP-a u Q1 može da postane vrlo značajna kada se proširi na godišnji nivo, jer se praktično množi sa četiri.

### Okvir 1: Kvartalni BDP prema rashodnom principu

Od 2013. godine RZS je počeo da prati kvartalni BDP i prema rashodnom, a ne samo po proizvodnom principu. *QM* pozdravlja uvođenje ovog dodatnog indikatora privredne aktivnosti o čijem velikom značaju pišemo već nekoliko godina. Ukratko, smatramo da bi kvalitetni kvartalni podaci o upotrebi BDP-a mogli da značajno povećaju pouzdanost praćenja privredne aktivnosti u Srbiji, ali i da unaprede mnogobrojne ekonomske analize i prognoze – što bi onda svakako imalo uticaj i na vođenje kvalitetnije ekonomske politike u Srbiji. Podsećamo i da je kvartalna praćenje BDP-a uobičajena praksa u gotovo svim statističkim zavodima evropskih zemalja.

U ovom izdanju *QM*-a u Tabeli T2-2 po prvi put objavljujemo kvartalne indekse upotrebe BDP-a, po podacima RZS, koji će u narednim brojevima postati sastavni deo naših detaljnijih analiza.

**Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2008-2012**

	Međugodišnji indeksi							
	2009	2010	2011	2012	2012			
					Q1	Q2	Q3	Q4
BDP	96,5	101,0	101,6	98,3	97,3	99,7	97,9	98,0
Privatna potrošnja	97,2	99,1	98,9	98,1	97,8	97,8	98,9	97,8
Državna potrošnja	98,1	100,4	101,0	101,8	103,7	105,9	100,7	97,2
Investicije	77,9	94,5	108,4	96,6	100,8	104,0	101,1	84,1
Izvoz	92,0	115,3	103,4	104,5	94,4	111,7	106,6	104,9
Uvoz	80,9	103,1	107,0	104,2	101,6	109,5	104,2	101,8

Izvor: RZS

**Objavljeni su podaci o BDP-u po proizvodnim delatnostima u 2012. godini**

RZS je objavio i podatke o kretanju BDP-a u 2012. godini po *proizvodnom* principu koji je prikazan u Tabeli T2-3. Ukupni pad BDP-a u 2012. je iznosio 1,7%. U Tabeli T2-3 uočavamo da je tokom 2012. u daleko najvećem padu (od preko 17%) bila poljoprivreda. Građevinarstvo je takođe imalo vrlo visok pad od 7,5%. Kod građevinarstva možemo pratiti kako se iz visokih stopa rasta, sa kojima se ušlo u 2012. godinu, prešlo u negativnu zonu, da bi već podaci za Q4 pokazali veoma dubok pad koji se po svemu sudeći nastavlja i u 2013. godini.<sup>3</sup> Dinamika građevinske aktivnosti donekle opisuje i dinamiku investicija, koje su u 2011. godini imale vrlo visok rast. Taj rast se postepeno kočio tokom 2012, da bi u Q4 investicije već imale solidan međugodišnji pad. Biće zanimljivo pratiti kretanje investicija u 2013. godini budući da je procena *QM*-a o kretanju investicija u 2013. godini bila dosta konzervativnija od zvaničnih procena.<sup>4</sup> Trgovina je takođe od Q2 2012. na opadajućem trendu sa kojim se ušlo i u 2013. godinu. Prerađivačka industrija je oscilirala tokom godine, ali je u ukupnom zbiru završila 2012. na nešto višem nivou nego što je bila u 2011. godini. Pravu ocenu kretanja prerađivačke industrije u 2012. je ipak teško dati jer je ona tokom čitave godine bila pod velikim uticajem promena u proizvodnji nekoliko velikih preduzeća poput Fijat automobila Srbije, NIS-a i Železare Smederevo.

<sup>3</sup> Za pojedine sektore privrede: građevinarstvo, prerađivačku industriju, rudarstvo, proizvodnju električne energije, trgovinu i finansijske usluge, postoje mesečni indikatori kretanja i podaci i za Q1 2013. godine.

<sup>4</sup> U zvaničnim dokumentima Vlade, poput Fiskalne strategije, prognozira se solidan realni rast investicija dok je procena *QM*-a (v. QM30), da će investicije (bez promena neto zaliha) u najboljem slučaju ostati nepromenjene u odnosu na 2012. godinu.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2008–2012<sup>1)</sup>

	Međugodišnji indeksi												
	2009	2010	2011	2012	2011				2012				Učešće 2012
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	96,5	101,0	101,6	98,3	101,7	102,8	102,4	100,7	97,3	99,7	97,9	98,0	100,0
Porezi minus subvencije	98,3	100,9	101,6	97,2	102,7	102,5	100,6	100,7	95,4	99,2	97,0	97,0	17,4
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	96,1	101,0	101,6	98,6	102,9	102,3	100,7	100,7	97,7	99,9	98,4	98,5	82,6
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	95,8	101,6	101,5	101,0	103,4	102,3	100,2	100,3	100,0	102,4	100,7	100,9	91,1 <sup>2)</sup>
Poljoprivreda	100,8	99,6	100,9	82,9	98,4	100,9	102,2	101,3	81,5	83,1	83,4	83,1	8,9 <sup>2)</sup>
Prerađivačka industrija	84,2	100,9	100,6	101,1	106,2	101,8	98,1	97,7	96,3	103,3	99,2	104,9	14,4 <sup>2)</sup>
Građevinarstvo	80,3	92,9	107,7	92,5	99,7	112,4	112,3	113,2	111,2	103,5	91,3	75,3	3,9 <sup>2)</sup>
Trgovina na veliko i malo	92,5	101,7	94,5	99,6	98,5	93,6	90,8	91,9	97,7	101,8	100,9	98,1	13,0 <sup>2)</sup>
Saobraćaj i skladištenje	90,0	108,2	103,1	100,6	108,6	102,9	102,2	98,7	95,1	104,0	100,8	102,6	5,5 <sup>2)</sup>
Informisanje i komunikacije	110,0	105,4	108,4	110,3	108,5	111,1	112,6	110,3	112,0	113,0	105,2	111,4	9,6 <sup>2)</sup>
Finansijske delatnosti i osiguranje	105,5	107,2	101,0	104,4	104,6	99,7	98,4	97,3	100,0	105,1	106,8	105,9	4,1 <sup>2)</sup>
Ostalo	101,6	100,8	102,0	100,0	102,7	103,0	100,5	101,3	99,3	99,5	100,8	100,6	41,1 <sup>2)</sup>

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine.

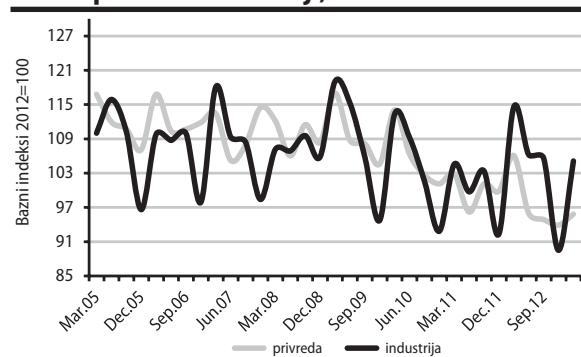
2) Učešće u BDV.

### Jedinični troškovi rada u dinarima se smanjuju

Jedinični troškovi rada<sup>5</sup> (JTR), mereni u dinarima, u Q1 beleže sezonski rast u odnosu na Q4 2012. godine, ali kada ih uporedimo sa istim kvartalom prethodne godine – uočavamo da su oni u velikom padu (Grafikon T2-4). Razlog za ovaj međugodišnji pad delimično leži i u nekim specifičnostima Q1 2012, kada je zbog vanrednih meteoroloških okolnosti u februaru došlo do privremenog snažnog smanjenja proizvodnje koje nije bilo ispraćeno smanjivanjem zaposlenosti. Kada bismo isključili ovaj efekat mogli bismo da kažemo da su JTR u Q1 u granicama odstupanja od srednjoročne putanje postepenog smanjivanja koja traje još od 2008. godine. Iako je smanjenje JTR u osnovi povoljan trend, jer ukazuje na povećanje produktivnosti, njihov konstantni pad je u Srbiji zapravo posledica nepovoljnih trendova na tržištu rada – smanjivanja broja zaposlenih.

### Apresijacija dinara je izuzetno loša za cenovnu konkurentnost privrede

Grafikon T2-4. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi i industriji, 2005–2012



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR), ukazuju na međunarodnu cenovnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatu vrednost. Cene većine drugih dobara se određuju na svetskom tržištu pa ne postoje velike razlike po zemljama. Međutim, cene rada se formiraju na nivou zemlje, pa je važno da razlike u zaradama budu usklađene sa razlikama u produktivnosti. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, (koja proizvodi daleko najveći deo razmenjivih proizvoda) i za ukupnu privredu,<sup>6</sup> što je prikazano u Grafikonu T2-5.

U Grafikonu uočavamo da je međugodišnji pad evro-JTR u Q1 mnogo manji nego kod JTR merenih u dinarima, a da su u slučaju prerađivačke industrije evro JTR čak i nešto veći nego pre godinu dana. To je u osnovi vrlo nepoželjan trend, jer ukazuje na smanjenje cenovne konkurentnosti domaće privrede, a posledica je snažne realne apresijacije dinara.<sup>7</sup> Evro-JTR vrlo jasno pokazuju negativne posledice jačanja dinara na privredu koje u krajnjem ishodu uzročno-posledičnih veza utiču na smanjenje zaposlenosti u Srbiji. Posebno nas zabrinjava činjenica da se od druge polovine 2012. godine, po ko zna koji put ponovila situacija da monetarna politika dozvoljava, čim to priliv kapitala omogući, snažnu realnu apresijaciju dinara. Pri tome se ne vodi mnogo računa kakve to efekte ima na konkurentnost privrede, platnobilansnu neravnotežu, zaposlenost i održivi rast privrede – koji može biti zasnovan samo na rastu neto izvoza. Reakcija NBS na rast likvidnosti (aktiviranje reverznih REPO operacija), usled povećanja državne potrošnje je bila

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

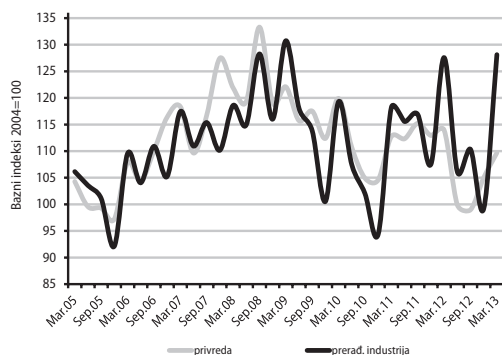
6 Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

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

opravdana, ali jačanje dinara, nelikvinost privrede i dr. ukazuju na to da ona traje duže nego što je opravdano.

**Grafikon T2-5. Srbija: realni evro-jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2013**

*Industrijska proizvodnja ima naizgled snažan rast u Q1*



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

## Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u Q1 ostvarila relativno snažan međugodišnji rast od 5,2% (Tabela T2-6). U okviru industrijske proizvodnje sva tri sektora (rudarstvo, prerađivačka industrija i snabdevanje električnom energijom) su imala solidne stope rasta koje su se kretale od 3,7% do 7,8%. Premda ostvareni rast deluje zadovoljavajuće, nešto detaljnija analiza otkriva da je on dobrim delom posledica poređenja sa niskom bazom iz Q1 2012. godine kada je zbog vanrednih meteoroloških okolnosti došlo do privremeno nešto dubljeg pada.

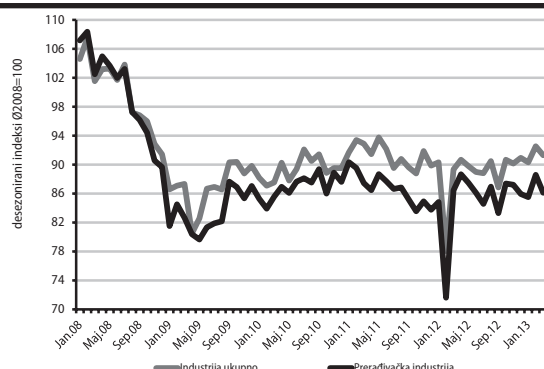
**Tabela T2-6. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2007–2013**

	Međugodišnji indeksi									Učešće
	2009	2010	2011	2012	2012				2013	2012
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	94,5	97,2	96,4	99,4	105,2	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	100,2	94,2	100,1	96,3	107,8	9,8
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	93,3	100,2	96,2	101,5	105,4	74,3
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	96,6	85,4	95,8	93,0	103,7	15,9

Izvor: RZS

*Desezonirani indeksi zapravo ne ukazuju na oporavak*

**Grafikon T2-7. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2013**



Izvor: RZS

U Grafikonu T2-7 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i prerađivačke industrije. Desezonirani podaci ukazuju da je, posebno prerađivačka industrija, zapravo u Q1 u stagnaciji u odnosu na Q4 2012. godine. Naime, desezonirana ukupna industrijska proizvodnja je veća u Q1 2013. u odnosu na Q4 2012. godine za oko 0,9%, ali je prerađivačka industrija, koja najbolje opisuje suštinske trendove domaće industrije, zapravo u padu u odnosu na prethodni kvartal od 0,1%.

Premda nas desezonirani pad prerađivačke industrije u Q1 nije u potpunosti iznenadio<sup>8</sup> on ipak zaslužuje i nešto detaljniju analizu. Naš argument za nepovoljnije prognoze prerađivačke industrije je u prošlom broju QM-a bio da je noseći trend industrijske proizvodnje (iz koje bismo isključili FAS i NIS) zapravo opadajući, a da neke značajne oblasti, poput proizvodnje prehrambenih proizvoda, imaju i izrazito negativne trendove. Sada bismo ovom pitanju prišli i iz drugog ugla. Očigledan je vrlo veliki nesklad između visokog rasta izvoza<sup>9</sup> u prethodnih pola godine i

<sup>8</sup> Donekle smo ga i nagovestili u prošlom izdanju QM-a: „U Q1 2013. očekujemo sigurno pozitivne međugodišnje indekse industrijske proizvodnje, ali neizvesno je da li će desezonirani indeksi biti veći nego u Q4 2012.“; v. QM31.

<sup>9</sup> Podatak još više iznenađuje uzimajući u obzir da izvoz industrijskih proizvoda zapravo ima i mnogo brži rast od ukupnog izvoza, jer je izvoz poljoprivrednih proizvoda trenutno u dubokom padu (međugodišnji pad od 17% u Q1 zbog loše poljoprivredne sezone u 2012.g.)

relativno slabog oporavka prerađivačke industrije. Ovaj nesklad bi mogao da ukaže na eventualne poteškoće u praćenju prerađivačke industrije od strane RZS i određivanju ispravnih pondera pojedinačnih oblasti u uslovima njihovih ubrzanih strukturnih promena (ponder za proizvodnju motornih vozila na primer).

Uskoro će se pojaviti i novi izazovi za ispravno praćenje statističkih podataka. Jedan od njih će se odnositi na pokretanje proizvodnje u Železari Smederevo. Iz ugla industrijske proizvodnje koja se i opisuje obimima, nesporno će doći do njenog povećanja, ali je pitanje kako će RZS to tumaćiti u nacionalnim računima (obračun BDP-a), jer Železara posluje sa gubitkom. Dosadašnja praksa je bila da je BDP u tekućoj godini procenjivan isključivo po proizvodnom principu, a da su rezultati korigovani unazad (ponekad i vrlo grubo) sa više godina zakašnjenja, kada pristignu finansijski pokazatelji preduzeća. Unapređenje metodologije RZS i uvođenje kvartalnog praćenja BDP-a po još jednom, potrošnom principu, bi međutim moglo da pomogne boljoj oceni tekuće privredne aktivnosti tokom 2013. godine. Specifičan izazov za praćenje mesečnih podataka industrijske proizvodnje u aprilu i maju će biti neuobičajen raspored neradnih dana (Uskrs koji je bio u maju, a obično pada u aprilu), odnosno uobičajeno „povezivanje“ neradnih dana – zbog čega su moguće i veće nego uobičajene oscilacije mesečnih indeksa.

**U okvirima industrijske proizvodnje postoje vrlo divrgentna kretanja**

Analizirajući industrijsku proizvodnju u Q1 po oblastima vidimo da nekoliko oblasti snažno povećava svoju aktivnost – pre svega proizvodnja motornih vozila (Fijat) i proizvodnja naftnih derivata (NIS), a njima su se u Q1 pridružile i duvanska i farmaceutska industrija. Sa druge strane, najveća oblast industrijske proizvodnje, prehrambena industrija, nastavlja sa dubokim padom koji je posledica loše poljoprivredne sezone u 2012. godini, ali moguće i nekih privremenih efekata, poput povećane količine aflatoksina u mleku.

Posmatrano po nameni (Tabela T2-8), uočavamo da je u Q1 proizvodnja većine namenskih grupa proizvoda imala međugodišnji rast, dok je jedino proizvodnja intermedijarnih proizvoda bila u padu. Namenske grupe proizvoda su takođe pod velikim uticajem proizvodnje pojedinačnih preduzeća, tako da ih u ovom izdanju QM-a nećemo previše detaljno analizirati.<sup>10</sup>

**Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2013**

	Međugodišnji indeksi								
	2009	2010	2011	2012	2012				2013
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	94,5	97,2	96,4	99,4	105,2
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	95,8	88,3	91,4	98,7	108,6
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	92,0	105,4	113,7	104,2	132,3
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	89,4	96,3	89,1	90,0	94,7
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	97,8	104,5	104,6	106,1	107,0

Izvor: RZS

**U Q2 očekujemo rast industrijske proizvodnje u odnosu na Q1**

U narednom kvartalu verovatan je određeni porast industrijske proizvodnje kom će doprinosti pokretanje proizvodnje u Železari Smederevo. Kao dodatni argument za verovatni rast industrijske proizvodnje, posebno prerađivačke industrije, u Q2 uzimamo u obzir i uočeni nesklad rasta izvoza i prerađivačke industrije. Do kraja godine još uvek postoji određena neizvesnost u pogledu rasta industrijske proizvodnje. Za sada smo umereni optimisti, mada smo svesni i negativnih uticaja koje na kretanje industrijske proizvodnje imaju jačanje dinara i nelikvidnost privrede.

<sup>10</sup> Na primer izuzetno visok rast investicionih dobara posledica je proizvodnje u kompanije FAS, jer se proizvodnja automobila svrstava u ovu kategoriju. Budući da je o tome već bilo dovoljno reči u prethodnom delu teksta, sada se nećemo upuštati u ponovne analize.



## Građevinarstvo

**Građevinarstvo je u dubokom padu u Q1...**

Poslednji podaci RZS-a iz statistike građevinarstva pokazuju dubok međugodišnji pad ovog dela privrede od oko 23%. Premda Q1 zbog sezonski niske građevinske aktivnosti nije preterano pogodan za davanje kvalitativnih ocena – dubok pad građevinske aktivnosti je nesumnjiv i bio je očekivan i krajem prethodne godine. Posmatrajući zvanične izveštaje za više kvartala unazad uočili smo snažnu promenu trenda u građevinarstvu tokom 2012. godine. Tako je još u Q1 2012. indeks vrednosti izvedenih građevinskih radova ukazivao na međugodišnji rast građevinske aktivnosti od oko 20%, u Q2 od 6%, u Q3 već na pad od 10%, da bi se godina završila sa izuzetno dubokim realnim padom (25,7%).

**...pad potvrđuje i niska proizvodnja cementa**

Na slične trendove ukazuje indeks proizvodnje cementa koji koristimo kao dodatni indikator kretanja građevinske aktivnosti<sup>11</sup> (Tabela T2-9). Naime, u građevinskoj delatnosti posluje veliki broj malih i srednjih preduzeća čije je statističko praćenje veoma nepouzđano i često su van vidokrugra zvanične statistike. Stoga kao dodatni indikator za praćenje ovog sektora privrede koristimo proizvodnju cementa koju je lako pratiti, a cement se koristi se prilikom gotovo svih građevinskih radova. Smatramo da su podaci dobijeni na ovaj način, i pored nedovoljne preciznosti, dobra dodatna indikacija stvarnog stanja i mogućih trendova u građevinarstvu. Proizvodnja cementa je takođe koristan indikator za ocenu budućeg kretanja građevinske aktivnosti, zato što joj prethodi. Proizvodnja cementa je u Q1 visok međugodišnji pad od 16,5% (Tabela T2-9), što je u skladu sa prethodno pomenutim zvaničnim podatkom o vrednosti građevinskih radova.

**U 2013. očekujemo pad građevinarstva**

**Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2013**

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	103,7	108,1	110,1	105,9
2009	34,1	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3
2012	107,9	88,3	58,2	84,9	79,6
2013	83,5				

Izvor: RZS

U 2013. godinu se ušlo sa izrazitim prenetim padom građevinske aktivnosti što će gotovo sigurno da dovede do njenog ukupnog pada u 2013. u odnosu na 2012. godinu. To će se desiti čak i ako bi u narednim kvartalima došlo do solidnog oporavka građevinarstva, jer je početna pozicija veoma niska. Moguće je da podaci za Q1 i nagoveštavaju promenu trenda građevinske aktivnosti, jer se pad po svemu sudeći, nije produbio u odnosu na Q4. Ipak, još jednom moramo istaći da je sezonski građevinska aktivnost u Q1 veoma niska i da je pod znatnim uticajem promenljivih meteoroloških činilaca – zbog čega je još uvek rano davati ovakve prognoze.

<sup>11</sup> Ispravan indikator bila bi potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa prilično dobro aproksimira potrošnju.

### 3. Zaposlenost i zarade

Rezultati aprilske Ankete o radnoj snazi nisu još objavljeni, a prema anketi RAD zaposlenost je opala za nekoliko hiljada i to isključivo po osnovu smanjenja broja radnika kod pravnih lica u privatnom sektoru. Najveći pad beleže sektori građevine i prerađivačke industrije. Krizom su najviše pogođeni mladi (15-24) kao i osobe koje pripadaju starijoj radnoj populaciji (50-64). Prosečna bruto zarada nastavlja da opada i u Q1 2013. Na međugodišnjem nivou ona je nominalno viša za 6%, a realno manja za 5.4%. Međugodišnji indeks neto zarada po delatnostima pokazuje da su zarade realno najviše opale u rudarstvu, 11.5%, a potom u poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu i građevinarstvu, za po 10.7%. Posmatrano po regionima, najviše prosečne neto zarade u prvom kvartalu 2013. beleži region Beograda dok su najniže zarade ostvarene u Šumadiji i Zapadnoj Srbiji.

#### Zaposlenost

Rezultati aprilske Ankete o radnoj snazi nisu još objavljeni tako da se u nastavku fokusiramo na podatke iz ankete RAD. Nadalje, detaljno prikazujemo indikatore tržišta rada za mlade (15-24 godine) i starije radnike (50-64) s obzirom da su za ove dve grupe posebno pogođene aktuelnom ekonomskom krizom.

**Formalna zaposlenost nastavlja da opada i u Q1 2013**

Prema podacima iz ankete RAD uočavamo da je formalna zaposlenost od septembra 2012. do marta ove godine opala za 8.000 i to u potpunosti po osnovu smanjenja broja radnika kod pravnih lica u privatnom sektoru privrede (Tabela T3-1).

**Tabela T3-1. Srbija: broj registrovanih zaposlenih i nezaposlenih<sup>1)</sup>, 2004-2013**

		Ukupno zaposleni	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupno broj zaposlenih radnika	Broj nezaposlenih (NSZ)
				Ukupno	Privatni preduzetnici	Zaposleni kod njih		
		1 (=2+3)	2	3 (=4+5)	4	5	6 (=2+5)	7
<b>u hiljadama</b>								
<b>2004</b>	Mart	2.065	1.601	464	208	255	1.856	..
	Septembar	2.037	1.560	477	210	267	1.827	843
<b>2005</b>	Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842	884
	Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836	898
<b>2006</b>	Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804	920
	Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777	915
<b>2007</b>	Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765	913
	Septembar	2.001	1.428	573	245	328	1.756	808
<b>2008</b>	Mart	2.006	1.432	574	245	329	1.761	795
	Septembar	1.993	1.425	568	245	323	1.748	726
<b>2009</b>	Mart	1.911	1.411	500	210	290	1.701	758
	Septembar	1.868	1.383	485	211	274	1.657	737
<b>2010</b>	Mart	1.817	1.362	455	199	257	1.618	778
	Septembar	1.775	1.348	427	183	244	1.592	721
<b>2011</b>	Mart	1.755	1.349	405	204	201	1.550	774
	Septembar	1.738	1.337	401	203	198	1.535	743
<b>2012</b>	Mart	1.730	1.339	391	203	188	1.527	783
	Septembar	1.724	1.343	381	213	168	1.511	751
<b>2013</b>	Mart	1.716	1.336	381	213	168	1.504	790*

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

Napomena: Korigovani su podaci od oktobra 2012. na osnovu Polugodišnjeg istraživanja Rad-1/P za septembar 2012. Pojedinačni podaci o broju privatnih preduzetnika i broju zaposlenih su preuzeti iz Mesečnog statističkog biltena 2/2013 Republičkog zavoda za statistiku.

Fusnote:

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

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

3) Podaci ne obuhvataju zaposlene u Ministarstvu odbrane i Ministarstvu unutrašnjih poslova

\*Podaci za februar 2013. godine.

**Nastavlja se pad zaposlenih u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu**

Posmatrano po sektorima delatnosti, nastavlja se pad zaposlenih u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu (po 3 hiljade radnika) kao i trgovini na veliko i malo (2 hiljade zaposlenih). Ovo je očekivano s obzirom da je oblast građevinarstva bila u oštrom padu krajem 2012., a i ovu godinu je započela sa izrazito negativnim trendom aktivnosti.

S druge strane, zaposlenost je porasla najviše u delu državne uprave, za 4 hiljade zaposlenih, i po jednu hiljadu u oblasti finansija i obrazovanja (Tabela TP-5).

**Krizom su najviše pogođeni mladi (15-24) i stariji radnici (50-64)**

Od početka krize, stopa nezaposlenosti mladih je drastično porasla, sa 32.6%, koliko je iznosila 2008. godine, na 51,1% u 2012. Ono što posebno zabrinjava je dugoročna stopa nezaposlenosti mladih koja je povećanja za 10 procentnih poena od 2008. godine. Ukoliko su suočeni sa dugim periodima bez zaposlenja, mladi gube znanja i veštine i otežava im se prvi ulazak ili povratak na tržište rada, što povećava verovatnoću sticanja trajnog 'ožiljka' u smislu nižeg ukupnog životnog dohotka, kao i manji iznos penzije koju mogu da očekuju u starosti. Sve ovo posebno zabrinjava imajući u vidu da su mladi sa fakultetskim diplomama bili najteže pogođeni krizom (od 2008. do 2012. stopa nezaposlenosti mladih sa višim obrazovanjem se udvostručila sa 28% na 55%).

Glavni deo rasta nezaposlenosti mladih dogodio se tokom prve godine krize na šta je država odgovorila uvođenjem programa „Prva šansa” preko kojeg je, prema podacima tadašnjeg Ministarstva ekonomije i regionalnog razvoja, prošlo oko 20 hiljada mladih od 30 godina u 5700 preduzeća. Iako atraktivan za korisnike, ovaj program se pokazao skupim za državu tako da u 2013. godini nije bilo sredstava za dalje finansiranje. Ipak, imajući u vidu da u narednom periodu očekujemo dalji, mada blaži, rast nezaposlenosti i neaktivnosti mladih, država bi trebalo da posveti posebnu pažnju mladima prilikom osmišljavanja aktivnih programa tržišta rada. Ovde pre svega mislimo na Nacionalni akcioni plan zapošljavanja za 2014. koji bi trebalo da se donese u julu mesecu ove godine.

Druga grupa radnika koja je najteže pogođena krizom su stariji pripadnici radne snage (50-64). Stopa nezaposlenosti ove grupe se više nego udvostručila u periodu od 2008. do 2012, i to sa 8.2% na 18.2%. Uprkos reformama penzionog sistema koju su, usled povećanja starosne granice za odlazak u penziju, trebale da doprinesu poboljšanju indikatora tržišta rada za stariju populaciju, njihova pozicija je nastavila da se pogoršava. Nakon okončanja programa „Otpremninom do posla”, starijim radnicima nije ponuđen novi program koji bi podstakao njihovu aktivaciju. Stoga, ponovo imajući u vidu donošenje Nacionalnog akcionog plana zapošljavanja za 2014. neophodno je povećati inkluziju starijih radnika u aktivne programe tržišta rada, posebno u inicijative za aktivno traženje posla kao i subvencije za zapošljavanje i samozapošljavanje.

**Ne očekuje se poboljšanje prilika na tržištu rada do kraja godine**

Uprkos prognozama rasta bruto domaćeg proizvoda, ne očekujemo poboljšanje prilika na tržištu rada do kraja godine. Naime, struktura rasta će biti takva da ne može da doprinese značajnijem rastu zaposlenosti – rast poljoprivredne proizvodnje i proizvodnje automobila.

### Okvir 1. Podaci o tržištu rada u Srbiji

Iako je poslednja Anketa o radnoj snazi, iz oktobra 2012. godine, zabeležila poboljšanje svih indikatora tržišta rada, ove podatke treba uzeti sa rezervom (videti prethodni broj QM) s obzirom da je tokom prethodne godine bilo teško izdvojiti neki događaj u privredi koji bi mogao da doprinese stvarnom poboljšanju prilika na tržištu rada, niti je bilo moguće identifikovati neku posledicu navodnog poboljšanja na tržištu rada – npr. rast potrošnje građana. Stoga, ostajemo pri oceni da u periodu od aprila do oktobra prošle godine nije došlo do poboljšanja na tržištu rada, ne negirajući pri tome mogućnost da je merenje stanja u oktobru 2012. godine bilo preciznije nego u ranijim periodima. Ako je merenje stanja na tržištu rada u oktobru 2012. bilo preciznije, kao što tvrde predstavnici RZS<sup>1</sup>, ocenjujemo da je zbog uporedivosti podataka bilo neophodno da se koriguju prethodno objavljeni podaci, kako bi se dobila uporediva serija podataka. Korekcija prethodno objavljenih podataka je inače uobičajena procedura koju primenjuje RZS, kao i statistike drugih zemalja, pa ne vidimo razloge zbog kojih se to ne bi radilo i u slučaju statistike

<sup>1</sup> Kovačević, R. i Božanić, V. Makroekonomske analize i trendovi br. 221, mart 2013. godine

## 3. Zaposlenost i zarade

tržišta rada. Zbog neuporedivosti podataka, i dalje smatramo, da nema smisla da se na osnovu neuporedivih podataka, analizira dinamika na tržištu rada. Međutim, podaci o tržištu rada u oktobru prethodne godine, koji su rađeni na osnovu detaljnije ankete, su korisni za analizu različitih pokazatelja strukture tržišta rada, pa ćemo ih za ovu svrhu koristiti.

Pojašnjenja predstavnika RZS potvrđuju naš zaključak iz prethodnog broja da ovi podaci nisu uporedivi sa onima iz aprila 2012., odnosno da se nije odigrao pad nezaposlenosti za 3 procentna poena. Stoga, verujemo da se rastući trend nezaposlenosti, koji ARS beleži od 2008. godine, nastavio i u 2012. godini.

## Zarade

**Prosečna zarada nastavlja da pada i u Q1 2013.**

Prosečna bruto zarada nastavlja da opada i u Q1 2013. Na međugodišnjem nivou ona je nominalno viša za 6% a realno manja za 5.4%. (Tabela T3-2). Prosečna mesečna neto zarada u prvom kvartalu ove godine iznosila je 41,419 dinara, ili 371 evro.

**Tabela T3-2. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2008-2013**

	Prosečna mesečna zarada (RZS) <sup>1)</sup>				Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade (RZS) <sup>2)</sup>	
	Ukupni troškovi rada <sup>3)</sup> , u din.	Neto, u din.	Ukupni troškovi rada, u evrima	Neto, u evrima	Nominalni	Realni
	1	2	3	4	5	6
<b>2008</b>	47.882	29.174	586	357	117,8	104,8
<b>2009</b>	52.090	31.758	554	337	108,8	100,6
<b>2010</b>	55.972	34.159	543	332	107,5	101,2
<b>2011</b>	62.213	38.000	610	373	111,1	100,0
<b>2012</b>	67.724	41.386	599	366	108,9	101,4
<b>2008</b>						
Q1	43.957	26.814	532	324	119,3	106,0
Q2	47.351	28.846	584	356	119,4	104,2
Q3	48.322	29.435	627	382	117,9	105,2
Q4	51.898	31.599	602	366	115,1	104,0
Decembar	56.399	34.348	637	388	112,0	103,1
<b>2009</b>						
Q1	49.444	30.120	525	320	112,5	102,2
Q2	52.164	31.808	552	337	110,2	101,3
Q3	52.065	31.737	558	340	107,7	99,8
Q4	54.689	33.366	579	353	105,4	99,5
Decembar	60.265	36.789	628	383	106,9	100,2
<b>2010</b>						
Q1	52.261	31.924	530	324	105,7	101,1
Q2	55.989	34.192	548	335	107,3	103,2
Q3	56.435	34.372	537	327	108,4	101,8
Q4	59.204	36.149	556	339	108,3	98,8
Decembar	64.784	39.580	609	372	107,5	97,5
<b>2011</b>						
Q1	57.539	35.108	553	338	110,1	97,7
Q2	62.177	37.994	623	381	111,1	97,7
Q3	63.386	38.760	622	380	112,3	101,5
Q4	65.749	40.139	644	393	111,1	102,9
Decembar	72.056	43.887	700	426	111,2	103,9
<b>2012</b>						
Q1	63.846	39.068	591	362	111,0	106,0
Q2	68.140	41.664	600	367	109,6	105,3
Q3	67.457	41.187	577	352	106,4	98,4
Q4	71.452	43.625	630	384	108,7	96,8
Decembar	76.830	46.923	677	413	106,6	95,1
<b>2013</b>						
Q1	67.704	41.419	606	371	106,0	94,6

Izvor: RZS.

Napomene:

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

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

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

Pad realnih neto zarada u privredi iz druge polovine 2012. godine nastavlja se i u prvom kvartalu 2013. Desezonirani podaci govore da je pad u Q1 2013. iznosio 0.7%. Na međugodišnjem nivou neto zarade zarade u privredi su realno manje za 4.9%.

#### **Najviše zarade u regionu Beograda**

Posmatrano po regionima, najviše prosečne neto zarade u prvom kvartalu 2013. beleži region Beograda (52.617 dinara), dok su najniže zarade ostvarene u regionu Šumadije i Zapadne Srbije (36.293 dinara). Posmatrano na međugodišnjem nivou, zarade su nominalno najviše porasle u Šumadiji i Zapadnoj Srbiji, skoro 10%.

#### **Najniže plate u uslužnim delatnostima, a najviše u oblasti finansija i osiguranja**

Od prošlog broja pratimo i kretanje zarada po sektorima privrede. Prema Tabeli TP-6 najniže prosečne neto zarade od početka 2013. beleže sektori koji nude Usluge smeštaja i ishrane, odnosno restorani i hoteli (23.000 dinara), zatim Uslužne delatnosti i Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti (30.000 dinara), Trgovina na veliko i trgovina na malo (32.000) dok su zarade nešto više u Poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu i Prerađivačkoj industriji (oko 34.000 dinara).

Najviše neto zarade od početka 2013. uočavamo u delatnosti Finansija i osiguranja (75.000 dinara), zatim u oblasti Snabdevanja električnom energijom i gasom (RSD 72.000), a potom i u Rudarstvu (64.000).

Kao što se vidi u Tabeli T3-3, u Q1 2013. u odnosu na poslednji kvartal prošle godine, neto zarade su najviše opale u Stručnim, naučnim i tehničkim delatnostima 7.5%. Najveći rast zarada se odigrao u Građevinarstvu i Ostalim uslužnim delatnostima, po 4.4%. i u delatnosti Finansija i osiguranja.

### **T3-3. Realne desezonirane neto zarade, sektori delatnosti**

	Stručne, naučne i tehničke delatnosti	Građevinarstvo	Ostale uslužne delatnosti	Finansije i osiguranje
Q1, 2012	104,5	102,2	103,9	106,4
Q2, 2012	102,5	100,1	99,9	94,1
Q3, 2012	97,4	90,7	96,3	96,2
Q4, 2012	99	94,6	97,1	97,6
Q1, 2013	92,5	104,4	104,4	102,9

Izvor: obračun QM

Međugodišnji indeks realnih neto zarada u ovim delatnostima pokazuje da su zarade najviše opale u Rudarstvu, 11.5%, a potom i u Poljoprivredi, šumarstvu i ribarstvu i Građevinarstvu, za po 10.7%. Najmanji pad zarada odigrao se među poslovnim subjektima koji se bave Poslovanjem nekretninama, 0.6%, i Uslugama smeštaja i ishrane, 1.6% (Tabela T3-4)

### **Tabela T3-4: Međugodišnji indeks realnih neto zarada**

2011-2013	Rudarstvo	Građevinarstvo	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	Poslovanje nekretninama	Usluge smeštaja i ishrane
2011Q1	103,2	99,6	99,9	95,2	98,6
2011Q2	99,2	99,2	100,5	96,2	98,9
2011Q3	105,3	102,0	104,7	102,3	100,5
2011Q4	109,4	101,6	106,5	94,4	100,5
2012Q1	105,5	105,4	115,1	96,7	101,2
2012Q2	106,2	107,2	112,3	100,2	105,3
2012Q3	98,9	94,5	102,2	87,4	100,3
2012Q4	102,9	87,6	96,8	96,6	99,7
2013Q1	88,5	89,7	89,8	99,4	98,4

Izvor: obračun QM



Tabela TP-6: Nominalne neto zarade po sektorima delatnostima, 2012

2012	NOMINALNE NETO ZARADE																		
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S
2012m01	34.657	62.510	32.127	66.481	35.558	31.901	28.559	44.681	20.585	50.040	70.575	38.808	51.467	30.561	44.602	39.188	28.593	33.636	23.419
2012m02	32.972	66.369	33.181	75.981	36.255	33.130	30.189	42.565	20.386	57.384	75.528	43.868	51.573	28.360	49.150	39.189	40.585	37.043	30.683
2012m03	34.252	68.163	34.092	79.679	37.342	35.010	29.777	43.222	21.358	52.682	77.493	42.843	59.775	29.513	49.945	40.029	40.039	39.848	27.661
2012m04	35.078	65.377	37.080	68.267	37.512	35.352	32.340	42.432	22.595	71.495	79.312	50.207	61.874	29.998	52.866	39.689	40.916	42.119	30.130
2012m05	36.684	63.026	33.799	69.553	37.441	35.021	30.347	43.591	23.686	56.750	67.503	40.411	54.609	31.648	50.074	40.637	42.175	38.391	28.903
2012m06	36.705	62.117	37.068	69.657	37.949	36.780	31.919	43.523	23.428	60.397	84.494	49.772	59.329	31.450	51.186	41.135	42.204	38.433	28.527
2012m07	35.158	56.413	36.780	67.057	38.160	35.011	31.192	42.190	23.672	60.670	70.538	40.188	55.382	31.697	50.835	41.081	41.445	39.373	27.766
2012m08	37.626	64.623	37.323	69.910	39.234	35.341	31.576	43.092	23.660	58.740	77.193	48.963	57.173	31.581	52.008	41.015	41.778	38.252	29.816
2012m09	34.979	59.207	34.950	58.854	37.861	33.263	30.145	42.988	23.195	54.086	75.798	42.005	55.430	32.594	49.184	41.251	41.456	37.145	29.112
2012m10	36.632	64.388	35.262	78.428	38.079	34.170	30.624	42.698	23.728	62.417	75.790	43.395	56.558	32.415	51.806	40.718	41.460	39.882	29.301
2012m11	36.306	66.359	36.626	71.500	38.535	34.851	32.368	43.843	23.117	58.739	76.911	51.571	56.566	31.512	52.018	41.850	42.645	40.768	31.033
2012m12	40.619	66.226	40.853	69.623	41.201	36.899	34.197	46.897	24.740	75.133	83.308	45.509	67.345	33.035	56.015	43.350	54.257	48.362	31.305
2013m01	33.109	63.475	32.724	72.920	36.107	33.206	30.247	48.458	22.208	50.209	73.519	47.466	47.603	32.547	49.191	43.503	32.293	38.049	27.428
2013m02	35.651	69.252	37.389	73.163	38.556	34.044	33.714	45.156	23.504	63.377	77.755	46.510	59.879	31.709	52.600	41.847	42.999	40.024	31.507
2013m03	33.900	62.807	34.898	69.267	39.201	33.353	32.812	44.772	23.112	58.477	77.644	45.876	59.682	29.561	52.549	41.489	42.322	39.211	30.230

A - Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo

B - Rudarstvo

C - Preradiivačka industrija

D - Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija

E - Snabdevanje vodom; upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti

F - Građevinarstvo

G - Trgovina na veliko i trgovina na malo; popravka motornih vozila i motocikala

H - Saobraćaj i skladištenje

I - Usluge smetajta i ishrane

J - Informisanje i komunikacije

K - Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja

L - Poslovanje nekretninama

M - Stručne, naučne i tehničke delatnosti

N - Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti

O - Državna uprava i odbrana; obavezno socijalno osiguranje

P - Obrazovanje

Q - Zdravstvena i socijalna zaštita

R - Umetnost; zabava i rekreacija

S - Ostale uslužne delatnosti

Izvor: RZS

## 4. Platni bilans i spoljna trgovina

Pokretanje proizvodnje i izvoza automobilske industrije povoljno se odrazilo na smanjenje spoljnotrgovinskog i time tekućeg deficita domaće privrede. Desezonirane vrednosti deficita tekućeg računa govore u prilog oceni da je on u Q1 2013. smanjen, odnosno ukazuju na njegovo evidentno poboljšanje. Visok priliv kapitala, prvenstveno ostvaren prodajom državnih hartija od vrednosti na međunarodnom tržištu, bitnije je premašio ostvaren tekući deficit što je uslovalo znatan rast deviznih rezervi i dovelo do dodatnih aprecijacijskih pritisaka na domaću valutu. Ocenjujemo da je jačanje dinara krajnje nepogodna okolnost u trenutku kada je neophodno postaviti privredu na zdrave temelje - u pravcu restrukturiranja u korist izvoza uz smanjenje uvoza - naročito imajući u vidu da je u Q1 ono najvećim delom posledica priliva kapitala od zaduživanja države. Od početka godine, spoljni dug je znatno uvećan i na kraju marta 2013. po prvi put spoljni dug javnog sektora je veći od spoljnog duga privatnog sektora, tj. sada čini više od 50% ukupnog spoljnog duga. Stoga, neophodnost fiskalne konsolidacije - smanjenje fiskalnog deficita i sprovođenje sveobuhvatnih reformi javnog sektora se nameće kao jedino rešenje za zaustavljanje rasta duga javnog sektora i time ukupnog inostranog zaduženja. Takođe, ponovni aranžman sa MMF-om bi bio pozitivan signal investitorima i značio bi povećanje mogućnosti da će se ostvariti pojedini veći prilivi stranog kapitala po osnovu investicija.

**Deficit tekućeg platnog bilansa u Q1 je smanjen, ali je i dalje visok**

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u Q1 iznosi 615 miliona evra i čini 8,1% BDP-a. Ovakav nivo tekućeg deficita je za 2,4 procentna poena BDP-a manji od učešća zabeleženog u celoj 2012. godini (10,5% BDP-a, Tabela T4-1). Pokretanje proizvodnje i izvoza automobilske industrije povoljno se odrazilo na smanjenje spoljnotrgovinskog i time tekućeg deficita domaće privrede. Iako su prvi pozitivni efekti od izvoza automobila bili vidljivi već u drugoj polovini 2012. godine (krajem Q3 i u Q4, Tabela T4-1), oni su početkom 2013. godine još izraženiji. Takođe, realna deprecijacija dinara u odnosu na evro zabeležena u prva tri kvartala 2012. godine, povećana proizvodnja energije i još uvek niska domaća tražnja pozitivno su uticali na spoljnotrgovinske tokove i time na stanje tekućeg računa tokom Q1, dok sa druge strane su i dalje prisutni negativni efekti loše poljoprivredne sezone prethodne godine i izostanak oporavka zemalja evrozone.

Posmatrano međugodišnje tekući deficit je izrazito poboljššan - niži je za 9 procentnih poena BDP-a (smanjenje sa 17,1% na 8,1% BDP-a, Tabela T4-1). Međutim, treba naglasiti da je tekući deficit u Q1 2012. godine bio izuzetno visok<sup>1</sup> (1.176 miliona evra, tj. 17,1% BDP-a), i stoga uzimanje ovako visokog nivoa za bazu u određenoj meri precenjuje poboljšanje ostvareno početkom 2013. Sa druge strane, u poređenju sa visinom učešća deficita u BDP-u iz prethodna tri kvartala (Q2 2012: 9,6%, Q3 2012: 7,3% i Q4 2012: 8,7%, Tabela T4-1) ostvareno poboljšanje tekućeg deficita može se oceniti kao blago. Ipak, ova ocena može potceniti smanjenje deficita imajući u vidu da na njegovu vrednost mogu uticati sezonski faktori, variranje ostvarenog nivoa BDP-a koji se koristi kao imenilac i visina deviznog kursa. Takođe, relativno niska vrednost tekućeg deficita u Q3 posledica je donesenih mera fiskalne konsolidacije u periodu nakon izbora.

<sup>1</sup> Drugi talas krize - kriza u zemljama evrozone imala je značajne implikacije na domaći izvoz na početku 2012. godine. Takođe, povlačenje kompanije US Steel-a u januaru 2012. godine i svi problemi koji su tome prethodili (nepovoljne svetske okolnosti - pad svetskih cena gvožđa i čelika usled pada tražnje i niska proizvodnja u 2011. godini), odrazili su se na smanjenje vrednosti izvoza Gvožđa i čelika u Q1 2012 za čak 63% međugodišnje. Dodatno, hladno vreme uticalo je na niži nivo izvoza tokom Q1 i ovih i drugih izvoznih proizvoda. Sa druge strane, uvoz je naglo uvećan zbog povećanje fiskalne ekspanzije zbog predizbornog perioda, za detalje v. prethodne brojeve QM-a, odeljak: „Platni bilans i spoljna trgovina“.



Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2010	2011	2012	2012				2013
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
	u mil. evra							
<b>TEKUĆI RAČUN</b>	-2.082	-2.870	-3.133	-1.175,6	-718	-546	-694	-615
Roba	-4.774	-5.318	-5.428	-1.549	-1.273	-1.186	-1.420	-1.145
Izvoz robe, f.o.b. <sup>1)</sup>	7.402	8.440	8.823	1.854	2.283	2.244	2.442	2.265
Uvoz robe, f.o.b. <sup>1)</sup>	-12.176	-13.758	-14.251	-3.403	-3.556	-3.430	-3.862	-3.410
Usluge	5	163	153	29	1	33	90	39
Prihodi	2.667	3.032	3.091	667	747	839	838	703
Rashodi	-2.662	-2.869	-2.939	-638	-746	-805	-749	-664
Dohodak	-670	-758	-798	-229	-211	-156	-203	-190
Prihodi	438	428	547	109	134	138	167	101
Rashodi	-1.108	-1.186	-1.346	-338	-345	-293	-369	-291
Tekući transferi-neto	3.356	3.043	2.941	574,0	765,1	762,5	839,2	681,3
od čega: zvanična pomoć	193	206	144	25,5	38,2	42,5	38,0	30,3
od čega: poslata sredstva (doznake)	2.383	2.065	1.934	358,7	522,7	482,7	569,9	457,2
<b>KAPITALNI RAČUN- neto</b>	1	-3	-11	-3	-4	-1	-2	-2
<b>FINANSIJSKI RAČUN</b>	1.986	2.694	2.911	1.065	663	490	692	603
Direktne investicije- neto	860	1.827	242	-362	234	117	253	155
Portfolio investicije	39	1.619	1.666	76	58	-37	1.569	1.402
Ostale investicije	158	1.049	-134	435	-729	71	88	-95
Trgovinski krediti	83	493	476	164	177	27	108	71
Finansijski krediti	830	-413	-438	-30	-135	-160	-113	-368
NBS	341	45	-219	-4	0	-111	-105	-150
Vlada	735	687	261	18	91	86	65	162
Banke	626	-729	-535	-150	-358	-63	35	-360
Dugoročni	619	419	-382	-84	-117	-80	-100	-231
Kratkoročni	6	-1.148	-154	-66	-241	18	135	-129
Ostali sektori (privreda)	-872	-416	56	105	132	-73	-109	-20
Gotov novac i depoziti	-754	970	-172	300	-770	204	93	203
Ostala aktiva i pasiva	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0
Sredstva rezervi (- povećanje)	929	-1.801	1.137	916	1.100	340	-1.218	-859
<b>GREŠKE I PROPUSTI- neto</b>	96	179	234	114	60	57	3	15
<b>UKUPNI BILANS</b>	-929	1.801	-1.137	-916	-1.100	-340	1.218	859
<b>PRO MEMORIA</b>	u % BDP-a							
Bilans tekućih transakcija	-7,4	-9,1	-10,5	-17,1	-9,6	-7,3	-8,7	-8,1
Bilans robne razmene	-17,1	-16,9	-18,2	-22,5	-17,0	-15,9	-17,7	-15,0
Izvoz robe	26,5	26,8	29,6	26,9	30,4	30,1	30,5	29,6
Uvoz robe	-43,6	-43,6	-47,7	-49,4	-47,4	-46,0	-48,2	-44,6
Bilans robe i usluga	-17,1	-16,3	-17,7	-22,1	-17,0	-15,5	-16,6	-14,5
Tekući transferi - neto	12,0	9,7	9,8	8,3	10,2	10,2	10,5	8,9
BDP u evrima <sup>2)</sup>	27.956	31.534	29.856	6.893	7.501	7.449	8.013	7.641

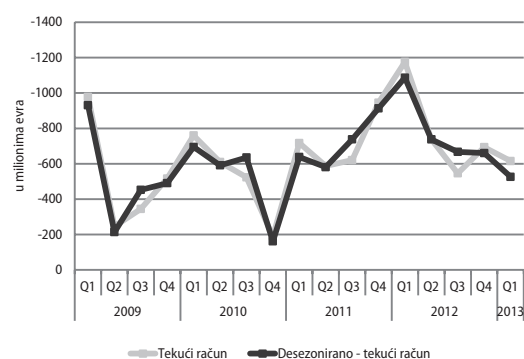
Izvor: NBS.

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

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

*Desezonirane vrednosti potvrđuju smanjenje tekućeg deficita*

**Grafikon T4-2. Tekući deficit i desezonirani tekući deficit, kvartalno, 2009-2013**



Izvor: NBS, QM

Stoga, za ocenu kretanja tekućeg deficita relevantan je uvid u desezonirane podatke. Desezonirane vrednosti deficita tekućeg računa govore u prilog oceni da je on u Q1 2013. smanjen, odnosno ukazuju na njegovo evidentno poboljšanje (Grafikon T4-2). U poređenju sa 2012 godinom, tekući deficit je niži za 52%, 29%, 21% i 20% u odnosu na vrednosti iz Q1, Q2, Q3 i Q4, respektivno. Na Grafikonu takođe se može uočiti da je u Q1 2013. godine zabeležena najniža vrednost tekućeg deficita od kraja 2010. godine.

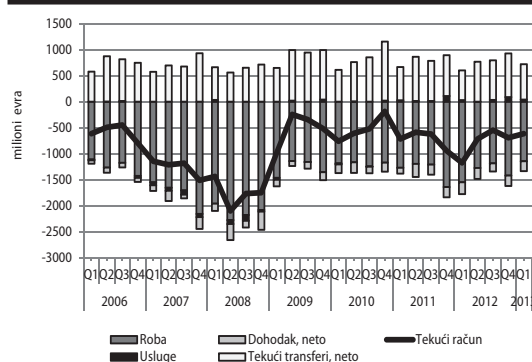
**Poboljšanje spoljnotrgovinskog bilansa posledica je poboljšanja robnog bilansa usled visokog rasta izvoza i stagnacije uvoza**

**Neto priliv tekućih transfera 681 miliona evra, tj. 8,9% BDP-a**

U Q1 deficit na računu spoljnotrgovinskog bilansa iznosi 1.106 miliona evra, tj. 14,5%BDP-a. I u nominalnom i u realnom izrazu (kao procenat BDP-a) ovakav deficit je ispod svih kvartalnih vrednosti iz 2012. godine (Tabela T4-1). Ovo poboljšanje bilansa spoljnotrgovinske razmene u celini je posledica poboljšanja robnog bilansa, dok u bilansu usluga nema značajnijih promena. Tokom Q1 bilans robne razmene iznosi 1.145 miliona evra i čini 15,0% BDP-a, što je relativno nizak nivo u poređenju sa prošlogodišnjim kvartalnim vrednostima (Tabela T4-1). Poboljšanje robnog deficita posledica je porasta izvoza uz skoro nepromenjenu vrednost uvoza. Međutim, deficit u robnoj razmeni, kao i trgovinski deficit Srbije još uvek su vrlo visoki, pa je za održivost spoljnog bilansa neophodno njihovo značajno smanjenje.

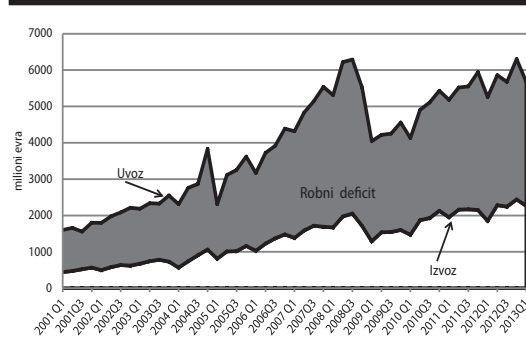
Neto priliv tekućih transfera tokom Q1 2013 iznosi 681 miliona evra (8,9% BDP-a). To je ispod proseka vrednosti kvartalnih priliva po ovom osnovu. Ipak, velikim delom to je rezultat uticaja sezone, s obzirom na evidentno niži priliv u Q1 svake godine (Grafikon T4-3). U poređenju sa Q1 2012, priliv tekućih transfera je za 0,6 procentnih poena iznad prošlogodišnjeg priliva ostvarenog u Q1 (Tabela T4-1). Od tog iznosa 457 miliona evra (6,0% BDP-a) čini priliv po osnovu doznaka. Tokom Q1 na računu usluga ostvaren je blagi suficit od 39 miliona evra, dok je na računu dohotka zabeležen neto odliv od 190 miliona evra (Tabela T4-1 i Grafikon T4-3).

**Grafikon T4-3. Tekući račun i njegove komponente, 2006-2013**



Izvor: NBS, QM

**Grafikon T4-4. Uvoz robe, izvoz robe i robni deficit, 2001-2013**



Izvor: NBS, QM

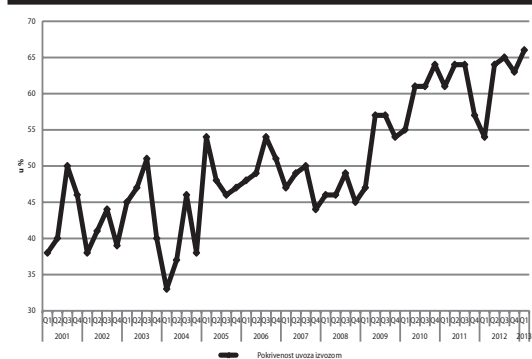
**Međugodišnje posmatrano tekući deficit je skoro prepolovljen**

**... deficit u Q1 2012. je, zbog predizbornog trošenja, bio incidentno visok**

**Znatan priliv kapitala ... prevashodno ostvaren zaduživanjem države**

Međugodišnje posmatrano tekući deficit je niži za 47,7%. Ovo je rezultat bitnijeg smanjenja spoljnotrgovinskog deficita usled visokog međugodišnjeg rasta izvoza. Robni deficit je 26,1% ispod vrednosti iz Q1 2012. godine. Izvoz je za 22,2% iznad vrednosti zabeležene u Q1 2012. godine, dok je uvoz gotovo na istom nivou iz Q1 prethodne godine - rast od 0,2% (Grafikon T4-4). Ovako kretanje izvoza i uvoza doprinelo je daljem povećanju pokrivenosti uvoza izvozom, koji sada dostiže čak 66% (Grafikon T4-5), što predstavlja rekordnu vrednost od kada pratimo i prikazujemo podatke spoljnotrgovinskih tokova (od 2001 godine). Međugodišnje posmatrano, ¾ smanjenja tekućeg deficita duguje se smanjenju spoljnotrgovinskog deficita. Doprinos porasta neto tekućih transfera u istom periodu iznosi 20%, dok se manji, preostali deo smanjenja duguje nižem deficitu na računu dohotka (pretežno usled smanjenja rashoda po osnovu dohotka).

**Grafikon T4-5. Srbija: pokrivenost uvoza izvozom, kvartalno, 2001-2013**



Izvor: NBS, QM

U Q1 zabeležen je znatan priliv kapitala od 1.462 miliona evra<sup>2</sup> (Tabela T4-1 i Grafikon T4-6). Visok priliv kapitala bitnije je premašio ostvaren tekući deficit što je uslovalo znatan rast deviznih rezervi i dovelo do dodatnih aprecijacijskih pritisaka na domaću valutu.

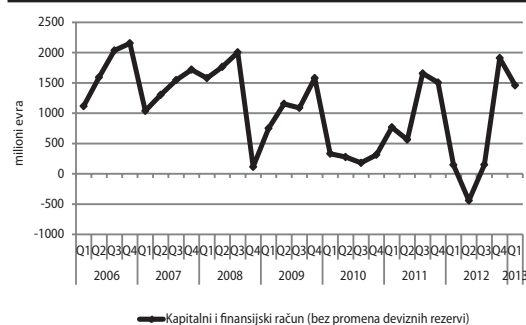
<sup>2</sup> 1.477 miliona evra sa računom Greške i propusti.

**Ovakav priliv kapitala je neodrživ, ..., zamagljuje spoljnoekonomsku poziciju zemlje, udaljava kurs od ravnotežnog nivoa**

Najveći deo zabeleženog priliva posledica je neto priliva po osnovu portfolio investicija. Naime, neto priliv na računu portfolio investicija u Q1 iznosi 1.402 miliona evra, i pre svega je ostvaren zahvaljujući prodaji državnih hartija od vrednosti: u januaru 100 miliona evra (na domaćem finansijskom tržištu) i u februaru 1.165,4 miliona evra (na inostranom i domaćem finansijskom tržištu). SDI su i dalje niske i iznose 155 miliona evra, dok je zabeležen neto odliv na računu ostalih investicija od 95 miliona evra. U 2012. godini kumulativan iznos neto priliva SDI je bio izuzetno skroman: 242 miliona evra (Tabela T4-1). Stoga, povoljna okolnost bi bila ponovno sklapanje aranžmana sa MMF-om, jer bi to bio pozitivan signal investitorima i značilo bi povećanje mogućnosti da će se u 2013, ali pre svega u 2014, ostvariti bitniji priliv stranog kapitala po osnovu investicija u odnosu na ostvareni priliv iz 2012 godine.

**Zabeležen je skroman priliv trgovinskih kredita i visok odliv finansijskih kredita**

**Grafikon T4-6. Kapitalni i finansijski račun, 2006-2013**



Izvor: NBS, QM

U Q1 zabeležen je priliv trgovinskih kredita u neto iznosu od 71 miliona evra. Sa druge strane ostvaren je negativan saldo neto finansijskih kredita od 368,3 miliona evra. Jedan deo ovog iznosa je na računu Narodne banke, i duguje se odlivu zabeleženom po osnovu otplate duga prema MMF-u u februaru (iz deviznih rezervi po ovom osnovu je isplaćeno 100 miliona evra). Ipak, najvećim delom banke su se razdužile - u iznosu od 360 miliona evra (231 miliona evra po osnovu dugoročnih i 129 miliona evra po osnovu kratkoročnih kredita). Privreda se blago razdužuje prema inostranstvu u neto iznosu za 20 miliona evra, po osnovu dugoročnih kredita. Na računu *Gotov novac i depoziti* zabeležen je neto priliv od 203 miliona evra.

**Rast deviznih rezervi tokom Q1 2013.**

Kumulativan rast deviznih rezervi tokom Q1 2013. iznosi 859 miliona evra, gde je zabeležen smanjenje deviznih rezervi u januaru za 254,4 miliona evra, povećanje u februaru za 1089,3 miliona evra i blago povećanje u martu od 24 miliona evra.

## Izvoz

**U Q1 značajno porastao izvoz, prvenstveno izvoz automobilske industrije**

U Q1 izvoz značajno ubrzava rast. Izvezeno je robe u vrednosti od 2.265 miliona evra, što predstavlja porast od čak 21,7% međugodišnje. Odličan izvozni rezultat prvenstveno se duguje izvozu automobilske industrije. Pored toga, odloženi efekat realne deprecijacije dinara iz prošle godine i povećan izvoz energije takođe su pozitivno uticali na ostvareni ukupan izvoz u Q1 2013, dok su efekat loše poljoprivredne sezone u 2012. i izostanak oporavka evrozone delovali suprotno - u pravcu snižavanja izvezene vrednosti.

**I po isključenju izvoza automobila, rast izvoza je značajan ali skromniji**

Međutim, i po isključenju izvoza drumskih vozila vrednost izvoza beleži izvesno ubrzanje i rast od 8,3% međugodišnje (u Q4 2012 ovako posmatran izvoz beležio je međugodišnji rast od 2,4%, v. Tabelu T4-7). Smatramo da je ovo ubrzanje znatnim delom posledica odloženog efekta realne deprecijacije dinara zabeležene u prva tri kvartala prethodne godine, kao i niske baze.

Izvoz *Energije* nastavlja porast započet krajem 2012. godine, zahvaljujući unapređenim proizvodnim kapacitetima NIS-a. Značajna je činjenica da je izvoz *Intermedijarnih proizvoda*, nakon negativnih međugodišnjih stopa rasta ostvarenih tokom sva četiri kvartala 2012. godine, po prvi put početkom 2013. godine preokrenuo trend i beleži međugodišnji rast po stopi od 13,5%. *Kapitalni proizvodi*, zahvaljujući izvozu FIAT automobila, beleže porast od 112,7% međugodišnje. Međutim, i nakon isključenja kategorije drumskih vozila, ostvarena je značajna stopa rasta izvoza ovih proizvoda od 21,5%.

Izvoz *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* tokom Q1 bitnije ubrzava rast. Izvezena vrednost je za 33,0% iznad Q1 2012. godine. Sa druge strane izvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* usporava i u Q1 raste po stopi od 5,3% međugodišnje. Izvezena vrednost proizvoda svrstanih u

kategoriju *Ostali izvoz* je za 34,3% ispod vrednosti ostvarene tokom Q1 prethodne godine (Tabela T4-7).

**Tabela T4-7. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2011–2013**

	Učešće u ukupnom izvozu u 2012	2011 <sup>1)</sup>	2012 <sup>1)</sup>	2012				2013				2012				2013
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1			
	u %			u milionima evra				u %								
Ukupno	100,0	8.441	8.835	1.862	2.282	2.254	2.437	2.265	-5,2	5,8	4,5	12,6	21,7			
Ukupno bez drum. vozila	94,7	8.253	8.366	1.822	2.226	2.150	2.167	1.973	-5,2	5,9	1,7	2,4	8,3			
Energija	3,4	310	304	64	86	65	90	95	1,1	-26,7	-5,8	48,2	49,8			
Intermedijarni proizvodi	40,7	3.980	3.598	739	995	922	848	839	-25,0	-7,1	-8,9	-6,8	13,5			
Kapitalni proizvodi	16,5	1.001	1.458	268	308	354	579	570	35,6	25,5	41,3	87,8	112,7			
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	11,2	813	988	229	252	249	309	278	48,0	32,2	20,4	18,4	21,5			
Trajni proizvodi za široku potrošnju	4,5	347	398	78	101	107	111	104	5,0	12,3	19,7	19,8	33,0			
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	26,2	2.118	2.318	478	565	619	633	503	2,5	13,2	8,3	8,8	5,3			
Ostalo	8,6	686	760	235	228	187	176	154	32,6	69,3	14,1	-16,3	-34,3			

Izvor: RZS

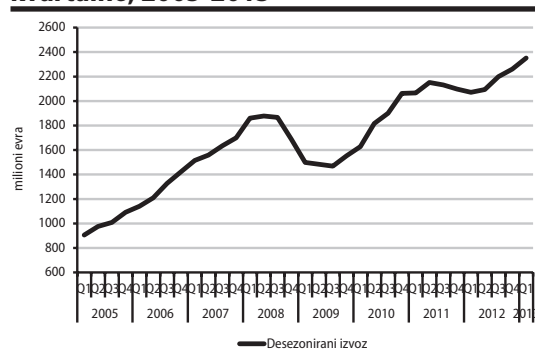
1) podaci u milionima evra, kao i međugodišnje stope rasta dobijeni na osnovi podataka Republičkog zavoda za statistiku obračunatih po novoj metodologiji. Za detalje v. QM br.20, Okvir 1 „Promena metodologije spoljne trgovine Republičkog zavoda za statistiku Srbije“.

### Desezonirani podaci potvrđuju ekspanziju izvoza

Na Grafikonu T4-8 prikazana je desezonirana vrednost ukupnog izvoza. Podaci desezoniranog izvoza potvrđuju ekspanziju u izvezenoj vrednosti. Prema ovim podacima izvoz je za 4,0% iznad nivoa iz Q4 2012 (17,0% anualizovano). Takođe, na grafikonu se može uočiti da je trenutan nivo desezoniranog izvoza 25,2% iznad prve maksimalne vrednosti dostignute u Q2 2008 – pre početka globalne krize, i za 9,3% iznad druge maksimalne vrednosti dostignute u Q2 2011 – pre drugog talasa krize - krize u evrozoni<sup>3</sup>.

### Do kraja 2013. godine očekuje se nastavak brzog rasta izvoza

**Grafikon T4-8. Srbija: desezonirani izvoz, kvartalno, 2005-2013**



Izvor: NBS, RZS, QM

Do kraja 2013. godine očekujemo da će izvoz beležiti značajno ubrzanje zahvaljujući izvozu automobilske industrije, ali i niskoj prošlogodišnjoj bazi. Takođe, uspešna poljoprivredna sezona bi mogla u značajnoj meri da poboljša izvozni rezultat (s obzirom na lošu prošlogodišnju sezonu i time nisku bazu). Sa druge strane aktuelna realna aprecijacija domaće valute započeta krajem 2012. godine će imati nepovoljan uticaj na izvozni rezultat u narednom periodu (tokom Q2 i Q3, a ukoliko se i dalje nastavi, onda će se negativno odraziti na spoljnotrgovinske tokove do kraja 2013. godine). Takođe neizvestan je oporavak zemalja Evrope, što dodatno ograničava rast

domaćeg izvoza, s obzirom na činjenicu da je Evropa naše najznačajnije izvozno područje.

## Uvoz

### U Q1 2013 uvoz na istom nivou, dok je uvoz bez energije za 10,3% viši u poređenju sa Q1 2012

Tokom Q1 2013 uvoz je gotovo na istom nivou ostvarenom u Q1 2012 godine (rast od 0,3% međugodišnje, Tabela T4-9). U pravcu usporavanja uvoza – delovali su smanjenje uvoza energetskih proizvoda (usled vađenja domaće nafte, i povećanja prerađivačkih kapaciteta), i dalje niska domaća tražnja, deprecijacija dinara u većem delu prethodne godine i visoka baza u Q1 2012 usled fiskalne ekspanzije u predizbornom periodu. Ipak, treba imati u vidu da uvoz po isključenoj vrednosti uvoza energetskih proizvoda ubrzava i beleži porast u Q1 od 10,3% međugodišnje (Tabela T4-9).

Posmatrano po nameni uvoza došlo je do većeg ubrzanja uvoza *Kapitalnih proizvoda* (rast od 24,0% međugodišnje) – usled rasta uvoza komponenti za proizvodnju FIAT automobola i *Ostalog uvoza*<sup>4</sup> (rast od 25,9% međugodišnje).

3 Kriza u evrozoni prvenstveno je dovela do slabih izvoznih rezultata u Q2 i Q3 2011, kako direktno usled činjenice da su zemlje evrozone najvažnije izvozno područje Srbije tako i indirektno, usled pada cena metala, hrane i drugih proizvoda koji čine veliki deo domaćeg izvoza na svetskom tržištu, za detalje v. QM 25-26, odeljak: „Platni bilans i spoljna trgovina“.

4 U ove proizvode su svrstani i delovi za motorna vozila.

Sa druge strane, došlo je do naglog smanjenja uvoza *Energije*, koji je u Q1 2012 za 32,9% ispod uvoza iz istog perioda 2012. Ovakvo opadanje uvoza energije rezultat je povećane eksploatacije nafte u Srbiji, zahvaljujući unapređenu tehnologije u NIS-u za eksploataciju nafte. Inače, delimično na pad vrednosti uvoza energije uticalo je i opadanje cena ovih proizvoda na svetskom tržištu, imajući u vidu da su one u evrima u Q1 za 7% niže, međugodišnje posmatrano.

*Intermedijarni proizvodi* u Q1 bez bitnijeg oporavka i beleže nepromenjenu vrednost u poređenju sa Q1 prethodne godine. Uvoz *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* je ostvario međugodišnje smanjenje od 1,7%, dok je uvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* 7,1% iznad vrednosti iz istog perioda prethodne godine (Tabela T4-9).

**Tabela T4-9. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2011–2013**

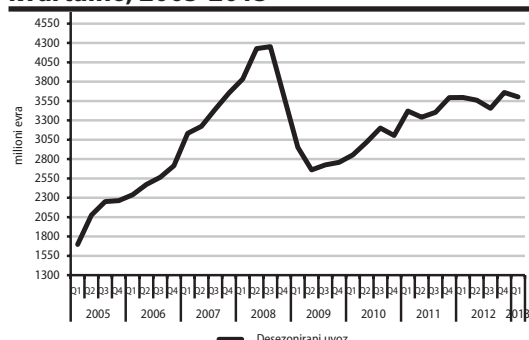
	Učešće u uvozu 2012			2012				2013	2012				2013
	2011 <sup>1)</sup>	2012 <sup>1)</sup>	u %	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
				u milionima evra					u %				
Ukupno	100,0	14.250	14.741	3.524	3.682	3.540	3.995	3.534	5,5	5,9	1,2	1,6	0,3
Energija	17,5	2.846	2.574	817	546	533	679	548	6,4	-12,9	-10,9	-20,5	-32,9
Intermedijarni proizvodi	34,7	5.030	5.116	1.157	1.364	1.304	1.274	1.158	3,9	0,7	-0,5	3,1	0,1
Kapitalni proizvodi	18,7	2.812	2.753	637	684	651	810	790	-8,5	2,0	-5,2	2,6	24,0
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,2	320	328	77	86	81	81	76	15,2	15,0	1,6	-15,9	-1,7
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,4	2.176	2.269	475	537	581	633	509	8,8	3,5	0,3	5,2	7,1
Ostalo	11,5	1.066	1.701	361	465	389	518	454	39,8	101,2	59,4	45,8	25,9
Uvoz bez energije	82,5	11.404	12.167	2.707	3.137	3.006	3.316	2.986	5,2	10,1	3,6	7,7	10,3

Izvor: RZS

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

**Desezonirani podaci ukazuju na pad uvoza**

**Grafikon T4-10. Srbija: Desezonirani uvoz, kvartalno, 2005-2013**



Izvor: NBS, RZS, QM

**Jačanje dinara će podsticati uvoz, dok će ga kočenje domaće tražnje usporavati**

Desezonirani podaci (Grafikon T4-10) ukazuju da je uvezena vrednost za 1,6% ispod ostvarene tokom Q4 2012. godine (što je pad od 6,1% na godišnjem nivou). Grafikon takodje ukazuje na konstantno nisku domaću tražnju i investicije, s obzirom da je uvoz i dalje niži od dostignute predkrizne vrednosti.

Ipak očekujemo da će aktuelna realna aprecijacija stvoriti pritisak na rast tražnje za uvezenim proizvodima u narednom periodu. Sa druge strane, ukoliko se usvoji predlog za zamrzavanje plata i penzija ili kako je poželjno još neki strožiji vid fiskalne konsolidacije, to će imati dalje implikacije

na smanjenje domaće tražnje i može ograničiti rast uvoza do kraja godine. Time bi ubrzanje rasta izvoza uz ograničen rast uvoza doprinelo daljem rastu pokrivenosti uvoza izvozom i smanjivanju spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita.

## Spoljni dug

**U Q1 zabeležen je porast spoljnog duga za milijardu evra**

Ukupan spoljni dug Srbije na kraju Q1 2013. godine iznosi 26.721 miliona evra i čini 87,3% bruto domaćeg proizvoda (Tabela T4-11). U odnosu na kraj 2012. godine, spoljni dug je uvećan za milijardu evra. Ovaj porast inostrane zaduženosti zemlje isključivo je posledica porasta zaduživanja javnog sektora, dok je dug privatnog sektora smanjen (Tabela T4-11).

Učešće ukupnog spoljnog duga u BDP-u je za jedan procentni poen više od zabeleženog nivoa na kraju Q4 2012. – porast sa 86,2% na 87,3% BDP-a (Tabela T4-11). Ovaj porast učešća delimično je posledica višeg nivoa BDP-a koji koristimo kao imenilac za izračunavanje učešća, i, manjim delom, posledica nominalne aprecijacije dinara tokom Q1. Tačnije, ukoliko bi isključili promenu BDP-a – tj. kada bi kao imenilac koristili vrednost BDP-a koja predstavlja imenilac za izračunavanje učešća na kraju prethodnog kvartala, spoljni dug bi na kraju marta skoro dostigao 90% vrednosti BDP-a.

Pored činjenice o visokom rastu inostranog duga, zabrinjava i njegova struktura – koja je znatno izmenjena u korist javnog sektora. Naime, na kraju marta 2013. po prvi put spoljni dug javnog

## 4. Platni bilans i spoljna trgovina

**Po prvi put spoljni dug države je veći od duga privatnog sektora**

sektora je iznad iznosa duga privatnog sektora. Vrednost duga javnog sektora dostiže 13.483 miliona evra i čini 50,5% ukupnog spoljnog duga (44,1% BDP-a). Sa druge strane spoljni dug privatnog sektora čini manje od polovine ukupnog spoljnog duga (49,5%) i iznosi 13.239 miliona evra (43,3% BDP-a). To je nepovoljno iz razloga što zaduživanje banaka i preduzeća može značiti porast investicija u proizvodnju i time, dugoročno gledano, porast BDP-a i mogućnost otplate uzetih dugova, dok se zaduživanje države koristi za pokrivanje fiskalnog deficita, tj. za rešenje problema u kratkom roku, i stoga ukazuje na potencijalne poteškoće u servisiranju duga ukoliko se ovakav trend zaduživanja nastavi.

**Spoljni dug na kraju marta bitno uvećan u odnosu na stanje godinu dana ranije...**

Spoljni dug na kraju marta u odnosu na stanje godinu dana ranije (kraj marta 2012. godine) uvećan je za 2.653 miliona evra (za 11 procentna poena BDP-a). Ovakav rast spoljnog duga u poređenju sa stanjem od pre godinu dana prevashodno je posledica rasta zaduženosti javnog sektora. U toku godine dana, javni sektor je povećao svoju inostranu zaduženost za 2.827 miliona evra (10 procentnih poena BDP-a). U istom vremenskom periodu privatni sektor se razdužio prema inostranstvu za 174 miliona evra (rast od 1 procentni poen BDP-a)<sup>5</sup>. Tokom ovog perioda banke su se razdužile 254 miliona evra po osnovu dugoročnih i 213 miliona evra po osnovu kratkoročnih kredita. Preduzeća su se dodatno zadužila za 298 miliona evra po osnovu dugoročnih kredita, dok je nivo njihovog kratkoročnog zaduživanja ostao gotovo nepromenjen.

**Tokom 2013. procenjujemo da će ukupni spoljni dug rasti**

Evidentno je da dug javnog sektora veoma brzo raste. Tokom Q1 spoljni dug javnog sektora je povećan za 1.295 miliona evra (za 3,2 procentna poena BDP-a – sa 40,8% na 44,1%) i do kraja 2013. godine očekuje se njegov dalji rast. Međutim, procenjujemo da se država u narednim mesecima neće tako lako i jeftino zaduživati kao što je to bilo slučaj u prethodnim mesecima. Objavljivanje podataka o lošem stanju u javnim finansijama, trenutno je povećalo premiju na rizik Srbije i kamatne stope, a ukoliko se ne usvoji kredibilan program fiskalne konsolidacije država će imati teškoće pri zaduživanju, sa kojima se veće suočava privatni sektor u Srbiji. Ovakvo kretanje duga javnog sektora može u značajnoj meri da dovede do rasta spoljnog duga. To dovodi do pitanja mogućnosti servisiranja tako uvećanog inostranog duga, naročito imajući u vidu način na koja se ta sredstva upotrebljavaju. Stoga, neophodnost fiskalne konsolidacije - smanjenja fiskalnog deficita i sprovođenje sveobuhvatnih reformi javnog sektora se nameće kao jedino rešenje za zaustavljanje rasta duga javnog sektora. Takođe, ponovni aranžman sa MMF-om bi bio pozitivan signal investitorima da će dug biti u kontrolisanim okvirima. Time bi se povećalo poverenje što bi dovelo do pada rizika zemlje, koji je u drugoj polovini maja zabrinjavajuće porastao.

**Tabela T4-11. Srbija: struktura spoljnog duga, 2010–2013**

	2010	2011				2012				2013
		Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
<b>stanja, u milionima evra, kraj perioda</b>										
Ukupan spoljni dug	23.786	22.672	22.734	23.860	24.125	24.068	24.086	24.832	25.721	26.721
(U % BDP-a) <sup>2)</sup>	85,1	79,5	76,6	77,8	76,5	76,7	78,6	82,9	86,2	87,3
Javni spoljni dug	9.076	8.861	9.138	10.433	10.773	10.655	11.032	10.944	12.187	13.483
(U % BDP-a) <sup>2)</sup>	32,5	31,1	30,8	34,0	34,2	34,0	36,0	36,5	40,8	44,1
Dugoročni	9.076	8.861	9.138	10.433	10.773	10.655	11.032	10.944	12.187	13.483
od čega MMF	1.529	1.475	1.506	1.582	1.618	1.581	1.644	1.524	1.389	1.245
od čega obaveze Vlade RS	449	434	428	449	459	449	467	462	452	454
Kratkoročni	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug	14.710	13.811	13.597	13.427	13.352	13.412	13.054	13.889	13.534	13.239
(U % BDP-a) <sup>2)</sup>	52,6	48,4	45,8	43,8	42,3	42,7	42,6	46,4	45,3	43,3
Dugoročni	12.880	12.696	12.630	12.569	12.704	12.834	12.712	13.526	13.040	12.878
od čega banke	3.362	3.347	3.413	3.551	3.782	3.784	3.754	3.745	3.672	3.530
od čega privreda	9.518	9.348	9.217	9.018	8.922	9.050	8.958	9.781	9.369	9.348
Kratkoročni	1.830	1.116	966	858	648	578	342	363	493	361
od čega banke	1.731	1.036	895	785	582	515	275	292	428	303
od čega privreda	100	79	72	73	66	63	67	71	65	58
Neto spoljni dug <sup>1)</sup> (u% BDP-a) <sup>2)</sup>	49,3	44,7	43,0	40,8	38,3	41,4	45,5	50,1	49,6	48,6

Napomena: Od septembra 2010. godine promenjena je metodologija statistike spoljnog duga tako da se u spoljni dug javnog sektora uključuju obaveze po osnovu alokacije SPV MMF (454,3 miliona evra), iskorišćene u decembru 2009. kao i kapitalizovana kamata prema Pariskom klubu poverilaca (25,1 miliona evra), dok su iz spoljnog duga privatnog sektora isključeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (887,4 miliona evra, od čega se 411,8 miliona evra odnosi na domaće banke, a 475,6 miliona evra na domaća preduzeća). Podaci o spoljnom dugu dati u Tabeli izrađeni su po novoj metodologiji.

Izvor: NBS, QM

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

2) Koristi se zbir vrednosti BDP-a posmatranog kvartala i prethodne tri kvartalne vrednosti BDP-a.

5 Zbog niže vrednosti imenioca u Q1 2013. u odnosu na imenilac na kraju Q1 2012.

## 5. Cene i devizni kurs

Nakon naglog zaustavljanja inflacije krajem 2012. godine, od početka 2013. godine inflacija je bila na relativno niskom nivou. U aprilu je inflacija bila relativno visoka, ali se procenjuje da se radi o jednokratnom sezonskom skoku cena. Rastu indeksa potrošačkih cena u periodu januar-april najviše je doprineo rast cena hrane (65%) i alkoholnih pića i duvana (17%). Noseća inflacija je na istorijskom minimumu i njen pad daje dobre izgleda za dalji trend pada ukupne inflacije. Međugodišnja inflacija i dalje je znatno iznad gornje granice ciljnog koridora NBS, ali se trend njenog rasta preokrenuo i može se očekivati da će se spustiti unutar granica koridora krajem godine. Kao što smo ranije ocenili u uslovima visoke i varijabilne inflacije, monetarna politika bi trebalo da se zasniva na anualizovanim vrednostima stope inflacije u prethodnih nekoliko meseci, umesto na međugodišnjim stopama. Kurs dinara je stabilan uz blagu nominalnu apresijaciju i nastavak trenda realne apresijacije. Iako apresijacija dinara kratkoročno smanjuje troškove servisiranje kredita i pomaže naglom obaranju inflacije, jak dinar smanjuje konkurentnost privrede Srbije i na taj način dugoročno usporava rast zaposlenosti i privredne aktivnosti – u krajnjoj instanci jak dinar gasi radna mesta u Srbiji.

### Cene

#### *Nastavlja se trend smanjenja inflacije*

Trend snažnog usporavanja inflacije nastavlja se u Q1 i u aprilu 2013. godine. Porast cena u Q1 iznosi 1,2% (tj. 4,7 anualizovano), što je znatno manje nego 2,4% (9,9% anualizovano) iz prethodnog kvartala (Tabela T5-1). Trebalo bi uzeti u obzir da Q4 obuhvata relativno visoku inflaciju u oktobru i deflaciju u novembru i decembru, kada je nakon perioda rekordnog rasta otpočeo period naglog snižavanja stope inflacije. U prva četiri meseca 2013. godine inflacija iznosi 2%,

odnosno oko 6% anualizovano, što je znatno ispod međugodišnje stope, koja u aprilu iznosi 11,5%. U uslovima visoke i varijabilne inflacije, koja se karakteriše naglim lomovima, što se i dešavalo u Srbiji u poslednjih godinu dana, međugodišnja inflacija nije najbolji pokazatelj na osnovu koga bi se trebale donositi odluke o monetarnoj politici. Budući da međugodišnja inflacija sadrži i inflaciju koja se dogodila pre 10 ili 11 meseci i na koju se nikakvim merama više ne može uticati, a koja takođe ne utiče na sadašnju inflaciju, bolji parametar za vođenje monetarne politike bila bi prosečna anualizovana inflacija tokom poslednjih nekoliko meseci (Kvartalni monitor br. 31. „Osvrt 1: Fiskalna konsolidacija, monetarna politika i reforme“).

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2007–2013**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2007</b>					
dec	113,0	11,0	11,0	1,2	13,1
<b>2008</b>					
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
<b>2009</b>					
dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
<b>2010</b>					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
<b>2011</b>					
mar	152,2	14,1	5,5	2,6	24,1
jun	154,0	12,6	6,8	-0,3	4,8
sep	153,3	9,3	6,3	0,2	-1,7
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
<b>2012</b>					
mar	157,4	3,4	2,0	1,1	8,4
jun	162,4	5,4	5,3	1,2	13,2
sep	169,1	10,3	9,6	2,3	17,7
okt	173,8	12,9	12,7	2,8	30,5
nov	173,8	11,9	12,7	0,0	22,3
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
<b>2013</b>					
jan	174,1	12,7	0,6	0,6	0,7
feb	175,1	12,5	1,2	0,6	3,0
mar	175,1	11,2	1,2	0,0	4,7
apr	176,5	11,5	2,0	0,8	5,6

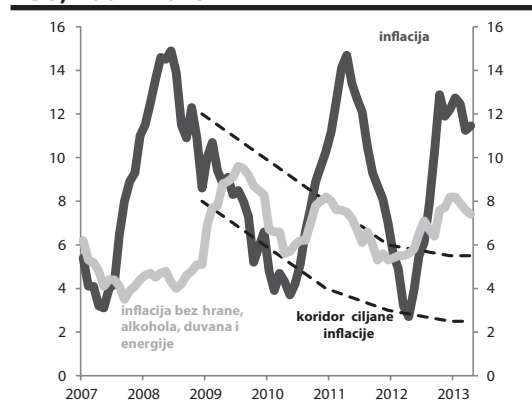
Izvor: RZS

## 5. Cene i devizni kurs

**Međugodišnja inflacija je i dalje visoka ali je njen pad izvestan**

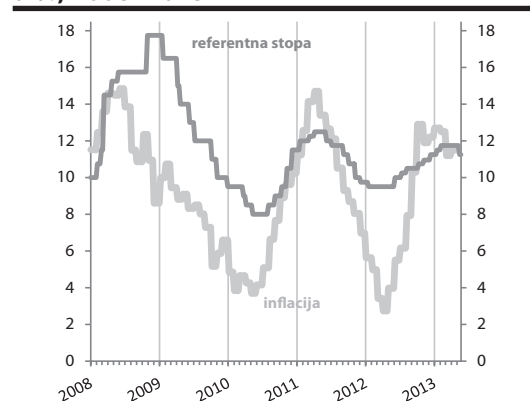
Međugodišnja stopa inflacije je dostigla maksimalnu vrednost od 12,7% u januaru, od kada je nastupio period njenog opadanja, i u aprilu iznosi 11,5%. Međugodišnja inflacija se i dalje nalazi iznad gornje granice ciljanog koridora NBS, koji iznosi 2,5%-5,5% (Grafikon T5-2). Iako je u aprilu 2013. umereni rast inflacije od 0,8% neznatno povećao međugodišnju stopu inflacije u odnosu na martovsku,<sup>1</sup> ne očekuje se da će to dovesti do preokreta trenda njenog opadanja. Glavni razlog zašto se očekuje dalji pad međugodišnje stope inflacije je u tome što je u aprilu 2012. godine mesečna inflacija bila relativno niska, dok je od maja do oktobra prosečna mesečna inflacija iznosila oko 1,6% - što znači da će se godišnja inflacija u svakom narednom mesecu računati na osnovu sve manje osnove. Zbog toga što u sadašnjem trenutku međugodišnja stopa inflacije u znatno većoj meri zavisi od inflacije od pre gotovo godinu dana nego od trenutne, zasnivanje monetarne politike na međugodišnjoj stopi moglo bi da dovede do preterano dugog perioda u kom se vodi restriktivna monetarna politika – NBS je u januaru i u februaru nastavila da podiže referentnu kamatnu stopu, kao i da je drži na relativno visokom nivou tokom marta i aprila, samo zato što je međugodišnja inflacija bila na visokom nivou, bez obzira što je inflacija već nekoliko meseci bila na niskom nivou. Kada bi se umesto međugodišnje za donošenje odluka koristila anualizovana stopa inflacije u periodu od proteklih nekoliko meseci, odluka monetarnih vlasti bila bi primerenija trenutnim okolnostima. Sredinom maja došlo je do smanjenja referentne kamatne stope NBS za 50 baznih poena (sa 11,75% na 11,25%, Grafikon T5-3), što je moglo da se uradi i ranije. Pod uslovom da se potvrdi da je aprilsko povećanje cena jednokratano, kao i da se usvoji odgovarajući program fiskalne konsolidacije ocenjujemo da je opravdano dalje smanjenje restriktivnosti monetarne politike (videti deo o monetarnoj politici).

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2007–2013**



Izvor: NBS

**Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2013**



Izvor: NBS

**Porast cena hrane i cigareta najviše doprinosi inflaciji**

U prva četiri meseca 2013. godine, ukupni porast cena iznosio je 2%, odnosno 6% anualizovano. Najveći doprinos rastu indeksa potrošačkih cena dao je rast cena hrane (učesće od 65%, tj. 1,2pp) i alkoholnih pića i duvana (17%, tj. 0,3pp, Tabela T5-4). Značajan udeo u inflaciji imao je i rast cena farmaceutskih proizvoda (10%, ili 0,2pp) i telefonskih usluga (9% ili 0,2pp ili 9%), dok su deflatorno uticali smanjenje cena goriva za putničke automobile (-0,2pp) i cene odeće i obuće (-0,1pp). Cene hrane i alkoholnih pića i duvana su u Q1 i u aprilu 2013. godine, kao i u 2012. godini, znatno doprineli rastu indeksa potrošačkih cena. Nastavak rasta cena hrane je najverovatnije biti posledica korišćenja istih pondera za potrošnju jednog poljoprivrednog proizvoda tokom cele godine. To bi značilo da rast cena voća i povrća koji se tek pojavljuju na tržištu znatno utiču na rast indeksa potrošačkih cena (kao što je bio slučaj u aprilu). Kada cene ovih proizvoda znatno padnu (što se očekuje u narednim mesecima), to će onda dovesti do deflatornih trendova.

<sup>1</sup> Rast inflacije u aprilu je najverovatnije posledica rasta cena sezonskih prehrambenih proizvoda i načina merenja indeksa potrošačkih cena, v. sledeći pasus.



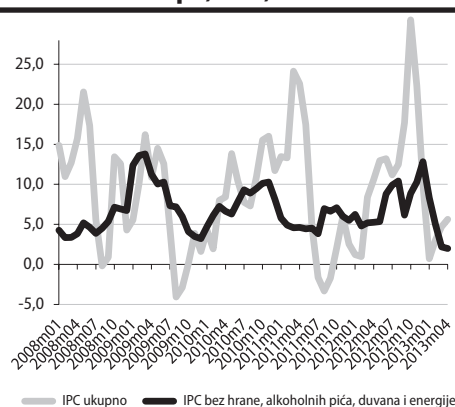
**Tabela T5-4. Srbija: izabrane komponente indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije**

	učešće u IPC (u%)	porast cena u prva četiri meseca 2013.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u prva četiri meseca 2012.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena od maja do decembra 2012.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	2,0	2,0	2,6	2,6	9,3	9,3
Hrana i bezalkoholna pića	34,5	3,5	1,2	2,8	1,1	12,2	4,7
Hrana	30,9	4,0	1,2	6,3	2,2	12,2	4,3
Alkoholna pića i duvan	7,8	4,1	0,3	5,1	0,3	25,2	1,4
Duvan	4,2	5,7	0,2	5,8	0,2	32,1	1,3
Odeća i obuća	4,6	-2,2	-0,1	-0,2	0,0	4,2	0,2
Stanovanje, voda struja	13,0	1,2	0,2	1,6	0,3	5,2	0,9
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	0,1
Nameštaj i opremanje domaćir	4,1	1,5	0,1	3,2	0,1	9,2	0,4
Zdravstvo	6,4	3,6	0,2	1,4	0,1	4,2	0,2
Transport	12,3	-1,2	-0,2	6,7	0,7	4,6	0,5
Gorivo i mazivo	5,1	-3,2	-0,2	10,1	0,5	4,7	0,2
Komunikacije	5,0	4,0	0,2	-0,5	0,0	5,0	0,2
Ostalo	12,2		0,0		0,1		0,9

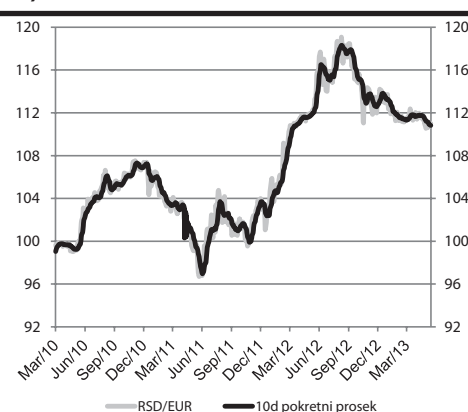
Izvor: RZS i proračun QM-a

**Noseća inflacija je na rekordno niskom nivou – sistemski faktori ne pokreću inflaciju**

Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) je od januara 2013. godine počela da pada i u Q1 iznosi 0,54% ili 2,2% anualizovano. Pored toga, u aprilu je nastavila sa padom i iznosi 0,49% ili 2% anualizovano, što predstavlja rekordno nizak nivo stope noseće inflacije (Grafikon T5-5). Istovremeno je opao i udeo noseće u ukupnoj inflaciji – sa više od polovine u Q4 2012. na oko četvrtinu u Q1 2013. godine. Pad noseće inflacije najvećim delom odražava uticaj sistemskih faktora na inflaciju, a u slučaju Srbije na inflaciju ključno utiče kretanje kursa i zarada. Ocenjuje se da će zarade u narednom periodu mirovati pa će kretanje inflacije biti pod presudnim uticajem kursa dinara. Stoga je za nisku i stabilnu inflaciju, u uslovima visoko evroizirane privrede kao što je srpska, važno da izostanu relativno snažne promene kursa, a takve promene su manje verovatne ako je stvarni kurs blizu ravnotežnog nivoa.

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane stope, u %, 2008–2012**

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010–2012**

Izvor: NBS

## Devizni kurs

**Nominalni kurs dinara prema evru je stabilan**

**Realni kurs nastavlja sa apresijacijom**

**Apresijacija privremeno smanjuje troškove servisiranja deviznih dugova i poboljšava imovinsku poziciju države, preduzeća i građana**

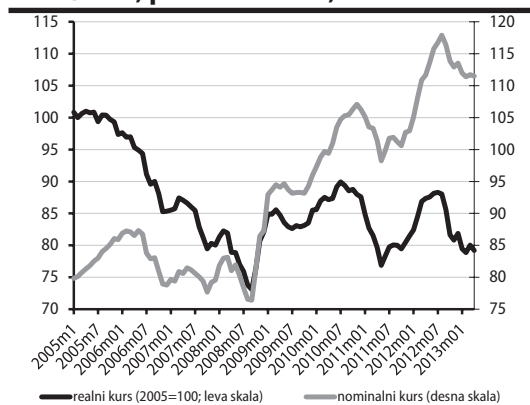
**U dužem roku, negativni efekti apresijacije prevazilaze koristi od jačanja dinara**

**Precenjenost dinara unosi distorzije u ponašanje građana, privrede i države**

**Za očuvanje makroekonomske stabilnosti je važno da kurs bude u blizini ravnotežnog nivoa**

Kurs dinara je tokom Q1 i tokom aprila 2013. godine bio stabilan, uz blagu nominalnu apresijaciju u odnosu na kraj 2012. godine. Do najveće apresijacije je došlo u januaru, da bi se onda kurs stabilizovao sve do kraja aprila, od kada se, kao i tokom maja uočava novi trend nominalne apresijacije (Grafikon T5-6).

**Grafikon T5-7. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2005–2012**



Izvor: NBS, RZS i proračun QM-a

Napomena: porast predstavlja depresijaciju

Dinar je tokom januara realno apresirao za oko 3% u odnosu na decembar i približno na tom nivou se održava i tokom celog Q1 i tokom aprila meseca. Realnoj apresijaciji su u podjednako meri doprineli stopa inflacije i nominalna apresijacija dinara. Krajem aprila 2013. godine realni kurs se nalazi na nivou na kom je bio u Q3 2011. godine (Grafikon T5-7).

Apresijacija dinara u drugoj polovini 2012. i 2013. godine povoljno utiče na obaranje inflacije, smanjuje troškove kamata i poboljšava imovinsku poziciju države, preduzeća i građana. Jačanje vrednosti dinara bilo bi poželjno samo pod uslovom da je ono rezultat rasta visoke konkurentnosti privrede Srbije, odnosno rasta suficita u spoljnotrgovinskim odnosima zemlje. Međutim, jačanje dinara tokom poslednjih nekoliko meseci nije rezultat trgovinskog suficita, niti visokog priliva stranih direktnih investicija, nego je posledica visokog zaduživanja države. S obzirom na to da visoko zaduživanje države nije održivo u dužem periodu, može se zaključiti da je postojeći realni kurs održiv samo ako se u relativno kratkom periodu priliv deviza po osnovu zaduživanja države zameni prilivom stranih investicija ili suficitom u tekućem bilansu. Suficit u tekućem bilansu se ne može očekivati, bar u nekoliko narednih godina, dok je priliv stranih investicija malo verovatan.

Realnom apresijacijom se smanjuje konkurentnost privrede Srbije, tj. destimuliše izvoz i podstiče uvoz, što rezultira u održavanju deficita tekućeg platnog bilansa na visokom nivou. Takav deficit se finansira spoljnim zaduživanjem ili stranim investicijama, ali ni jedno ni drugo nije dugoročno održivo. Spoljni dug Srbije je već sada vrlo visok, zbog čega su troškovi njegovog servisiranja visoki. Slično, i strane direktne investicije u sadašnjosti impliciraju odliv kapitala po osnovu povlačenja dividendi ili čak i samog kapitala u budućnosti – koliko je ovo realan proces vidljivo je čak i u Srbiji u slučaju kapitala uloženog u banke.

Precenjen dinar predstavlja pogrešan signal na osnovu koga građani, preduzeća i Vlada donose pogrešne odluke o štednji, potrošnji i zaduživanju. Precenjen dinar privremeno smanjuje vrednost deviznih dugova u odnosu na vrednost imovine i dohodaka, čime se subjekti u Srbiji podstiču na zaduživanje iznad nivoa koji održava njihove mogućnosti otplate kredita.

U visoko evroiziranoj privredi kao što je srpska neophodan uslov za smanjenje varijabilnosti inflacije je smanjenje varijabilnosti kursa. Jedan od načina kako bi se varijabilnost kursa mogla smanjiti mogao bi se sastojati u tome da NBS ima određeni implicitno definisani ravnotežni kurs ili putanju kursa i da interveniše onda kada kurs počne da značajnije odstupa od ravnotežne vrednosti. Empirijski je dokazano da se varijabilnost kursa povećava sa njegovim udaljavanjem od ravnotežne vrednosti – stoga je za stabilnost cena, ali i za funkcionisanje i rast privrede najbolje da kurs bude blizu ravnotežnog nivoa.

## 6. Fiskalni tokovi i politika

U prva četiri meseca 2013. konsolidovani fiskalni deficit iznosio je 61 mlrd. dinara (oko 5,2% BDP u istom periodu), što je znatno više u odnosu na plan. To je posledica usporavanja na strani javnih prihoda, dok su javni rashodi uglavnom bili pod kontrolom. S obzirom da je usled dejstva sezonskih faktora fiskalni deficit početkom godine obično znatno niži nego u narednim mesecima, procenjuje se da bi bez usvajanja dodatnih mera fiskalne konsolidacije, fiskalni deficit u 2013. (prema metodologiji Ministarstva finansija i privrede) iznosio oko 5,5% BDP. Uključivanje u rashode svih izdataka u skladu sa međunarodnom metodologijom dovelo bi do toga da fiskalni deficit u 2013. iznosi oko 7% BDP, što se ocenjuje kao izrazito visoko i neodrživo. Usvojene i najavljene dodatne mere fiskalne konsolidacije (preraspodela prihoda od oporezivanja rada, od lokalnih samouprava ka fondu penzijskog osiguranja i uštede na diskrecionim rashodima), mogle bi da obezbede smanjenje deficita u tekućoj godini do 0,8% BDP. Smanjenje fiskalnog deficita u ovoj godini zahteva dodatne mere štednje, koje bi uključivale zamrzavanje penzija i plata u javnom sektoru, kao i dodatno smanjenje diskrecionih rashoda. Za trajno smanjenje deficita potrebno je što pre početi sa reformom sistema penzijskog osiguranja, smanjenjem subvencija, reformom obrazovanja, zdravstvene zaštite, javnih preduzeća i javne administracije. Javni dug na kraju aprila iznosio je 19,1 mlrd. evra (60,4% BDP). Javni dug bi na kraju aprila, u relativnom iznosu (kao % BDP) bio i veći da u posmatranom periodu nije došlo do realne apresijacije kursa dinara. Pod pretpostavkom da se ostvare projektovani ciljevi u pogledu makroekonomskih i fiskalnih kretanja u 2013, te da ne dođe do značajnije promene kursa dinara, procenjuje se da će javni dug Srbije na kraju godine iznositi oko 62-63% BDP. Nakon što su objavljeni podaci o vrlo nepovoljnim kretanjima u javnih finansijama u Srbiji, premija na rizik za dužničke hartije na međunarodnom tržištu je porasla za oko 20%, dok je procenat realizacije državnih hartija na domaćem tržištu smanjen. Reakcije investitora pokazuju koliko je poverenje u srpske javne finansije krhko, a mogućnost dužničke krize realna.

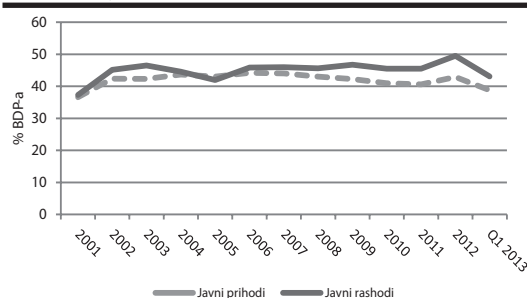
### Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

**Fiskalni deficit u prva četiri meseca 2013. iznosi oko 5,2% BDP**

U periodu januar-april 2013. ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 61 mlrd. dinara (oko 5,2% četvoromesečnog BDP), što je ipak znatno više u odnosu na iznos koji bi obezbedio održanje godišnjeg fiskalnog deficita u planiranim okvirima.<sup>1</sup>

Viši fiskalni deficit od planiranog, ostvaren u prvom četvoromesečju, u najvećem delu je posledica podbačaja javnih prihoda u odnosu na plan, dok su se javni rashodi uglavnom kretali u očekivanim okvirima. Procenjuje se da će u 2013. javni prihodi biti manji za oko 2% BDP u odnosu

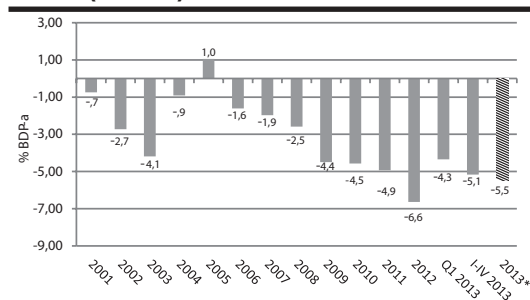
**Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)**



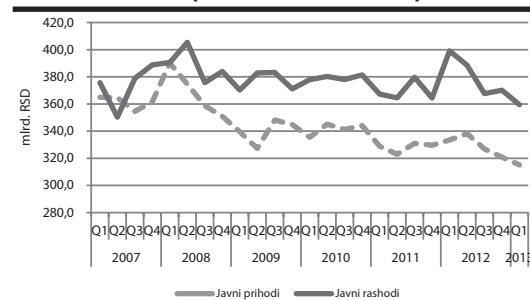
Izvor: Obračun QM-a

na plan, i to pre svega usled slabije realizacije prihoda od poreza na dobit, neporeskih prihoda, PDV i akciza. Odstupanje javnih prihoda u odnosu na plan posledica je neadekvatnog planiranja prilikom izrade budžeta (naročito izraženo kod planiranja prihoda od poreza na dobit), znatne apresijacije kursa dinara (naročito značajan uticaj na prihode od PDV i akciza), neodgovarajućeg budžetiranja efekata stečaja banaka (efekti na neporeske prihode), kao i mogućeg rasta nelegalnog prometa akciznih proizvoda nakon povećanja stopa akciza.

<sup>1</sup> Početak primene mera fiskalne konsolidacije na strani rashoda, kao i odložena primena određenih mera na strani javnih prihoda (npr. promena načina administriranja PDV i rokova plaćanja i povraćaja ovog poreza) od januara 2013. godine uticali su znatno na dinamiku javnih prihoda i javnih rashoda. Shodno tome, adekvatnije je procenu vršiti na osnovu podataka o javnim приходima i javnim rashodima za prva četiri meseca, jer su se u aprilu realizovali brojni efekti, koji zbog pomenutih mera, nisu bilo ostvareni u prva tri meseca.

**Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans (% BDP)**

Izvor: Obračun QM-a

**Grafikon T6-3. Srbija: Realni desezonirani fiskalni deficit (u cenama iz 2012.)**

Izvor: Obračun QM-a

**Bez primene dodatnih mera, fiskalni deficit u 2013. godini iznosiće oko 5,5% BDP**

Deficit ostvaren u periodu januar-april iznosi gotovo 46% ukupnog planiranog fiskalnog deficita u 2013. godini, što je u relativnom smislu znatno više u odnosu na prethodne godine, budući da je u periodu od 2009. do 2012. deficit u prva četiri meseca u proseku iznosio oko 26% godišnjeg deficita (a ako se isključi 2012. u kojoj je deficit u periodu januar-april bio vrlo visok, jer je reč o predizbornom periodu, prosečan deficit u prva četiri meseca u prethodnim godinama je bio i manji). Iako je u aprilu zabeležen blagi oporavak na strani prihoda, opisana kretanja u prva četiri meseca 2013. ukazuju da primena do sada usvojenih mera fiskalne konsolidacije izvesno neće obezbediti održanje fiskalnog deficita u planiranim okvirima. Polazeći od prosečne kvartalne dinamike fiskalnog deficita u prethodnim godinama, te od tekućih fiskalnih kretanja, procenjuje se da će bez implementacije dodatnih mera fiskalne konsolidacije fiskalni deficit u 2013. godini iznositi oko 5,5% BDP.

**...dok bi prema međunarodno uporedivoj metodologiji deficit mogao iznositi oko 7% BDP**

Prema GFS metodologiji (izrađenoj od strane MMF, i koja se primenjuje u velikom broju zemalja), izdaci iz budžeta, po osnovu plaćanja glavnice duga javnih preduzeća za koje je država dala garancije, se evidentiraju kao javni rashod, a slično je i sa rashodima po osnovu sanacije banaka, kredita Fonda za razvoj Železari Smederevo i dr. S obzirom da se ovi izdaci u 2013. godini procenjuju na 1,5% BDP, te da prema metodologiji Ministarstva finansija i privrede nisu iskazani kao rashod, njihovo uključivanje u konsolidovane javne rashode bi dovelo do toga da fiskalni deficit u 2013. godini dostigne 7% BDP, što se ocenjuje kao izrazito neodrživo.

**Poreska reforma i najavljeno smanjenje diskrecionih rashoda smanjiće deficit za najviše 0,8% BDP, što je nedovoljno**

Najavljena poreska reforma, kojom će *de facto* biti izvršena preraspodela prihoda od budžeta lokalnih samouprava ka fondu penzijskog osiguranja, uticaće na trajno smanjenje (strukturnog) fiskalnog deficita za oko 0,2-0,3% BDP. Osim toga, najavljeno je smanjenje na strani diskrecionih javnih rashoda za 0,5% BDP. Procenjuje se da je veći deo najavljenih ušteda jednokratnog karaktera (npr. odlaganja nabavki nekih roba i usluga, smanjenje rashoda na službena putovanja i sl.), te da će dovesti do smanjenja deficita u tekućoj godini, ali ne i do njegovog trajnog smanjenja u narednim godinama. Ocenjuje se da je pored najavljenih mera koje podrazumevaju otklanjanje negativnih efekata fiskalne decentralizacije sprovedene 2011. godine i jednokratne uštede na pojedinim rashodima, potrebno u kratkom roku pripremiti, usvojiti i otpočeti sa primenom sistemskih mera, koje bi dovele do trajnog smanjenja fiskalnog deficita. Reč je o merama iz paketa tzv. strukturnih reformi, koje se odnose na racionalizaciju (i unapređenje efikasnosti) javne administracije, obrazovanja, zdravstvenog sistema, kao i na reformu penzijskog sistema. S obzirom na strukturu javnih rashoda Srbije, zamrzavanje plata u javnom sektoru i penzija, ili njihov znatno sporiji rast od inflacije, nameće se kao nužan, ali ne i dovoljan korak u pravcu fiskalne stabilizacije. U tom smislu, zaključenje aranžmana sa MMF-om, kojim bi se utvrdio plan i dinamika strukturnih reformi, izrazito povoljno bi se odrazilo na poverenje investitora u srednjoročnu makroekonomsku stabilnost zemlje.

## Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

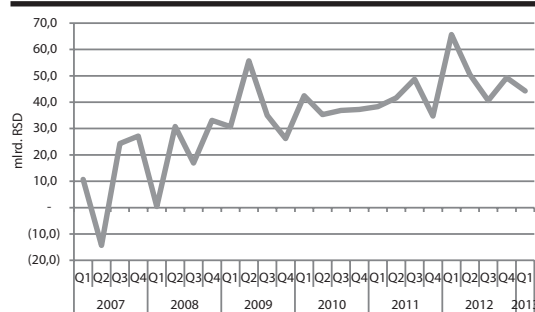
### Realan pad javnih prihoda

U periodu januar-april zabeležen je pad realnih desezoniranih javnih prihoda (za 2,8%) u odnosu na prethodno četvoromesečje, što predstavlja nastavak trenda iz prethodnog perioda. Značajan realan pad javnih prihoda u prva četiri meseca 2013. (za 4,9%) je zabeležen i u odnosu na isti period prethodne godine. Pored toga što je kontinuiran, pad javnih prihoda je i relativno široko rasprostranjen, budući da je pad zabeležen kod prihoda od svih vrsta javnih prihoda osim PDV i akciza.

### Prihodi od PDV rastu - ali sporije od plana, zbog jačanja dinara

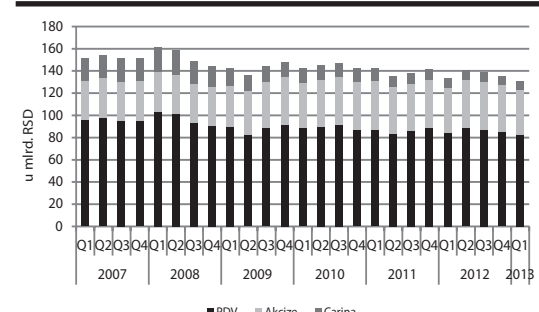
Realni desezonirani prihodi od PDV su u period januar-april 2013. realno su porasli (za 1,7%), a istovremeno je zabeležen realan rast ovih prihoda i u odnosu na isti period prethodne godine (za 2,5%). Ipak, procenjuje se da je rast prihoda od PDV u prva četiri meseca 2013. sporiji u odnosu na plan, pre svega zbog apresijacije kursa dinara, budući da prihodi od PDV na uvoz čine oko 2/3 ukupnih prihoda od PDV. Naime, projekcija prihoda od PDV za 2013. bila je zasnovana na pretpostavljenom srednjem kursu od 119 dinara za evro, dok je na kraju aprila kurs iznosio oko 111 dinara. Prethodno navedeno ukazuje na potrebu jače koordinacije monetarne i fiskalne politike, budući da je realna apresijacija kursa dinara, koja je u znatnoj meri posledica restriktivnosti monetarne politike, bitno uticala u prethodnom periodu na to da javni prihodi budu manji od planiranih. Osim toga, neki od parametara sistema PDV koji se tiču administriranja i naplate izmenjeni su od januara 2013. godine, što ima trajan negativan uticaj na prihode od ovog poreškog oblika (npr. podizanje limita za registraciju za PDV i uvođenje mogućnosti plaćanja PDV po naplaćenju realizaciji, za mala i srednja preduzeća). Kretanje ostalih ekonomskih varijabli koje utiču na prihode od PDV (rast BDP, rast izvoza, stagniranje uvoza, blagi pad domaće tražnje) je u posmatranom periodu uglavnom bilo u skladu sa projekcijama, tako da ne predstavlja uzrok izostanka značajnijeg rasta prihoda po osnovu PDV.

**Grafikon T 6-4. Srbija: Desezonirani konsolidovani realni javni prihodi i javni rashodi u mlrd. RSD (u cenama iz 2012.)**



Izvor: Obračun QM-a

**Grafikon T 6-5. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na potrošnju (u cenama iz 2012.)**



Izvor: Obračun QM-a

### Prihodi od akciza su blago porasli, ali su znatno manji od planiranih

Realni prihodi od akciza su, u prva četiri meseca ove godine, povećani za 1,1% u odnosu na isti period prethodno godine. Međutim, realni desezonirani prihodi od akciza u periodu januar-april su nastavili pad (za 3,3%) u odnosu na prethodni četvoromesečni period. Podbačaj prihoda od akciza u odnosu na plan, uprkos povećanja iznosa akciza, jednim delom je posledica pada prometa akciznih proizvoda (pre svega duvanskih proizvoda, ali i naftnih derivata), do čega je došlo kako zbog smanjenja realnih dohodaka i rasta cena, tako i zbog smanjenja kupovine ovih proizvoda u pograničnim područjima Srbije od strane građana susednih zemalja, jer je razlika u ceni ovih proizvoda sve manja. Osim toga, spor rast prihoda od akciza, u odnosu na proizvodnju akciznih proizvoda, rezultata je povećanja izvoza akciznih proizvoda. Spor rast prihoda od akciza (naročito na pojedine akcizne proizvode, kao što su cigarete), može predstavljati i indikator rasta sive ekonomije u domenu prometa tih proizvoda, zbog čega je neophodno da Poreska uprava intenzivira aktivnosti na kontroli prometa ovih proizvoda i naplati pripadajućih dažbina.

Prihodi od carina (realni, desezonirani), takođe nastavljaju pad (za 4,3% u odnosu na prethodni četvoromesečni period), ali je taj pad nešto sporiji. Na pad prihoda od carina uticali su dalje oba-

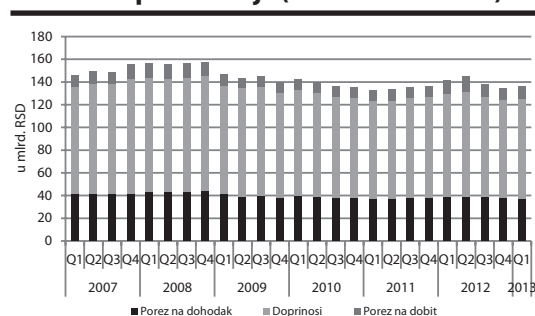
**Porez na dohodak građana znatnije opada, dok je pad doprinosa manji**

ranje carinskih stopa za uvoz robe iz EU (prema Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju), kao i realna apresijacija dinara prema evru. Procenjuje se da bi taj pad bio veći da nije došlo do rasta proizvodnje u automobilskoj i naftnoj industriji, koje znatan deo sirovina, materijala i drugih ulaznih komponenti nabavljaju u inostranstvu.

U odnosu na isti period prethodne godine, prihodi od poreza na dohodak su znatno realno opali (za 3,9%), dok su prihodi od doprinosa zabeležili nešto manji realan pad (za 1,9%). Prihodi od poreza na dohodak građana (realni, sezonski) u periodu januar-april 2013. nastavljaju trend pada (za 2,2%) u odnosu na prethodni četvoromesečni period, ali je sada taj pad nešto veći nego u prethodnom četvoromesečnom periodu. Istovremeno realni sezonski prihodi od doprinosa za socijalno osiguranje, nakon pada zabeleženog u prethodnim periodima, u prva četiri meseca 2013. umereno rastu (za 3,8%) u odnosu na prethodni četvoromesečni period. Na kretanje prihoda od poreza na dohodak i doprinosa uticalo je smanjenje broja formalno zaposlenih, kao i pad prosečnih zarada. Manji pad doprinosa od pada poreza na dohodak je verovatno privremenog karaktera i uglavnom se može objasniti reprogramom starih poreskih dugovanja, koja se najvećim delom odnose upravo na doprinose. Osim toga, na dohotke od kapitala (kamate, dividende, kapitalne dobitke i sl.) plaća se samo porez na dohodak građana, a ne i doprinosi, tako da pad ukupnih prihoda od poreza na dohodak uz rast prihoda od doprinosa može predstavljati posledicu osetnijeg pada (registrovanih) dohodaka od kapitala. Naime, nakon povećanja stope poreza na dobit preduzeća sa 10% na 15% i stope poreza na dohodak od dividende sa 10% na 15% i prethodno, praksa isplate visokih dividendi i niskih zarada vlasnicima preduzeća postaje znatno manje isplativa nego ranije, što je moglo dovesti do smanjenja ukupnog iznosa isplaćenih dividendi. Pogoršanje stanja u privredi u pogledu profitabilnosti i likvidnosti, takođe su se odrazili na odluku preduzeća o raspodeli profita. Na to ukazuje i veći pad prihoda od poreza na dohodak u budžetu Republike u odnosu na prihode po osnovu poreza na dohodak u lokalnim budžetima, jer u budžetu Republike znatan deo prihoda od poreza na dohodak čine upravo prilivi od oporezivanja dohodaka od kapitala, dok su u lokalnim budžetima to dominantno prilivi od poreza na zarade.

**Prihodi od poreza na dobit, kao i ostali poreski i neporeski prihodi opadaju**

**Grafikon T 6-6. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih sezonski prilagođenih prihoda od poreza na faktore proizvodnje (u cenama iz 2012.)**



Izvor: Obračun QM-a

ovom slučaju povećanje poreske stope nije moglo da deluje na visinu poreske osnovice, ali je moglo da utiče da preduzeća odustanu od preklasifikacije prihoda od rada u prihode od poreza na dobit jer je to sada manje isplativo. Procenjuje se da je prilikom planiranja prihoda od poreza na dobit za 2013. došlo do precenjivanja, tako da će negativno odstupanje ostvarenog u odnosu na planirani prihod po ovom osnovu predstavljati bitan uzrok odstupanja stvarnog od planiranog fiskalnog deficita.

Nakon znatnog pada u drugoj polovini 2012. godine, pad realnih sezonski prilagođenih *ostalib* poreskih prihoda u periodu januar-april u odnosu na prethodni četvoromesečni period (za 0,5%) usporava. S druge strane, pad *neporeskih* prihoda u ovom periodu u odnosu na prethodni četvoromesečni period je visok (13,9%). Posmatrano u odnosu na isti period prethodne godine realan pad *ostalib* poreskih i neporeskih prihoda je veoma visok (15% i 19,6% respektivno). Znatna pad *ostalib*

Realni sezonski prilagođeni prihodi od poreza na dobit zabeležili su u prva četiri meseca 2013. godine blagi pad (za 0,4%) u odnosu na prethodni četvoromesečni period, dok je pad u odnosu na isti period prethodne godine znatno veći (30%). Budući da se porez na dobit od januara 2013. avansno plaća po stopi od 15%, a ne po stopi od 10% kao u prethodnim godinama, zaključuje se da bi pad prihoda od ovog poreza u prva četiri meseca 2013. bio veći da nije došlo do povećanja poreske stope. Na negativna kretanja prihoda od poreza na dobit uticalo je opšte pogoršanje stanja u privredi, kao i snažna depresijacija kursa dinara u prvoj polovini prošle godine. U

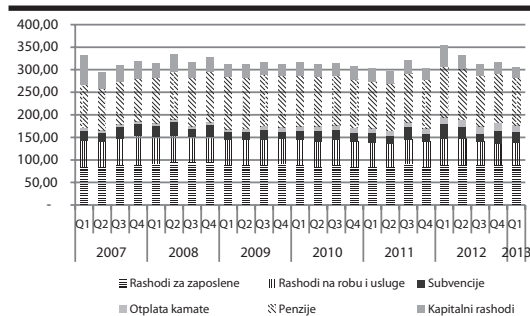
poreskih prihoda posledica je ukidanja brojnih kvazifiskalnih dažbina krajem 2012. godine, kao i uhodavanja lokalnih samouprava sa novim pravilima za obračun lokalnih dažbina (kao što je naknada za isticanje firme i sl.). S druge strane, procenjuje se da je planiranje neporeskih prihoda (od banaka u stečaju i sl.) bilo neadekvatno, što će učiniti da prihodi po ovom osnovu u 2013. budu znatno manji od planiranih.

### Realni javni rashodi su značajno smanjeni

Realni desezonirani javni rashodi znatno su opali (za 2,8%) u prva četiri meseca 2013. u odnosu na prethodni četvoromesečni period, a znatan pad realnih rashoda je zabeležen i u odnosu na isti period prethodne godine (za 9,1%). Pad ukupnih javnih rashoda u ovom periodu posledica je znatnog smanjenja rashoda na subvencije, kao i kapitalnih rashoda, te držanja pod kontrolom rashoda za zaposlene i za penzije.

### Najveći pad u periodu januar-april zabeležen je kod rashoda za subvencije i kapitalnih rashoda

**Grafikon T 6-7. Srbija: Kretanje konsolidovanih desezoniranih javnih rashoda (u cenama iz 2012.)**



Izvor: Obračun QM-a

Realni desezonirani rashodi na subvencije u periodu januar-april znatno su opali (za 21,2%) u odnosu na prethodni četvoromesečni period, što je pre svega posledica izrazito visoke osnove za poređenje, budući da su ovi rashodi u krajem 2012. zabeležili izrazito visok rast – između ostalog zbog toga što su krajem 2012. godine isplaćene obaveze po osnovu docnji. I pored toga, procenjuje se da rashodi za subvencije još uvek nisu u potpunosti pod kontrolom, budući da postoje znatni rizici njihovog rasta u narednom periodu po osnovu pomoći Železari Smederevo, ili za sanaciju bankarskog sistema. Počev od sredine drugog kvartala 2012. godine

kapitalni rashodi (realni desezonirani) kontinuirano znatno opadaju, iako je taj pad u prva četiri meseca 2013. u odnosu na prethodni četvoromesečni period bio nešto sporiji (4,5%). Tako su kapitalni rashodi u prva četiri meseca 2013. iznosili tek oko 1% BDP ostvarenog u tom periodu. Pad kapitalnih rashoda posledica je različite dinamike plaćanja za izvršene radove, ali i ušteda koje se *ad hoc* vrše upravo kroz smanjenje rashoda na ove namene, u uslovima nepovoljnih kretanja na strani javnih prihoda.

### Rashodi za zaposlene i penzije opadaju

Usled promene pravila za indeksaciju plata i penzija (povećanje za 2% izvršeno u oktobru 2012, a sledeće u aprilu 2013), u periodu januar-april 2013. zabeležen je pad (realnih desezoniranih) rashoda za zaposlene (za 1,4%), kao i rashoda za penzije (za 0,7%) u odnosu na prethodni četvoromesečni period. Realan pad ovih rashoda je zabeležen i u odnosu na isti period prethodne godine – rashodi za plate su realno smanjeni za 4,3%, dok su rashodi za penzije opali za 3,7%. Nešto sporiji pad rashoda na penzije posledica je isplate jednokratne pomoći penzionerima krajem 2012. i u aprilu 2013. godine. Smanjenje realnog nivoa rashoda za penzije i plate je ublažilo negativne tendencije u javnim finansijama Srbije – u hipotetičkom slučaju da su ovi rashodi ostali realno nepromenjeni u odnosu na isti period prethodne godine fiskalni deficit bi bio veći za oko 12 mlrd dinara.

### Rashodi kamata znatno rastu, ali je rast delimično privremen

Realni desezonirani rashodi za kamate u periodu januar-april realno su znatno porasli za (11,3%) u odnosu na prethodni četvoromesečni period, pre svega usled znatnog rasta ovih rashoda zabeleženog u aprilu. Rast nivoa zaduženosti zemlje uticao je na kontinuiran rast rashoda na kamate u prethodnom periodu, dok je realna apresijacija kursa uticala na smanjenje ovih rashoda. Ipak, na znatan rast rashoda na kamate u aprilu je pored pomenutih faktora, uticalo i dospeće za plaćanje kamata na dug prema Pariskom i Londonskom klubu poverilaca (u martu i aprilu svake godine), kao i dospeće za naplatu šestomesečnih kupona na evro obveznice emitovane u novembru 2012. godine. Iz prethodnog se ocenjuje da je realni rast rashoda za kamate jednim delom rezultat rasta javnog duga, dok je drugim delom rezultat privremenih faktora. Refinansiranje dela javnog duga koji nosi visoke kamatne stope (npr. prema Londonskom klubu) pod povoljnijim uslovima doneće određene uštede na rashodima na kamate u tekućoj i narednim godinama. Tako se procenjuje se da će uštede na kamata za drugu polovinu godine, po osnovu duga prema Londonskom klubu, iznositi oko 600 miliona dinara.

**...a rashodi za robe  
i usluge realno  
opadaju**

Realni rashodi za robe i usluge u prva četiri meseca ove godine su opali za čak 17,2% u odnosu na isti period prethodne godine. Međutim, ovaj pad je velikim delom posledica enormno visokih rashoda za robe i usluge u prva četiri meseca prethodne godine u periodu predizborne kampanje. U odnosu na kraj prethodne godine rashodi za robe i usluge su umereno povećani, verovatno zbog realizacije odloženih nabavki. Iako se očekuje da primena novog Zakona o javnim nabavkama obezbedi određene uštede na rashodima na robu i usluge, procenjuje se da te uštede neće biti velike, budući da se veliki deo dobara i usluga nabavlja po fiksnim cenama (npr. komunalne usluge, električna energija i sl.).

### **Analiza fiskalnih kretanja po nivoima države**

**Prihodi budžeta  
Republike padaju nešto  
brže nego prihodi  
drugih nivoa države**

Iako je pad prihoda u prvim mesecima 2013. godine bio zabeležen na svim nivoima države, taj pad je bio najveći na nivou Republike, zatim na nivou budžeta lokalnih samouprava, dok je najmanji pad prihoda zabeležen na nivou Republičkog fonda zdravstvenog osiguranja (vidi Prilog 3). Nešto veći pad prihoda na nivou Republike posledica je znatnog usporavanja prihoda od carina i poreza na dobit preduzeća, kao i od neporeskih prihoda. Nakon snažnog rasta u prethodnim kvartalima, realni prihodi lokalnih samouprava u Q1 opadaju, zbog toga što je osnova za poređenje (Q1 2012.) već uključivala dodatne prihode po osnovu poreza na zarade.<sup>2</sup> Reformom sistema kvazifiskalnih dažbina, znatan broj tih dažbina je ukinut, za određeni broj tih javnih prihoda uveden je limit u pogledu visine, što je dovelo do znatnog realnog pada neporeskih i ostalih poreskih prihoda lokalnih samouprava. Osim toga, usled realnog obezvređenja zarada i izostanka rasta zaposlenosti, prihodi od poreza na dohodak opadaju, što u znatnoj meri pogađa upravo lokalne samouprave.

**...dok rashodi najbrže  
opadaju na lokalnom  
nivou**

Realan pad prihoda doveo je i do smanjenja rashoda na svim nivoima države u odnosu na Q1 2012, pri čemu je taj pad najveći kod lokalnih samouprava. Najveći pad na nivou lokalnih samouprava ostvaren je u segmentu kapitalnih rashoda, rashoda za robu i usluge i subvencije. Razlog tome nalazi se u potrebi da se nivo lokalnih javnih rashoda prilagodi smanjenom iznosu prihoda, kao i najavljenom dodatnom smanjenju prihoda lokalnih samouprava. Osim toga, znatan realan međugodišnji pad lokalnih javnih rashoda ostvaren u Q1 2013. posledica je relativno visoke osnove za poređenje, s obzirom da su jedinice lokalnih samouprava u istom periodu 2012. znatno povećale tekuće javne rashode, usled priliva znatnog iznosa po osnovu preraspodele prihoda od poreza na zarade.

**Sprovedene i najavljene  
reforme sistema javnih  
prihoda neutralisaće  
veći deo efekata  
fiskalne decentralizacije  
iz 2011.**

Najavljeno smanjenje stope poreza na zarade i povećanje neoporezivog dela zarade dovešće do znatnog daljeg pada prihoda lokalnih samouprava (i budžeta Republike) po ovom osnovu. Osim toga, reformom sistema kvazifiskalnih dažbina jedinice lokalnih samouprava su takođe izgubile deo prihoda, a slično se može očekivati i nakon ukidanja naknade za korišćenje građevinskog zemljišta i njene integracije u porez na imovinu u narednoj godini, budući da je neizvesno da li će dodatni prihodi po osnovu reforme poreza na imovinu obezbediti dovoljno prihoda da se pokrije gubitak prihoda od ove naknade. Ukupno posmatrano, sve navedene mere će dovesti do neutralisanja većeg dela efekata fiskalne decentralizacije iz 2011. na nivo prihoda lokalnih samouprava (vidi: Osvrt 1 – Arsić M.).

<sup>2</sup> Detaljni podaci o javnim prihodima i javnim rashodima po nivoima države dostupni su samo za period januar-mart, tako da se ovaj deo analize odnosi na period Q1 2013.



## Analiza kretanja javnog duga

**Javni dug Srbije na kraju aprila 2013. iznosio je 19,09 milijardi evra (60,4% BDP-a)**

Prema zvaničnim podacima Ministarstva finansija i privrede, na kraju aprila 2013. ukupan javni dug Srbije iznosio je 19,09 milijardi evra (oko 60,4% BDP<sup>3</sup>), što je za oko 1,4 milijardi evra više nego na kraju prethodnog decembra. Rast javnog duga u periodu januar-april, bio je znatno veći od fiskalnog deficita, koji je u tom periodu iznosio oko 61 mlrd. dinara, tj. oko 540 miliona evra. To ukazuje da je snažan rast javnog duga u prva četiri meseca 2013. posledica pre svega zaduživanja države unapred, radi finansiranja fiskalnog deficita u narednim periodima, ali i snažnog rasta državnih garancija. I pored znatnog rasta javnog duga u apsolutnom iznosu, relativni iznos javnog duga (kao % BDP) u periodu januar-april raste sporije (za 1% BDP), zbog znatne realne apresijacije kursa dinara prema evru (za gotovo 5% u prva četiri meseca 2013), kao i zbog realnog rasta BDP u tom periodu.

**Tabela T6-8. Srbija: Javni dug<sup>1</sup> 2000-2013.**

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra										
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q1 2013	Apr-13
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	12,36	15,07	16,61	16,2
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,12	6,5	6,7	6,8
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	7,24	8,6	9,9	9,5
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	2,11	2,60	2,78	2,8
<b>III. Ukupan javni dug (I+II)</b>	<b>14,17</b>	<b>10,28</b>	<b>9,38</b>	<b>8,88</b>	<b>8,78</b>	<b>9,85</b>	<b>12,17</b>	<b>14,47</b>	<b>17,67</b>	<b>19,39</b>	<b>19,1</b>
<b>Javni dug / BDP<sup>2</sup> (MF)</b>	<b>169,3%</b>	<b>50,2%</b>	<b>36,2%</b>	<b>29,4%</b>	<b>25,6%</b>	<b>31,3%</b>	<b>41,5%</b>	<b>45,1%</b>	<b>59,3%</b>	<b>57,7%</b>	<b>56,1%</b>
<b>Javni dug / BDP (QM)<sup>3</sup></b>	<b>169,3%</b>	<b>52,1%</b>	<b>37,8%</b>	<b>30,9%</b>	<b>29,2%</b>	<b>34,8%</b>	<b>44,6%</b>	<b>46,9%</b>	<b>59,4%</b>	<b>62,2%</b>	<b>60,4%</b>

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

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

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije

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

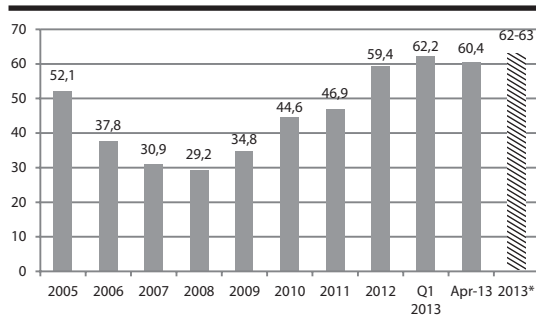
Javni dug na kraju aprila bio je za 309 miliona evra manji nego na kraju prethodnog meseca. Pad relativne visine javnog duga posledica je prevremene otplate dela duga prema Londonskom klubu poverilaca, redovne otplate znatnog dela duga na domaćem tržištu po osnovu emitovanih trezorskih zapisa, kao i umerene nominalne i realne apresijacije dinara prema evru. Sredstva za prevremenu otplatu ovih dugova su obezbeđena dodatnom emisijom evroobveznica u februaru 2013. godine u vrednosti od 1,5 mlrd. evra, sa kamatnom stopom od 4,875% (stopa prinosa 5,15%) i rokom dospeća od sedam godina. Uslovi pod kojima je izvršena emisija ovih obveznica se ocenjuju kao relativno povoljni, i to pre svega usled povećanja likvidnosti na svetskim finansijskim tržištima, usled ekspanzivne monetarne politike velikih centralnih banaka, što pokazuje i kretanje *Emerging Markets Bond Indeksa* (vidi: Okvir 1). S obzirom da se na deo javnog duga Srbije kamata plaća po višim stopama, od 6% do 7% (npr. prema Londonskom klubu poverilaca), ocenjuje se da je ispravno nastaviti sa strategijom refinansiranja, tj. prevremene otplate tih dugova kroz zaduživanje na svetskom tržištu pod trenutno povoljnijim uslovima. Međutim, prilikom odlučivanjima o sprovođenju takvih operacija neophodno je pored razlike u kamatnoj stopi, u obzir uzeti i eventualne druge povezane troškove, kao što su penali za prevremenu otplatu duga, operativni troškovi povezani sa novom emisijom obveznica, razlika u ročnosti postojećeg i novog duga i dr.

Rast direktnog duga u prva četiri meseca većim delom (900 miliona evra) se odnosi na zaduživanje države u inostranstvu, dok se manjim delom odnosi na zaduživanje u zemlji (oko 300 miliona

3 Iako Ministarstvo finansija i privrede uz podatke o relativnoj visini BDP ne objavljuje opis metodologije obračuna, pretpostavlja se da je veći deo razlike u proceni relativne visine javnog duga prema QM obračunu i prema podacima Ministarstva finansija i privrede posledica različite osnove za poređenje. Procena QM izvršena je na osnovu poređenja nominalnog javnog duga i sume BDP u Q1 2013. i prethodna tri kvartala, dok se procena Ministarstva finansija i privrede verovatno zasniva na poređenju nominalnog javnog duga i procenjenog BDP za 2013. godinu, što se ocenjuje kao neadekvatno, budući da postoji neizvesnost u pogledu toga koliko će BDP realno porasti u narednim kvartalima, kako će se kretati kurs, a kako inflacija. Tako je u Q1 prema proceni Ministarstva finansija i privrede javni dug u apsolutnom iznosu porastao za 1,7 mlrd. evra, a relativno se smanjio za 1,6% BDP.

**Rast državnih garancije je snažan i zabrinjavajući**

**Grafikon T6-9. Kretanje javnog duga Srbije u periodu (% BDP)**



Izvor: Obračun i projekcije QM-a

ćim delom realizovane u Q1 2013. Shodno najavama o dodatnom zaduživanju Železnica Srbije, radi ulaganja u infrastrukturu (od Ruske federacije, EBRD i dr.), kao i Puteva Srbije/Koridora Srbije, za potrebe izgradnje Koridora 10 i Koridora 11, u narednom periodu se može očekivati dalji rast indirektnih obaveza države. Zaustavljanje rasta javnog duga, osim smanjenja fiskalnog deficita zahteva i usporavanje rasta garancija. To prvenstveno podrazumeva, ograničavanje ukupnog iznosa garancija koji se može odobriti u toku jedne godine, kao i ograničavanje namena za koje se mogu odobriti državne garancije. Da bi se država uklopila u relativno mali prostor za odobravanje garancija neophodna je njihova striktna prioritizacija, u okviru koje bi se odustalo od realizacije nekih projekata dok bi se drugi odložili. U slučaju da se nastavi dosadašnja politika ekstenzivnog i neselektivnog odobravanja garancija od strane države, čak i u slučaju uspeha mera fiskalne konsolidacije, kojima bi se fiskalni deficit značajno smanjio, javni dug zemlje bi nastavio da raste.

**Na rast javnog duga u odnosu na BDP najviše utiču primarni fiskalni deficit i državne garancije, dok apresijacija kursa znatno utiče na njegovo smanjenje**

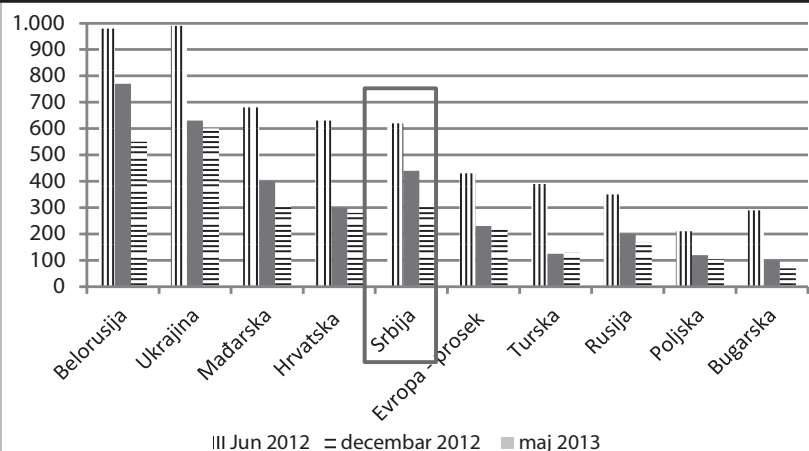
Na kretanje relativne visine javnog duga utiču brojni faktori – primarni fiskalni deficit, kretanje BDP, visina kamatnih stopa, kretanje deviznog kursa, politika izdavanja garancija države, prihodi od privatizacije, kretanje visine depozita države i dr. Dekompozicija faktora promene javnog duga pokazuje da je u periodu januar-april 2013. rast javnog duga posledica primarnog fiskalnog deficita, znatnog rasta izdatih garancija i kretanja realnih kamatnih stopa.<sup>4</sup> Uočava se da u prva četiri meseca 2013. raste uticaj prirasta garancija visini javnog duga, tako da je u tom periodu

### Okvir 1. Kretanje rizika ulaganja u državne obveznice Srbije i drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope: 2012-2013.

Povoljniji uslovi zaduživanja države u prethodnom periodu predstavljaju posledicu smanjenja opšteg nivoa rizika i kamatnih stopa na svetskim finansijskim tržištima, a u manjoj meri smanjenja rizika zemlje (za Srbiju) usled otpočinjanja sa primenom mera fiskalne konsolidacije. Podaci o kretanju *Emerging Markets Bond Indeksa* (EMBI), kao pokazatelja stope prinosa/raspona (a implicitno i rizika) na državne obveznice nominirane u američkim dolarima, pokazuju da je u periodu od juna 2012. do maja 2013. godine došlo do značajnog smanjenja stope prinosa na obveznice zemalja Centralne i Istočne Evrope, uključujući i Srbiju. Relativni pad EMBI za Srbiju (sa 620 na 310 baznih poena) u navedenom periodu približno je jednak ili čak i manji u odnosu na pad zabeležen kod većine drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope. Iako je pad EMBI nastavljen i u periodu od januara do maja 2013. godine, njegova vrednost za Srbiju u maju je i dalje viša nego u većini drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope (veći rizik/prinos nose samo državne obveznice Belorusije, Ukrajine, dok isti prinos nose državne obveznice Mađarske). To ukazuje na postojanje prostora za dalje smanjenje rizika/kamatnih stopa na državne obveznice Srbije, što bi bilo moguće ostvariti samo pod pretpostavkom usvajanja dodatnih mera fiskalne konsolidacije, te usvajanje i primena čvrstog aranžmana sa MMF-om, sa detaljnom i preciznom agendom strukturnih reformi u narednim godinama.

<sup>4</sup> Na iskazani relativni iznos javnog duga utiču i metodološke promene u pogledu obuhvata i iskazivanja javnog duga. Ti efekti se mogu podvesti pod delovanje ostalih faktora. Osim toga, u periodu januar-april 2013. godine pristuno je dejstvo brojnih vanrednih i sezonskih faktora (npr. snažan rast rashoda kamata u aprilu), koji mogu delimično promeniti dobijene rezultate. Stoga, dobijene procene bi trebalo tumačiti kao okvirni pokazatelj doprinosa pojedinačnih faktora kretanju relativne visine javnog duga.

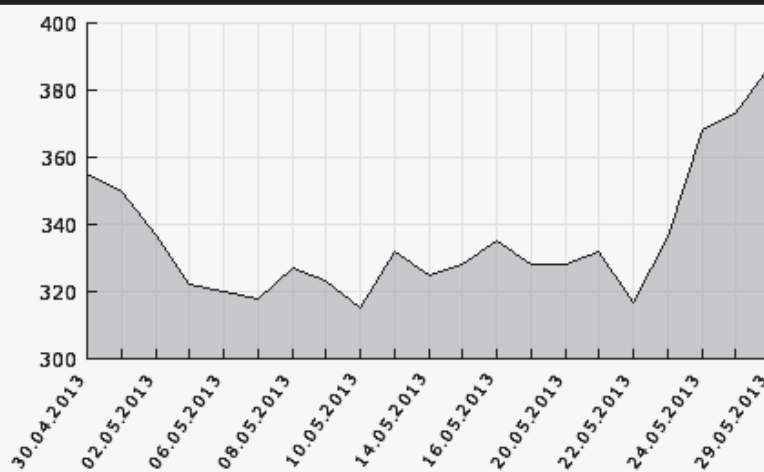
**Grafikon T6-10. Srbija i odabrane države Centralne i Istočne Evrope: Emerging Markets Bond Index**



Izvor: Internet stranica [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info)

Nakon što su u drugoj polovini maja objavljeni podaci o krajnje nepovoljnim kretanjima u javnim finansijama Srbije, premija na rizik za državne hartije od vrednosti je povećana za oko 20%, dok je procenat realizacije državnih hartija opao. Negativne reakcije na finansijskom tržištu su usledile uprkos tome što je Vlada, neposredno nakon objavljivanja nepovoljnih podataka, usvojila određene mere fiskalne konsolidacije i najavila dodatne. Reakcija finansijskog tržišta na podatke o fiskalnom deficitu ukazuje na to da je mogućnost dužničke krize u Srbiji vrlo realna. Negiranje postojanje opasnosti od dužničke krize od starne zvaničnika je opravdano, kao način za smirivanje stanja na finansijskom tržištu, ali samo pod uslovim, ako su pomenute izjave praćene kredibilnim merama konsolidacije. U suprotnom, negiranje krize, podseća na zabijanje glave u pesak.

**Grafikon T6-11. Kretanje EMBI za Srbiju u maju 2013.**



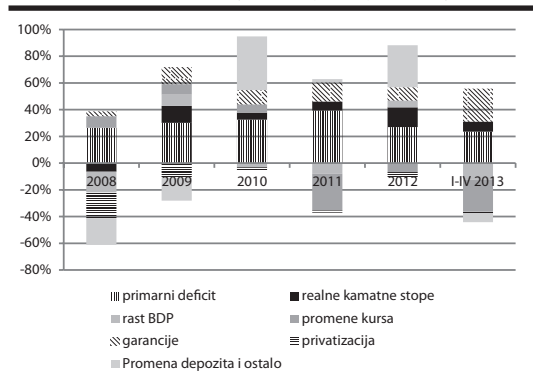
Izvor: Internet stranica [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info)

on gotovo jednak doprinosu primarnog fiskalnog deficita, što se ocenjuje kao izrazito nepovoljno i neodrživo. Ova analiza takođe pokazuje da je na smanjenje javnog duga u prva četiri meseca znatno uticala apresijacija kursa dinara, kao i promena nivoa depozita države, te blagi realan rast BDP. Posmatrano na nivou petogodišnjeg perioda (2008–2012), uočava se da na rast javnog duga Srbije permanentno utiče relativno visok primarni fiskalni deficit i kontinuirani rast izdatih garancija države, pri čemu je uticaj oba navedena faktora značajan i relativno stabilan. To ukazuje na odsustvo sistematskih mera za smanjenje primarnog fiskalnog deficita, kao i mera kojima bi se pooštrila restriktivnost politike izdavanja garancija države za zaduživanje javnih preduzeća. Osim toga, uočava se da je i rast implicitne kamatne stope na javni dug Srbije u prethodnim

## 6. Fiskalni tokovi i politika

**Ako se ostvare projektovana makroekonomska kretanja, javni dug na kraju 2013. bi mogao iznositi oko 62-63% BDP**

**Grafikon T6-12. Uticaj pojedinačnih faktora na promenu visine javnog duga Srbije**



Izvor: Obračun QM-a

godinama znatno uticao na kretanje (rast) javnog duga, i to pre svega u 2009. i 2012. kada je došlo do destabilizacije na svetskim finansijskim tržištima i do rasta opštih kamatnih stopa. Osim toga, promena strukture javnog duga Srbije (otplata ranijih dugova koji su nosili niže kamatne stope i veće učešće novijih dugova koji nose više kamatne stope), kao i rast rizika izbijanja krize javnog duga u Srbiji, usled permanentno visokog fiskalnog deficita, uticali su na rast implicitnih kamatnih stopa, a preko toga i na rast nivoa javnog duga. S druge strane, realna apresijacija kursa dinara (prema evru) tokom 2011. i 2013. smanjivala je odnos javnog duga prema BDP, ali je vrlo neizvesno u kojoj meri je smanjenje javnog duga po osnovu jačanja dinara održivo (videti poglavlje o cenama i kursu). Na sličan način su i relativno visoki prihodi od privatizacije, u periodu do 2009. godine usporavali rast javnog duga, na šta se ne može računati u narednom periodu.

Pod pretpostavkom da fiskalni deficit u Srbiji u 2013. godini iznosi oko 4,5% BDP-a, te da država u 2013. ne vrši dodatno zaduživanje unapred, a da se ostale makroekonomske varijable kreću u skladu sa zvaničnim projekcijama (realan rast BDP od 2%, prosečna godišnja stopa inflacije u 2013. u odnosu na 2012. od oko 10%, a međugodišnja stopa inflacija na kraju godine oko 5%), i da ne dođe do značajnije promene realnog kursa dinara prema evru, uz usporavanje prirasta indirektnih obaveza države po osnovu izdatih garancija po dinamici sličnoj kao u prethodnim kvartalima, procenjuje se da bi javni dug zemlje na kraju 2013. mogao iznositi oko 62-63% BDP.

## Prilozi

### Prilog 1. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države<sup>1)</sup>, 2008-2013.

	2008	2009	2010	2011	2012				2013			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q1/Q4	jan-april
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>3,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>-17,6</b>	<b>-4,9</b>
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-1,5	-4,4	1,7	4,5	-0,9	-4,4	0,1	-6,3	-16,7	-5,2
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-2,5	-4,1	1,9	5,3	1,9	-4,4	1,0	-4,2	-12,4	-3,3
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-3,9	-2,9	4,6	4,6	1,3	-1,6	2,1	-4,9	-18,9	-3,9
Porez na dobit	18,5	-27,0	-3,6	3,9	51,5	39,9	25,4	15,0	35,1	-28,2	70,8	-30,9
PDV	2,5	-10,2	-0,7	-4,0	-4,0	6,9	0,9	-3,7	0,0	-2,1	-16,0	2,5
Akcize	0,7	11,6	4,2	0,6	-5,7	-3,0	8,5	-7,0	-1,2	9,5	-17,2	1,1
Carine	1,8	-32,4	-14,9	-21,5	-18,6	-8,6	-11,4	-17,6	-14,0	-15,3	-26,1	-14,3
Doprinosi	4,3	-7,0	-6,5	-3,9	4,8	6,1	0,7	-3,4	1,9	-3,0	-10,8	-15,0
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	14,5	-15,2	-9,7	7,6	-12,0	-19,2	-8,8	-14,2	-11,1	-1,9
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	5,8	-6,1	0,1	-1,1	-19,0	-4,3	-6,2	-22,1	-43,6	-19,6
2. Kapitalni prihodi	-76,8	-41,4	-66,8	468,2	124,1	259,1	176,7	373,3	304,5	158,8	-69,4	61,5
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>4,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,5</b>	<b>4,3</b>	<b>-10,4</b>	<b>-21,9</b>	<b>-9,1</b>
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-2,2	3,1	8,2	9,3	-1,7	1,4	4,1	-7,2	-16,0	-5,7
Rashodi za zaposlene	10,9	-6,0	-5,9	0,4	6,6	6,3	-5,7	1,4	2,0	-2,1	-10,0	-4,4
Kupovina roba i usluga	-2,8	-5,7	-0,3	4,3	9,4	15,0	-2,3	-11,4	1,5	-13,4	-27,2	-17,3
Otplata kamata	-2,8	-5,7	-0,3	17,4	48,1	6,6	93,4	23,4	41,9	9,8	16,3	39,2
Subvencije	-13,3	19,0	40,6	7,4	42,6	56,4	-36,2	82,9	29,1	-24,6	-57,2	-30,2
Socijalni transferi	10,1	-26,0	13,9	5,8	3,8	2,9	-0,3	-6,1	-0,1	-6,0	-6,3	-3,3
od čega: penzije <sup>2)</sup>	9,5	2,2	-3,9	3,9	8,4	7,4	3,1	-0,5	4,4	-4,8	-4,0	-3,7
Ostali tekući rashodi	14,9	6,7	-6,1	23,9	-17,1	36,8	12,2	11,8	9,9	-29,7	-37,3	-26,6
2. Kapitalni rashodi	-4,3	-6,7	-11,8	5,3	48,7	8,3	-14,9	2,3	6,0	-53,6	-73,1	-41,4
<b>III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>12,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>35,2</b>	<b>-25,6</b>	<b>-18,3</b>	<b>-45,2</b>	<b>-54,7</b>	<b>-26,3</b>	<b>-37,9</b>	<b>-41,9</b>	<b>-22,1</b>	
<b>IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)</b>	<b>4,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,2</b>	<b>3,6</b>	<b>-10,8</b>	<b>-21,9</b>	

Izvor: Tabela P-6 u Analičkom prilogu.

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

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

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

4) Procena FREN. Videti tabelu P-6 u Analičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

Napomena:

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

Prilog 2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države<sup>1)</sup>, 2008-2013.

	2008	2009	2010	2011	2012				2013	
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>1.145,9</b>	<b>1.146,5</b>	<b>1.223,4</b>	<b>1.302,5</b>	<b>312,6</b>	<b>339,7</b>	<b>355,1</b>	<b>398,0</b>	<b>1.405,4</b>	<b>330,0</b>
1. Tekući prihodi	1.143,1	1.139,2	1.215,7	1.297,9	311,7	337,7	354,0	390,4	1.393,8	327,3
Poreski prihodi	1.000,4	1.000,3	1.056,5	1.131,0	276,3	298,1	315,6	335,9	1.225,9	296,4
Porez na dohodak	136,5	133,5	139,1	150,8	35,8	41,2	41,4	46,7	165,3	38,2
Porez na dobit	39,0	31,2	32,6	37,8	22,9	10,9	10,3	10,7	54,8	18,4
PDV	301,7	296,9	319,4	342,4	79,7	90,1	94,4	103,3	367,5	87,3
Akize	110,1	134,8	152,2	170,9	34,6	40,6	54,9	51,0	181,1	42,5
Carine	64,8	48,0	44,3	38,8	7,7	9,0	9,3	9,8	35,8	7,3
Doprinosi	312,7	318,8	323,0	346,6	85,9	94,6	94,5	103,9	378,9	93,4
Ostali poreski prihodi	35,6	37,1	46,0	43,5	9,7	11,7	10,8	10,4	42,6	9,3
Neporeski prihodi	142,7	138,8	159,2	166,9	35,4	39,6	38,4	54,5	167,9	30,9
2. Kapitalni prihodi	1,4	0,9	0,3	2,0	0,6	1,3	0,8	6,0	8,7	1,9
	0,0									
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>-1.195,7</b>	<b>-1.248</b>	<b>-1.329,9</b>	<b>-1.435,9</b>	<b>-362,8</b>	<b>-391,1</b>	<b>-389,2</b>	<b>-463,1</b>	<b>-1.606,2</b>	<b>-363,9</b>
1. Tekući rashodi	-1.089,6	-1.155	-1.224,8	-1.324,8	-337,5	-368,6	-359,3	-414,6	-1.479,9	-350,7
Rashodi za zaposlene	-293,2	-302,0	-308,1	-342,5	-85,5	-94,4	-91,2	-103,6	-374,7	-93,8
Kupovina roba i usluga	-181,2	-187,4	-202,5	-216,3	-51,2	-62,9	-53,8	-67,7	-235,7	-49,6
Otplata kamata	-17,2	-187,4	-34,2	-44,8	-15,4	-13,4	-23,3	-16,2	-68,2	-18,9
Subvencije	-77,8	-22,4	-77,9	-80,5	-22,6	-25,2	-19,6	-44,2	-111,5	-19,0
Socijalni transferi	-496,8	-63,1	-579,2	-609,0	-154,9	-161,1	-163,5	-173,0	-652,5	-163,2
<i>od čega: penzije<sup>2)</sup></i>	<i>-331,0</i>	<i>-556,4</i>	<i>-394,0</i>	<i>-422,8</i>	<i>-112,5</i>	<i>-117,8</i>	<i>-119,2</i>	<i>-124,1</i>	<i>-473,7</i>	<i>-119,9</i>
Ostali tekući rashodi	-23,5	-387,3	-22,9	-31,7	-7,9	-11,7	-8,0	-9,8	-37,4	-6,2
2. Kapitalni rashodi <sup>4)</sup>	-106,0	-24,0	-105,1	-111,1	-25,3	-22,5	-30,0	-48,6	-126,3	-13,2
	0									
<b>III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>-19,1</b>	<b>-20</b>	<b>-29,9</b>	<b>-24,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-16,6</b>	<b>-3,1</b>
<b>IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)</b>	<b>-1.214,8</b>	<b>-1.268,3</b>	<b>-1.359,8</b>	<b>-1.460,8</b>	<b>-367,5</b>	<b>-396,7</b>	<b>-391,6</b>	<b>-467,0</b>	<b>-1.622,8</b>	<b>-367,0</b>

Izvor: Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.

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

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

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

4) Procena FREN. Videti tabelu P-6 u Analitičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

Napomena:

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

## Prilog 3. Srbija: Stopa realnog međugodišnjeg rasta javnih prihoda i javnih rashoda po nivoima vlasti

	Q1 2013/Q1 2012			
	Konsolidovani budžet	Budžet Republike	RFZO	Lokalne samouprave
<b>A Ukupni prihodi (I)+(II)</b>	<b>-5,8</b>	<b>-7,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-6,6</b>
I Tekući prihodi (1)+(2)	-6,3	-7,5	-3,9	-7,6
1. Poreski prihodi	-4,2	-4,0	-4,6	-7,3
1.1. Carine	-4,9	-15,4	-	-
1.2. Porez na dohodak građana	-28,2	-8,5	-	-3,8
1.3. Porez na dobit pravnih lica	-2,1	-29,7	-	-
1.4. PDV	9,5	-2,2	-	-
1.5. Akize	-15,3	10,9	-	-
1.6. Porezi na imovinu	-3,0	-	-	-2,9
1.9. Ostali poreski prihodi	-14,2	5,7	-	-42,5
1.10. Doprinosi za socijalno osiguranje	-3,1	-	-4,6	-
2. Neporeski prihodi	-22,1	-34,4	41,7	-9,0
II Kapitalni prihodi	158,8	0,0	-81,8	1.051,1
III Transferi sa ostalih nivoa države	0,0	-	-5,9	-18,9
IV Donacije	0,0	164,9	-	237,9
<b>B Ukupni javni rashodi (I)+(II)+(III)+(IV)</b>	<b>-10,4</b>	<b>-11,3</b>	<b>-9,8</b>	<b>-15,6</b>
I Tekući rashodi	-7,2	-7,6	-9,9	-11,8
1.1. Zarade	-2,1	-1,9	-2,1	-4,7
1.2. Kupovina roba i usluga	-13,4	-9,1	-17,0	-17,0
1.3. Otplata kamate	9,8	12,5	69,8	-14,6
1.4. Subvencije	-24,6	-30,7	-	-13,0
1.5. Socijalno osiguranje i socijalna pomoć	-6,0	-6,3	-25,6	-10,6
1.6. Transferi ostalim nivoima vlasti	-4,8	-8,5	-	-
1.7. Ostali tekući rashodi	-29,7	-40,1	-13,3	-20,3
II Kapitalni rashodi	-53,6	-58,6	51,0	-42,3
III Strateške rezerve	0,0	155,1	-	43,2
IV Neto pozajmice	-41,9	-39,6	-	-15,0

Izvor: Obračun QM-a

Indeks potrošačkih cena (Q4 2012/Q4 2011)

## 7. Monetarni tokovi i politika

NBS je početkom maja smanjila referentnu kamatnu stopu čime je monetarna politika postala manje restriktivna. Ocenjujemo da je u uslovima niske inflacije, pada kreditne aktivnosti banaka i recesije u većem delu privrede smanjenje restriktivnosti monetarne politike opravdano i da je moglo i ranije da se realizuje. NBS kroz reverzne REPO operacije povlači višak likvidnosti iz bankarskog sektor, koji je kreiran višom državnom potrošnjom. Ukupna kreditna aktivnost banaka raste, ali se realna vrednost kredita privredi smanjuje, čime se dodatno pogoršava finansijska pozicije privrede. Ukoliko podaci za maj potvrde da je skok cena u aprilu bio jednokratn, a nakon usvajanje novog paketa mera fiskalne konsolidacije, opravdano je da se dodatno smanji restriktivnost monetarne politike. Rast učešća loših kredita se ubrzava u Q1 pri čemu loši krediti pravnih lica u aprilu dostižu već rizičnih 26,5%. Ukoliko se ovaj rast ne zaustavi bankarski sistem Srbije se vrlo brzo može naći u ozbiljnom problemu, što dodatno opravdava smanjenje restriktivnosti monetarna politike, ali i fokusirane fiskalne stimulanse za poboljšanje likvidnosti privrede.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

*NBS je smanjila restriktivnost monetarne politike*

Stabilizovanje inflacije na niskom nivou od novembra prošle godine uticalo je da NBS smanji restriktivnost monetarne politike. Referentna kamatna stopa, je početkom maja smanjena za 0,5 p.p. nakon, po našoj proceni, nepotrebnog povećanja u januaru i februaru. Na potrebu za smanjenjem referentne kamatne stope ukazali smo još u prošlom broju QM-a kada je već bilo evidentno da je inflacija oborena. Ocenjujemo da je u narednim mesecima moguća dalja relaksacija monetarne politike, pod uslovom da se potvrdi da je aprilski skok cena jednokratn, kao i da se usvoje odgovarajuće mera za smanjenje fiskalnog deficita. Smanjenjem fiskalnog deficita stvorio bi se prostor za dodatnu relaksaciju monetarne politike. U takvim uslovima NBS bi dodatnim obaranjem REPO i referentne kamatne stope uticala na smanjenje isplativosti REPO plasmana čime bi se banke podsticale ka povećanju kreditiranje privrede, ali bi se istovremeno ublažili pritisci ka jačanju dinara.

*Povlačenje likvidnosti iz bankarskog sektora nastavljano...*

Za prva tri meseca NBS je po osnovu REPO transakcija povukla oko 330 miliona evra iz bankarskog sektora, što je nešto manje u odnosu na prethodni kvartal (u Q4 2012. godine, REPO kupovine iznosile 350 miliona evra, Tabela T7-1). Ponovnim vraćanjem na reverzne repo operacije, NBS je uspela da neutrališe povećanje novčane mase koje je kreirano prodajom deviza za finansiranje fiskalnog deficita. Ukoliko inflacija i u narednim mesecima ostane na niskom nivou preporučuje se da NBS smanji povlačenje likvidnosti – rast loših kredita i poreskih dugova ukazuje na značajno pogoršanje likvidnosti privrede. Mada ova mera nosi rizik povećanja tražnje za devizama, stanje likvidnosti je takvo da je preuzimanje ovih rizika opravdano, a blaga deprecijacija dinara bi dobrodošla. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike, uz nastavak odobravanja subvencionisanih kredita bi moglo da podstakne banke da tragaju za dobrim klijentima i projektima u privredi, umesto da zarađuju na nerizičnim plasmanima.

*... putem reverznih repo operacija NBS*

*NBS interveniše u cilju smanjenja aprecijacijskih pritisaka... kratkoročne prednosti jakog dinara sasvim su očigledne - njegove dugoročne slabosti nisu*

Aprecijacijski pritisci prisutni od početka godine uticali su da NBS interveniše na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) u proteklom delu godine u iznosu od oko 80 miliona evra. Intervencije NBS na MDT su i dalje asimetrične, mada u manjoj meri nego u prošlosti, a to se ispoljava kroz veću spremnost NBS da interveniše kada je u pitanju slabljenje dinara nego u periodima jačanja dinara. Ovo je možda posledica i kratkovide politike pošto jačanjem dinara dolazi do naglog obaranja inflacije, smanjenja troškova servisiranja kredita i privremenog povećanja kupovne moći građana. Međutim, na drugoj strani precenjen dinar guši domaću proizvodnju i podstiče nezaposlenost. Dok su kratkoročne prednosti jakog dinara sasvim očigledne njegove dugoročne slabosti nisu – veza između jakog dinara i pada privredne aktivnosti i zaposlenosti nije tako direktna i očigledna. Politika upravljano fluktuirajućeg kursa u visoko evroiziranoj privredi koja primenjuje režim ciljane inflacije, zahteva da NBS ima implicitnu procenu ravnotežnog

kursa, kao i da stvarni kurs dinara, instrumentima koji joj stoje na raspolaganju, usmerava ka ravnotežnom nivou (videti poglavlje o cenama i kursu).

**Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2010-2013**

	2010				2011				2012				2013
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
Repo stok (u milionima evra)	1.406,63	1.037,51	626,87	449,00	549,77	746,09	1.000,42	1.174,84	1.055,98	111,98	2,29	354,16	678,86
Repo stopa NBS	9,00	8,00	9,00	11,50	12,25	12,00	11,25	9,75	9,50	10,00	10,50	11,25	11,75
repo stopa korigovana za inflaciju	0,65	-2,24	-2,11	0,13	-9,74	6,76	12,59	7,15	1,11	-2,77	-5,74	1,11	6,95
repo stopa korigovana za promene kursa	-6,30	-6,93	1,27	8,01	25,66	28,86	5,17	2,61	-18,43	-7,27	-6,50	-3,99	19,25
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-631,50	-785,00	-595,20	-321,50	5,00	-30,00	-30,00	-30,00	-498,50	-1.288,80	-1.348,30	-1.343,30	10,00
<b>kumulativni, u % od stanja početnog M2<sup>1)</sup></b>													
Neto sopstvene rezerve <sup>2)</sup>	-15,3	-31,2	-57,5	-61,3	-8,9	14,0	26,8	73,9	-17,6	-45,4	-35,6	-6,0	12,5
Neto Domaća aktiva (NDA)	-0,3	4,5	30,6	33,9	-0,7	-15,5	-28,6	-51,8	2,4	61,3	65,8	41,3	-15,3
Dinarski depoziti države <sup>3)</sup>	2,7	4,8	7,9	3,1	-4,6	-3,3	3,6	2,7	-5,1	6,1	4,3	-4,3	1,0
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>4)</sup>	4,9	14,2	35,4	42,5	-6,9	-15,3	-32,2	-47,5	2,2	53,7	59,3	40,2	-16,0
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>5)</sup>	-7,9	-10,4	-8,6	-7,6	10,9	3,1	0,0	-7,0	5,3	1,5	2,3	5,4	-0,3
Primarni novac	-15,6	-26,7	-26,9	-27,3	-9,6	-1,5	-1,8	22,1	-15,2	15,9	30,2	35,3	-2,8
od čega: gotovina u optčaju	-3,9	-3,2	-2,3	-1,5	-6,8	-4,2	1,3	12,4	-3,3	-4,0	-1,4	-1,6	-3,9
od čega: slobodne rezerve	-11,7	-12,5	-8,6	-6,8	-3,8	2,5	-5,5	6,3	-11,6	-1,6	-1,1	5,4	0,6
<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>													
Narodna banka Srbije, neto	-183,43	-388,66	-990,08	-1.058,90	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01
Bruto rezerve	-134,91	4,78	-637,24	-653,92	15,50	308,18	1.426,15	2.333,77	-1.138,11	-2.090,09	-2.536,57	-1.324,15	-385,77
Obezeze	-48,52	-393,44	-352,84	-404,99	40,91	-26,49	-51,69	-130,63	67,51	2,64	152,60	273,20	415,78
MMF	-46,79	-386,44	-356,26	-408,17	36,90	-32,40	-58,53	-131,88	58,24	-6,44	138,99	258,95	401,14
Ostale obezeze	-1,72	-6,99	3,41	3,18	4,01	5,90	6,85	1,24	9,27	9,07	13,61	14,25	14,65
<b>STRUKTURA NETO REZERVNI NBS</b>													
1. Narodna banka Srbije, neto	-183,43	-388,66	-990,08	-1.058,90	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-114,97	-393,09	-377,44	-369,97	21,84	226,33	108,59	-461,78	459,45	740,45	1.030,19	907,59	911,80
1.2 Depoziti države	-79,75	38,66	21,79	7,91	-232,50	-257,55	-1.009,24	-455,09	263,40	488,43	683,75	263,63	-811,79
1.3 NBS sopstvene rezerve	-378,14	-743,09	-1.345,74	-1.420,97	-154,25	250,47	473,81	1.286,27	-347,74	-858,58	-670,03	-114,73	130,02
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)													

Izvor: NBS.

- 1) U „država“ uključeni su svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.
- 2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.
- 3) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.
- 4) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.
- 5) „Početnim M2“ označava se stanje primarnog novca na početku odnosno godine, tj. kraju prethodne.

**Rast primarnog novca zaustavljen u Q1...**

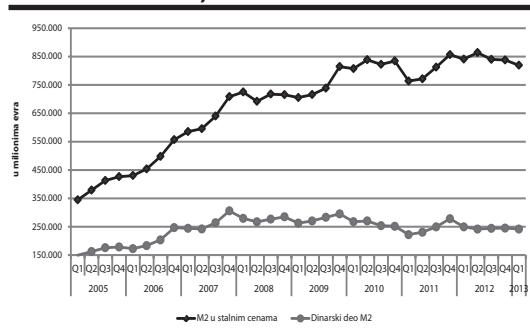
**...REPO operacije smanjuju neto kredite**

Otkup deviza od države pozitivno se odrazio na povećanje neto sopstvenih rezervi NBS u Q1. U odnosu na nivo sa kraja prethodne godine, neto sopstvene rezerve NBS povećanje su u Q1 za 130 miliona evra - u Q4 rast neto sopstvenih rezervi iznosio je 555 miliona evra (Tabela T7-1). I pored rasta neto sopstvenih rezervi NBS, nivo primarnog novca tokom Q1 beleži smanjenje od -2,8%. Na pad primarnog novca od početka godine uticao je nastavak smanjenja neto domaće aktive (NDA) od -15,33% koji je neutralisao kreiranje dinara po osnovu otkupa deviza od strane NBS. Pad NDA kao i u prethodna tri kvartala posledica je povlačenja novca po osnovu REPO plasmana koji su Q1 povećani za 92% u odnosu na stanje na kraju prošle godine. Treba imati u vidu da je ovako izuzetno visoka stopa rasta posledica toga što je repo stok do polovine decembra praktično bio na nuli usled ranije odluke NBS da uvede direktne repo operacije. Nakon vraćanja reverznih repo operacija, poslovne banke sada ponovo plasiraju višak likvidnosti u REPO usled visoke isplativosti koja je posledica previsoke referentne kamatne stope.

**Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase**

**Realna novčana masa M2 beleži pad već drugi kvartal za redom**

**Grafikon T7-2. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2010-2013**



Izvor: Proračun QM-a

U Q1 nominalna novčana masa M2<sup>1)</sup> beleži nešto manju stopu rasta od 8,2% međugodišnje u odnosu na prethodni kvartal (u Q4 2012. godine stopa rasta M2 iznosila je 9,6% međugodišnje, Tabela T7-4). U okviru nominalnog rasta M2, rast kredita nedržavnom sektoru iznosio je samo 1,9% međugodišnje. Međutim kada nominalne stope korigujemo za inflaciju na godišnjem nivou dobijamo sasvim drugačiju sliku o kretanju novčane mase. Realna vrednost novčane mase M2 na kraju Q1 je smanjenje za -2,6% što je već drugi kvartal u kojem se beleži

**... realna vrednost kredita banaka privatnom sektoru se smanjuje**

1 Pod monetarnim agregatom M2 u sekciji Monetarni tokovi i politika obuhvatamo uži agregat M1, štedne i oročene depozite kao i devizne depozite u poslovnim bankama. Usled toga, agregat M2 koji mi posmatramo odgovara monetarnom agregatu M3 u izveštajima NBS.

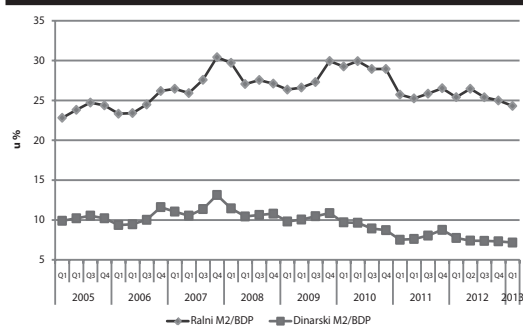
## 7. Monetarni tokovi i politika

ova negativna promena (u Q4 2012. godine međugodišnja stopa pada je iznosila -2,2%). Isto se dešava i sa realnom stopom rasta kredita nedržavnom sektoru koja beleži negativnu vrednost od čak -8,2% međugodišnje. Negativne stope rasta kredita svedoče o izostajanju finansijske podrške najvećem delu privrede od strane bankarskog sektora. Ukoliko se ovaj trend nastavi najveći deo srpske privrede dolazi ponovo u opasnost da upadne u krizu likvidnosti. Krediti privatnom sektoru, nakon korekcije za promenu deviznog kursa beleže pad, koji u sektoru stanovništva iznosi -7,5% međugodišnje, dok se kod kredita privredi beleži još veći pad od -9,3% međugodišnje.

Najveći doprinos rastu M2 u nominalnom iznosu od 8,2% dali su devizni depoziti koji objašnjavaju 5,94% rasta M2. Ipak ovo predstavlja smanjenje u odnosu na dosadašnji trend i to zahvaljujući povećanju doprinosa M1 sa oko 3% nominalne stope rasta M2. Ovo predstavlja značajno povećanje ovog elementa u rastu M2 koji je do sada skoro u potpunosti bio vođen rastom deviznih depozita. Štedni i oročeni depoziti nastavili su sa negativnim uticajem na rast M2 koji je u Q1 iznosio -0,76%.

U prva tri meseca nominalna promena M2 je negativna i iznosi -1,2% u odnosu na stanje na kraju prošle godine. Ovo smanjenje, koje je najviše generisano u januaru, posledica je većeg povlačenja novca REPO operacijama u odnosu na rast koji je kreiran otkupom deviza. Neto strana

**Grafikon T7-3. Srbija: kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2013**



Izvor: Proračun QM-a

aktiva (NSA) je zahvaljujući aprecijaciji dinara povećana od početka godine za 7,2% u odnosu na nivo početnog M2 ali je pad NDA od -8,4% ipak bio veći usled čega je i M2 od početka godine realno smanjen. Pad realne novčane mase, smanjenje kreditne aktivnosti banaka, uz istovremeno pogoršanje likvidnosti privrede, ukazuje na potrebu smanjenja povlačenje likvidnosti preko REPO operacija, odnosno na potrebu dodatnog smanjenja kamatne stope na REPO hartije od vrednosti.

**Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2010-2013**

	2010				2011				2012				2013
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
M2 <sup>1)</sup>	19,9	22,1	20,1	13,0	8,0	3,7	8,1	10,1	14,0	18,1	13,8	9,6	8,2
Krediti nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	14,4	25,0	27,1	26,8	19,3	11,6	8,3	7,7	14,4	14,0	16,6	9,8	1,9
Krediti nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	10,4	16,2	16,8	19,6	16,7	13,0	11,7	8,1	8,6	4,6	7,0	3,8	1,6
Domaćinstva	7,9	16,1	18,7	29,4	25,1	20,6	17,8	5,7	5,7	3,3	3,0	2,5	3,0
Privreda	11,6	16,3	15,8	15,0	12,8	9,4	8,8	9,3	10,1	5,3	9,1	4,4	0,9
M2 <sup>1)</sup>	14,5	17,1	11,4	2,4	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	10,1	12,0	3,4	-2,2	-2,6
Krediti nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	9,1	19,9	17,9	15,0	4,5	-1,0	-1,1	0,5	10,5	8,1	5,9	-2,0	-8,2
Krediti nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	5,3	11,3	7,8	7,9	1,8	0,2	2,2	0,9	4,9	-1,2	-3,6	-8,1	-8,7
Domaćinstva	2,9	11,1	9,6	16,8	9,2	7,0	7,8	-1,3	2,0	-2,4	-7,2	-9,2	-7,5
Privreda	6,5	11,3	6,9	3,7	-1,6	-3,0	-0,5	2,1	6,3	-0,5	-1,7	-7,5	-9,3
	<b>u milijardama dinara na kraju perioda</b>												
Novčana masa: M2 <sup>3)</sup>	1.217,8	1.296,2	1.306,0	1.360,8	1.315,6	1.344,8	1.412,2	1.498,0	1.499,7	1.588,6	1.607,6	1.641,7	1.622,7
Novčana masa: dinarski M2 <sup>4)</sup>	403,7	417,9	403,0	410,5	382,7	402,0	433,8	486,5	445,0	444,6	467,4	480,6	478,8
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	814,0	878,2	903,0	950,3	932,9	942,8	978,3	1.011,5	1.054,7	1.144,0	1.140,2	1.161,1	1.143,8
	<b>kumulativni, u % od početog M2<sup>4)</sup></b>												
M2 <sup>1)</sup>	1,1	7,7	8,5	13,0	-3,3	-1,2	3,8	10,1	0,1	6,1	7,3	9,6	-1,2
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-0,9	-0,6	-1,7	-5,2	-1,9	-1,4	9,5	11,9	-5,6	-4,5	-7,9	0,2	7,2
Neto domaća aktiva (NDA)	2,1	8,3	10,2	18,3	-1,4	0,2	-5,7	-1,8	5,7	10,5	15,2	9,4	-8,4

Izvor: NBS

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

2) Krediti nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

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



## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

**Realna vrednost kredita privredi se smanjuje**

Ukupni plasmani bankarskog sektora u Q1 iznose 123 miliona evra pri čemu je u strukturi plasmana nastavljen negativan trend iz prethodnog kvartala kada je u pitanju kreditiranje privrede. U prva tri meseca privreda se neto razdužila prema domaćim bankama u visini od 71 milion evra (u Q4 2012. godine neto razduženje privrede iznosilo je 189 miliona evra Tabela T7-5). Za isto vreme stanovništvo je blago povećalo svoju zaduženosti za 48 miliona evra čime. Pad zaduženosti privrede zabeležen je i po osnovu prekograničnih kredita čiji je priliv u Q1 negativan i iznosi -20 miliona evra (u Q4 2012. godine, preduzeća su se razdužila prema inostranstvu za 109 miliona evra). U segmentu subvencionisanih kredita plasirano je oko 360 milijardi evra kredita od čega su preko 90% krediti za likvidnost i obrtna sredstva. Kako su sredstva iz budžeta za subvencionisane kredite potrošena možemo očekivati zaustavljanje aktivnosti u ovom segmentu. Subvencionisani krediti predstavljaju jednu od retkih stimulativnih mera ekonomske politike koja je u Srbiji u periodu krize pokazala delotvornost. Stoga sugerišemo da se pri rebalansu budžeta deo direktnih subvencije privredi preusmeri za subvencionisanje kredita. Subvencionisanjem kredita Vlada sa relativno malim sredstvima omogućava odobravanje značajnog iznosa kredita privredi. Iako se pad kreditne aktivnosti privrede u prethodnom kvartalu delom mogao objasniti isključenjem jednog dela potraživanja Nove Agrobanke usled pokretanja stečaja, čini se ipak da su domaća preduzeća imaju velike probleme zbog nelikvidnosti, na šta ukazuje rast loših kredite privrede. Rast plasmana domaćih banaka u Q1 u potpunosti je rezultat neto rasta plasmana u repo operacije NBS koje u Q1 iznose 321 milion evra. Mogući rast kreditne aktivnosti u budućem periodu je pod znakom pitanja ako imamo u vidu trenutnu referentnu kamatnu stopu koja je dodatno pojačana aprecijacijom dinara i očekivanim slabljenjem inflacije čime su plasmani u REPO značajno u prednosti u poređenju sa preduzećima koja predstavljaju znatno rizičniji vid ulaganja.

**U Q1 u potpunosti iskorišćena sredstva za subvencionisane kredite privredi u ovoj godini**

Plasmani u REPO se u Q1 blago usporavaju pa je ukupan iznos plasmana u REPO hartije u prvom kvartalu iznosio oko 320 miliona evra. Međutim, poslovne banke su nastavile sa ulaganjima u trezorske zapise usled čega plasmani u Q1 iznose oko 122 miliona evra (u Q4 2012. godine, plasmani su iznosili oko 428 miliona evra<sup>2</sup>). Bitno je istaći da je izvršna stopa na aukcijama zapisa u evrima iznosila 4,875% i 3,93% u zavisnosti od perioda što je niže u odnosu na izvršne stope na evro trezorske zapise iz prošle godine. Najveći deo sredstava prikupljenih od prodaje zapisa preko 90% iskorišćen je za otplatu dospelih potraživanja po ranije emitovanim zapisima usled čega je neto zaduživanje države manje u odnosu na prethodni kvartal. Za razliku od plasmana u REPO, kupovina trezorskih zapisa od strane domaćih banaka ima neutralan efekat na kretanja monetarnih agregata. Ovo je posledica činjenice da se novac prikupljen po osnovu prodaje zapisa ponovo vraća u privredne tokove kroz potrošnju države. Sa druge strane sredstva koja se plasiraju u REPO ostaju na računu NBS i time se jedan deo likvidnosti bankarskog sektora sterilise što direktno utiče na nivo novčane mase. Sa obzirom da su glavni kupci trezorskih zapisa bile domaće banke verovatno je u prethodnom delu godine postojalo određeno istiskivanje preduzeća sa finansijskog tržišta od strane države. Nastavak ove tendencije negativno bi uticao na oporavak privrede, pa je stoga neophodno smanjenje fiskalnog deficita, kako bi se smanjilo zaduživanje države i povećao prostor za kreditiranja privrede.

**... neophodno je da se pri rebalansu budžeta, neke subvencije preusmere na subvencionisanje kredita**

**Dok krediti privredi opadaju, plasmani u REPO i trezorske zapise snažno realno rastu**

<sup>2</sup> Odeljak „Fiskalni tokovi i politika“ posmatra stanje neto obaveza države po osnovu emitovanih trezorskih zapisa koje obračunava nominalnu vrednost prodanih trezorskih zapisa, dok u odeljku „Monetarni tokovi i politika“ pratimo tržišnu vrednost kupljenih zapisa na dan prodaje emisije.

**Tabela T7-5. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2010-2013**

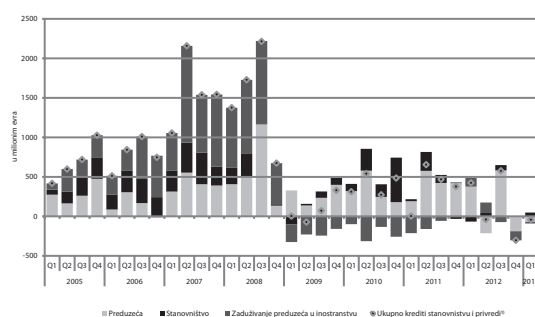
	2010				2011				2012				2013
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
	<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>												
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	7	-117	-68	-1.495	603	69	-822	-1.083	672	692	472	-384	109
Domaći depoziti	131	-233	-236	-836	206	-148	-844	-1.169	589	146	15	-459	4
Depoziti stanovništva	-137	-323	-500	-1.020	-92	-295	-483	-655	-49	-189	-296	-578	-87
dinarski depoziti	30	21	25	12	24	13	-68	-182	30	69	36	11	16
devizni depoziti	-167	-343	-525	-1.032	-116	-308	-416	-473	-79	-258	-332	-589	-102
Depoziti privrede	268	89	264	184	298	147	-361	-513	638	336	311	120	91
dinarski depoziti	213	84	232	151	176	13	-128	-350	362	304	230	99	-11
devizni depoziti	55	5	32	33	122	134	-233	-164	275	31	81	21	102
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	-196	40	90	-563	580	634	678	545	3	345	335	127	357
Kapital i rezerve	72	77	78	-96	-183	-416	-656	-459	80	200	123	-52	-252
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	53	-120	197	430	-720	-674	-517	-923	-199	371	164	284	-278
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	397	1.279	1.281	2.285	309	1.270	2.158	2.771	409	-424	201	521	123
Ukupno privreda i stanovništvo	411	1.264	1.669	2.434	216	1.030	1.554	1.940	309	136	784	589	-23
Privreda	319	897	1.142	1.756	191	766	1.189	1.607	375	161	741	552	-71
Stanovništvo	91	368	527	678	25	263	365	333	-67	-25	42	37	48
Plasmani u hartije NBS <sup>2)</sup>	-125	-445	-839	-1.010	86	268	529	720	-28	-944	-1.052	-701	321
Neto kreditiranje države <sup>3)</sup>	112	460	451	861	7	-28	75	111	128	385	470	632	-175
<b>PRO MEMORIA</b>													
Obavezne rezerve i depoziti	54	-182	-188	-115	-157	-429	-210	391	-552	-418	-451	-265	-17
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>4)</sup>	-287	-272	-195	-229	17	123	2	110	-199	-20	-42	58	-154
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-279	-252	-173	-220	22	123	-3	100	-187	45	54	10	-151
Ostale stavke <sup>5)</sup>	-147	-331	-692	-565	-136	-195	-246	-601	150	222	56	146	100
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>6)</sup>	26	24	24	23	23	21	21	24	22	23	23	23	25

Izvor: NBS

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.

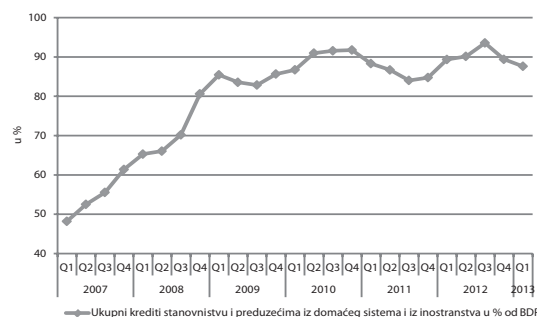
2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.

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

**Grafikon T7-6. Srbija: prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2013**


Izvor: Proračun QM-a

V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5.

**Grafikon T7-7. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2005-2013**


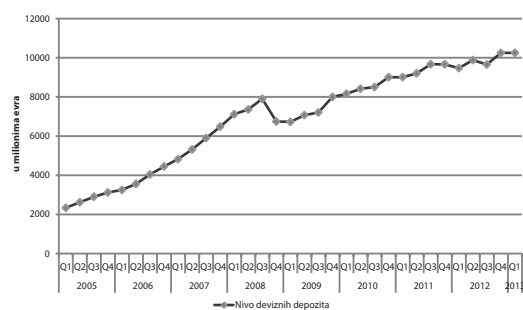
Izvor: Proračun QM-a

**U Q1 izvori za nove plasmane beleže pad...**

**...usled razduživanja banaka prema inostranstvu**

Bankarski sektor, od početka godine, pored pada kreditnih plasmana beleži i pad izvora za kreditiranje. U Q1 se izvori za nove plasmane poslovnih banaka već tradicionalno smanjuju i to za 109 miliona evra (u Q1 2012. godine pad izvora od 589 miliona evra, u Q1 2011. godine pad od 206 miliona evra, Tabela T7-5). Za razliku od prethodnih godina, na ovaj pad najviše je uticalo neto razduživanje banaka prema inostranstvu u iznosu 357 miliona evra koje je jednim delom neutralisano povećanjem kapitala i rezervi bankarskog sektora od 252 miliona evra. Depoziti stanovništva i privrede, zbirno posmatrano skoro da nisu uticali na ukupni kreditni potencijal banaka pošto je rast depozita stanovništva u Q1 od 87 milion evra praktično poništen smanjenjem depozita privrede u iznosu od 91 milion evra. Pad depozita privrede, iako relativno skroman, predstavlja još jedan indikator pogoršanja finansijske pozicije preduzeća.

**Grafikon T7-8. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2013**



Izvor: NBS

Kretanje učešća loših kredita u ukupnim kreditima konstantno beleži rast od izbivanja finansijske krize ali je od početka godine došlo do zabrinjavajućeg ubrzanja. Ukupno učešće na kraju Q1 iznosi 18,7% što predstavlja rast od preko 2,5 procentnih poena u odnosu na kraj prethodnog kvartala (Tabela T7-10). Ova rast je izuzetno zabrinjavajući pošto je samo za tri meseca ostvaren rast učešća koji ogovara prosečnom godišnjem povećanju loših kredita u prethodne dve godine.

**Tabela T7-9. Srbija: učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2013**

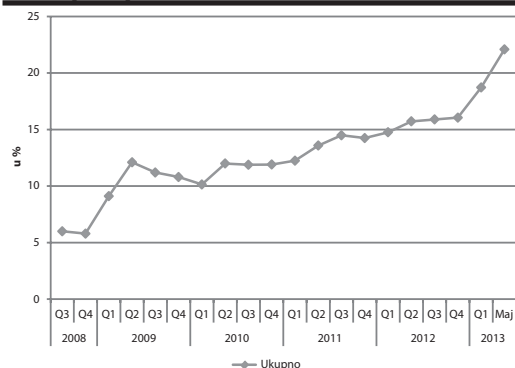
	2009		2010				2011				2012				2013	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Maj	
	<b>stanje na kraju perioda</b>															
Pravna lica	12,14	11,62	14,18	13,83	14,02	14,39	16,23	17,44	17,07	17,72	19,26	19,04	19,06	22,62	27,45	
Preduzetnici	11,21	12,19	13,73	15,7	15,8	15,66	15,75	16,99	17,07	16,05	18,47	17,56	15,92	16,79	19,1	
Fizička lica	6,69	6,37	6,79	7,04	6,71	6,79	7,1	7,4	7,24	7,57	7,69	8,05	8,32	8,44	8,59	

Izvor: Proračun QM-a

Loši krediti ubrzavaju rast od početka godine...

...i to naročito kod preduzeća

**Grafikon T7-10. Srbija: učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2013**



Proračun QM-a

Ukoliko se uključe i podaci za april mesec, situacija je još gora pošto je za samo mesec dana učešće loših kredita povećano za novih 2,7 procentnih poena na 21,4%. Rast docnje u plaćanju kredita najviše je prisutan kod pravnih lica kod kojih se beleži povećanje od 3,6 procentnih poena u Q1, dok se u aprilu ono nastavlja za novih skoro 4 procentna poena. Nešto blaži rast se primećuje u okviru kredita koji su plasirani preduzetnicima, dok su po pitanju kašnjenja u plaćanju kredita fizička lica trenutno najbolji dužnici (detaljnije o lošim kreditima videti u Osvrtu 3).

## 8. Međunarodno okruženje

U svetskoj privredi se pojavljuju divergentni trendovi, dok se SAD i Japan oporavljaju, a velike zemlje u razvoju nastavljaju sa visokim rastom, u EU se produžava recesija. Istočna Evropa i dalje ima najnižu stopu rasta među regionima ZUR-a. Posmatrano po regionima, privreda u većm delu sveta se postepeno oporavlja, dok se u Evropi produžava recesija, sa izuzetkom nekoliko zemalja koje imaju blagi oporavak. Razvijene zemlje nastavljaju sa ekspanzivnom monetarnom politikom, SAD i evrozona i sa fiskalnom konsolidacijom, dok Japan sprovodi agresivnu monetarnu i fiskalnu ekspanziju. Inflacija se smanjuje kako u razvijenim tako i zemljama u razvoju. Za oporavak privrede Srbije vrlo je nepovoljno što se nastavlja kriza u EU, kao i u većini zemalja u Regionu.

### Svet

Oporavak svetske ekonomije, se nakon usporavanje krajem prošle godine, nastavio tokom Q1 2013. Izuzetak predstavlja EU, gde se recesione tendencije nastavljaju. MMF je smanjio svetsku prognozirano stopu rasta za 2013, za 0,2 procentna poena na 3,3% (u odnosu na prognozu iz januara). Nastavlja se divergencija u rastu između ZUR i razvijenih zemalja. U zemljama ZUR se predviđa rast u ovoj godini od 5,3% dok za razvijene zemlje samo 1,2%. Međutim, za obe grupe zemalja snižena je projektovana stopa rasta za 2013. U grupi razvijenih zemalja takođe postoje divergentni trendovi dok se SAD i Japan oporavljaju, razvijene članice EU stagniraju ili su u recesiji. Slično raslojavanje se ispoljava i kod zemlja u razvoju, gde ne-evropske zemlje uglavnom rastu, dok se u evropskim ZUR, nastavlja recesija, ili blag oporavak. Jak izvoz, zainteresovan strani kapital, niži troškovi zaduživanja zemalja u razvoju, obezbeđuju brži rast u ZUR-u nego u razvijenim zemljama, ali postoje rizici koji mogu dovesti do daljeg usporavanja rasta u ZUR-u. Sve se više diskutuje o brzom rastu kredita u Kini, koji može dovesti do finansijske krize ukoliko se povećaju nenaplativa potraživanja, nakon čega bi se niži rast u Kini proširio na ostale zemlje ZUR-a. Među razvijenim zemljama, i dalje postoji verovatnoća da evrozona usled političke nestabilnosti ili usporavanja rasta uđe u krizu koja može da eskalira.

### Evrozona

Tokom Q1 nastavila se recesija u evrozoni (-1,0% na godišnjem nivou), a stopa rasta je bila ispod očekivanja. MMF prognozira da će stopa rasta u 2013. iznositi -0,5%. Od velikih zemalja samo je Nemačka imala minimalan pozitivan rast (0,1% q/q), dok su Italija (-0,5% q/q), Francuska (-0,2%q/q) i Španija (-0,5%q/q) imale negativan rast na kvartalnom nivou. Recesija je u zemljama evrozone nastavljena, ali generalno nešto blažim tempom nego tokom Q4 prošle godine. Glavni razlozi za nastavak recesije su slaba lična potrošnja i nizak nivo investicija. Građevinarstvo je bilo pod uticajem nepogodnih vremenskih uslova. Na osnovu anketa se može zaključiti da će se kontrakcija u evrozoni nastaviti i tokom proleća, pa se stabilizacija ili blagi rast očekuju tek u drugoj polovini 2013, što znači da će negativni efekti iz evrozone uticati na Srbiju i tokom Q2 ove godine.

ECB je spustila referentnu stopu za 0,25 procentna poena na 0,50% . S obzirom na lošu situaciju u privredi može se očekivati dalje snižavanje. Ne samo da je rast u Q1 bio nizak, već ankete upućuju da neće doći do oporavka u Q2. Inflacija je dosta ispod targeta od 2%. U aprilu je ukupna inflacija pala na 1,2%, sa 1,7% u martu i 2% početkom godine, dok je bazna sa 1,5% u martu pala na 1% u aprilu. I kada se izuzme uticaj pada cene energenata, očigledno je da manjak tražnje utiče na pad cena. ECB procenjuje da će u 2014. prosečna inflacija iznositi 1,3%, ali moguća su iznenađenja nadole.

Nezaposlenost je u evrozoni (koja se inače povećava od početka 2008) porasla na 12,1% u martu, dok je u istom mesecu prošle godine iznosila 11%. Najveće vrednosti su u Grčkoj i Španiji (27,2

i 26,7%), dok se u Francuskoj povećava (11% u martu, rast 0,2 pp u odnosu na februar) a u Nemačkoj je stabilna (6,9%). Nezaposlenost među mladima je 24% u evrozoni, a najteža situacija je u Grčkoj (59,1%) i Španiji (55,9%).

Izvoz i dalje raste, ali se intra trgovina između zemalja evrozone smanjuje, kao i uvoz pa je tokom Q1 ostvaren suficit u trgovinskom bilansu od preko 40 milijardi evra. Slaba domaća tražnja u evrozoni usled mera štednje i niske aktivnosti na tržištu rada utiče da uvoz i intra trgovina opadaju. Oporavak Srbije najviše zavisi od izlaska evrozone iz recesije, pa će nizak nivo uvoza evrozone negativno uticati na izvoz Srbije, pa samim tim i na njen ekonomski rast.

## SAD

Rast BDP u SAD je tokom Q1 iznosio 1,8% na godišnjem nivou (2,5% saar<sup>1</sup>), niže od očekivanja, pozitivno su uticali snažna lična potrošnja, oporavak na tržištu nekretnina, dok su na rast negativno uticali smanjena državna potrošnja i relativno niske investicije preduzeća. Iako se rast ubrzao u odnosu na Q4 prošle godine s obzirom na oporavak na tržištu nekretnina, solidne bilanse stanja preduzeća, zaduživanje koje je u porastu, ali kombinacija povećanja poreza i doprinosa početkom godine zajedno sa smanjenjem državne potrošnje smanjili su stopu rasta za oko 1,5 pp.

FED nije promenio politiku, nastaviće sa mesečnom kupovinom hipotekarnih derivata u iznosu od 40 milijardi i 45 milijardi dolara dugoročnih obveznica, održavati referentnu stopu na nivou od 0,25%, sve dok nezaposlenost na padne ispod 6,5% (trenutno je 7,5%) ili očekivanje inflacije ne pređe 2,5%. Ne očekuje se povećanje referentne stope pre 2015, a nema konkretnih planova o tome kada će se početi sa smanjivanjem mera „kvantitativnog popuštanja“, već će to najverovatnije zavisiti od kretanja stope nezaposlenosti. I u SAD dolazi do usporavanje inflacije na nivo ispod očekivanog. Bazna inflacija je sa 2,1% tokom prošle godine, pala na 1,9% u Q1 i na 1,7% u aprilu. Niska inflacija koja je razmatrana kao prostor za agresivniju monetarnu politiku, može postati uzrok za nove monetarne mere kako bi se izbeglo njeno dalje usporavanje. Ukoliko se inflacija ne ubrza, ona će sigurno biti faktor koji će onemogućavati prekidanje „kvantitativnog popuštanja“.

U SAD je u toku fiskalna konsolidacija, i poreski prihodi su 12,4% viši u odnosu na iste prošle godine (tokom prve polovine finansijske godine), što je bili iznad očekivanja. Deficit za ovu finansijsku godinu će ukoliko se ovakav trend nastavi biti ispod 800 umesto planiranih 847 milijardi dolara. Smanjivanje troškova države će porasti sa ovogodišnjih 42 milijarde na skoro 90 milijardi sledeće godine, i ukoliko se ovi planovi ostvare, nivo deficita će se vratiti na oko 3% BDP-a tokom 2015, a primarni deficit biti u blagom plusu.

## Istočna Evropa

Iako je region i dalje pod negativnim uticajem recesije u evrozoni, neke zemlje zabeležile su stope rasta tokom Q1 veće od očekivanih (Mađarska i Rumunija). Usled nastavka ekspanzivne monetarne politike razvijenih zemalja i smanjenja rizika od dezintegracije evrozone, nastavlja se pad troškova zaduživanja zemalja istočne Evrope. Najverovatnije će povoljniji vremenski uslovi uticati na bolji rezultat poljoprivrede u odnosu na prošlu godinu. U većini zemalja dolazi do poboljšanja tekućeg računa, pre svega zbog slabog uvoza usled slabe domaće tražnje. Mogućnost eskalacije krize u evrozoni, ili produbljivanja recesije i dalje glavni rizici po rast zemalja istočne Evrope.

Stopa rasta BDP u Rumuniji je tokom Q1 drugi put za redom bila pozitivna (+0,5% q/q i 2,1% na godišnjem nivou, dosta iznad očekivanja), tako da je definitivno otpočeo proces izlaska iz recesije. Rumunija je počela primenjivanje oštrih fiskalnih mera štednje pre ostalih EU zemalja (leto 2010), pa je zbog toga uravnotežila budžet i formirala prostor za povećanje plata u javnom sektoru i penzija. To je pomoglo stopu rasta, kao i sve veća orijentacija rumunskih preduzeća ka

<sup>1</sup> kvartalna desezonirana analizovana stopa rasta koja se koristi u SAD za merenje kvartalnog BDP rasta

## 8. Međunarodno okruženje

tržištu van EU – izvoz u te zemlje je na godišnjem nivou porastao 10,9% tokom Q1. Vidljiv je i oporavak u industrijama više tehnologije, a rast pomaže i poljoprivredna sezona. Prognozira se rast oko 1,6% tokom ove godine, sa rizikom da bude viši. Smanjenje tekućeg deficita uz poboljšanje rasta upućuje da se lična potrošnja i investicije sve više zadovoljavaju domaćom proizvodnjom. Ukoliko Rumunija bude bolje iskorišćavala EU fondove, može se desiti da tekući deficit ne bude više negativan ove godine, a budžet već ima manji deficit nego što se očekivalo. Predviđa se da će Centralna banka Rumunije smanjiti referentnu stopu nekoliko puta u dolazećem periodu kako bi se dalje pospešio rast.

Rast BDP-a Mađarske je bio viši nego što se očekivalo (0,7% q/q umesto prognoziranih 0,1%), i prvi put je od 2011. ostvaren kvartalni rast, pre svega usled nešto bolje domaće tražnje. Međutim, usled slabijeg rasta u EU, nizak izvoz sprečiće da se rast nastavi ovim tempom do kraja godine, a MMF Komisija prognozira da će rast u 2013. iznositi 0%. Iako je Mađarska smanjila budžetski deficit i dalje je pod prismotrom Evropske Komisije, koja još nije dala mišljenje da je deficit održiv na nivou ispod 3%. Ukoliko Evropska Komisija bude dala negativno mišljenje Mađarska može biti uskraćeno za preko 300 milina evra iz EU fondova. Centralna banka Mađarske je opet u martu snizila referentnu kamatnu stopu kako bi stimulisala rast. Ovakvom politikom utiče se i na slabljenje forinte kako bi se pospešio izvoz. Inflacija potrošačkih cena je u aprilu na godišnjem nivou iznosila 1,7%, i bila niža od očekivane. Nakon što se mandat bivšeg guvernera završio u martu, premijer Orban će moći da ostvari veći uticaj na monetarnu politiku. Centralne banka Mađarske planira program jeftinih kredita za mala i srednja preduzeća da bi se podstakao rast, iako su mnogi ekonomisti negativnog mišljenja prema programu. Prinosi na državne obveznice su znatno niži nego prošle godine i pored neortodoksne ekonomske politike premijera Orbana, međutim, neki hedž fondovi su stava da je trenutna cena mađarskih obveznica previsoka, i imaju ulaganja koja bi trebalo da se isplate ukoliko dođe do pada njihove vrednosti.

Nakon pada stope rasta BDP-a od 2% tokom prošle godine, Hrvatska će i ove godine biti u recesiji. Očekuje se da stopa rasta tokom Q1 iznosi -0,8 %<sup>2</sup> na godišnjem nivou. Industrijska proizvodnja pokazuje znake blagog oporavka, dok građevinarstvo i lična potrošnja i dalje slabe. Neto izvoz pomaže rastu pre svega zbog pada uvoza, a investicije su takođe niske. Očekuje se pad izvoza nakon ulaska u EU, jer će nakon toga Hrvatska izaći iz CEFTA, i izgubiti deo tržišta u Srbiji i Bosni i Hercegovini. Prognozira se rast BDP-a od -0,8% ove godine. Nakon što je kreditna agencija Moody's smanjila rejting Hrvatske vlada je odlučila da se smanji projekcija deficita za 0.5 pp. na 3,4% BDP. Postoji rizik da se ovo ne ostvari, kako zbog toga što će poreski prihodi biti niži od očekivanih usled niskog rasta, tako i zbog viših rashoda od planiranih usled fiskalne nediscipline. I pored niskog rasta i fiskalnih problema, ostvarena uspešna prodaja državnih obveznica u vrednosti od 1,5 milijarde dolara. Hrvatska će 1. jula postati punopravan član EU, tako da će veće mogućnosti korišćenja EU fondova pozitivno uticati na ekonomski rast, ali će kratkoročni efekti pridruživanja biti manji nego što je to bio slučaj kod članica koje su se pridružile EU pre Hrvatske. Inflacija u Hrvatskoj je na najnižem u toku poslednjih godinu dana. Efekat visoke baze i niska lična potrošnja dovode do pada stope inflacije, pa se očekuje da krajem godinu ukupna inflacija opadne na oko 2%, a ovakvi uslovi dopuštaju nešto „opušteniju“ monetarnu politiku u pogledu likvidnosti. Nezaposlenost opada kako počinju sezonski faktori turističke sezone, ali je usled slabe ekonomske aktivnosti nezaposlenost i dalje viša za oko 2 pp. nego na početku godine. Kuna je dosta stabilna i verovatno će ojačati tokom turističke sezone.

Nizak rast ili recesija u zemljama u regionu nastaviće da imaju negativan uticaj na privredni rast Srbije, a zainteresovanost investitora za kupovinu obveznica zemalja istočne Evrope pozitivno utiču na smanjenje troškove zaduživanja Srbije. Ulaskom Hrvatske u EU tokom leta, Srbija će dobiti šansu da poveća svoj izvoz u okviru CEFTA.

<sup>2</sup> Prognoza Erste banke

**Tabela T9-1. Svet: makroekonomski pokazatelji**

	Realni BDP		Inflacija		Tekući bilans		Javni Dug		Fiskalni deficit	
	Realni rast (%) <sup>2)</sup>		Potrošačke cene (%)		(% BDP)		(% BDP)		(% BDP)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
SAD	2,2	2,3	2,1	2,0	-3,0	-2,5	111,0	115,0	-8,1	-6,9
Japan	2,0	0,9	0,0	0,1	1,1	0,6	213,0	222,0	-10,0	-10,5
Kina	7,8	8,2	2,6	3,3	2,6	2,1	16,0 <sup>3)</sup>	16,3 <sup>3)</sup>	-1,6	-2,0
Evrozona	-0,5	-0,5	2,5	1,7	1,2	1,3	94,0	96,0	-3,4	-2,7
Nemačka	0,9	1,0	2,1	2,0	6,4	6,2	82,0	80,0	-0,1	-0,2
Italija	-2,4	-1,4	3,3	1,7	-0,6	0,4	127,0	130,0	-3,0	-2,6
Ruska Federacija	3,4	3,2	5,1	7,0	4,0	3,5	12,0	13,3	0,4	-1,3

1) Izvor : BNP Paribas

2) Stope rasta BDP-a su međugodišnje.

3) Dug centralne vlade

**Tabela T9-2. Izabrani pokazatelji u zemljama u okruženju <sup>1)</sup>**

	Realni BDP		Inflacija		Tekući bilans		Javni Dug		Fiskalni deficit	
	Realni rast (%) <sup>2)</sup>		Potrošačke cene (%)		(% BDP)		(% BDP)		(% BDP)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Bugarska	0,8	1,2	2,4	2,0	-0,7	-1,9	18,5	17,8	-0,5	-1,4
Rumunija	0,3	1,6	3,3	4,6	-3,8	-4,2	37,0	36,9	-2,5	-2,1
Mađarska	-1,7	0,0	5,7	3,2	1,7	2,1	79,0	79,9	-2,5	-3,2
Hrvatska	-2,0	-0,2	1,4	3,4	-0,1	0,0	56,3	59,5	-4,1	-4,0
Makedonija	-0,3	2,0	3,3	2,5	-3,9	-4,7	33,3	34,3	-3,8	-3,6
BIH	2,0	1,8	2,0	1,8	-9,7	-8,7	44,3	42,1	-2,8	-1,6
Srbija (QM) <sup>3)</sup>	-1,7	1,9	7,3	9,0	-10,5	-8,5	59,4	63,0	-6,6	-5,5-6

1) Izvor: MMF

2) Međugodišnje stope rasta

3) Procena QM-a

# OSVRTI

## Osvrt 1: Rezultati i problemi u realizaciji fiskalne konsolidacije i reformi<sup>1</sup>

Milojko Arsić<sup>2</sup>

Kretanja u oblasti javnih finansija u Srbiji u prva četiri meseca ove godine su krajnje nepovoljna, zbog čega je krajem maja usvojen paket poreskih zakona i najavljen program štednje. Najvažnije promene u poreskom sistemu su: a) smanjenje poreza na zarade i povećanje doprinosa za penzije i b) ukidanje naknade za korišćenje gradskog građevinskog zemljišta i reforme poreza na imovinu. Osim toga, usvojene su odluke o proširenju oslobođanja kod poreza na dobit, povećan je cenzus za paušalno oporezivanje preduzetnika. Ocenjujemo da je dobro što je Vlada u toku javne rasprave odustala od selektivnog smanjenja doprinosa za preduzeća u IT sektoru, jer se radi o krajnje nepravednoj i distorzivnoj meri, koja bi uz to stvorila dodatni prostor za sivu ekonomiju i podstakla borbu preduzeća i privrednih delatnosti za privilegovani poreski tretman. S druge strane, ocenjujemo da je povećanje limita za paušalno oporezivanje, uz zadržavanje paušalnog oporezivanja grupa kao što su advokati u lekari neopravdano, kako iz perspektive pravičnosti, tako i iz perspektive suzbijanja sive ekonomije.

Uporedo sa promenama u poreskom sistemu najavljene su mere štednje koje bi prema proceni Vlade trebalo da obezbede smanjenje državne potrošnje do kraja godine u iznosu od oko 15 mlrd dinara.

Mere na strani poreza i rashoda bi prema proceni vlade trebalo da do kraja ove godine obezbede smanjenje fiskalnog deficita za oko 30 milijardi dinara. Ipak efekti na konsolidovani budžet će biti za nekoliko milijardi dinara manji, jer će nenajavljeno smanjenje prihoda lokalnih zajednica u sredini budžetske godine uticati na rast njihovog deficita. Usvajanjem navedenih mera demantovane su doskorašnje procene predstavnika Vlade prema kojima su kretanja u budžetu Republike i konsolidovanom sektoru države dobra, pa čak i bolja od plana. Usvojene mere se mogu analizirati sa stanovišta njihovog uticaja na fiskalnu konsolidaciju, raspodelu prihoda između pojedinih nivoa države kao i sa stanovišta njihovog uticaja na privredu.

Mere koje su usvojene krajem maja najverovatnije neće biti dovoljne da se fiskalni deficit u 2013. godine vrati u održive okvire, što znači da je neophodno da se usvoje

dotatne mere štednje u toku ove godine u visini od oko 0,5% BDP. Međutim, za uspeh programa konsolidacije, odnosno za sprečavanje krize javnog duga, ključno je da se već tokom ove godine usvoje kredibilne mere kojima bi se fiskalni deficit u narednoj godini smanjio za 2 procentna poena BDP.

### 1. Trendovi u periodu januar-april 2013. godina

Kretanja u javnim finansijama Srbije u periodu januar - april su izrazito nepovoljna. Bez preduzimanja mera na strani poreza i rashoda, fiskalni deficit u 2013. godini, definisan prema zakonu o budžetu bi iznosio oko 5,5% BDP. Ako se u rashode uključe sve pozicije prema međunarodnim računovodstvenim standardima fiskalni deficit bi dostigao čak 7% BDP. Pri tome je za ostvarenje navedenih projekcija neophodno poboljšanje naplate prihoda u narednom delu godine. Bolja naplata poreza u drugoj polovini godine se očekuje zbog najavljenog jačanja poreske discipline (odustajanje od marketinškog pristupa naplati poreza), širenja oporavka privrede na agroindustrijski sektor, kao i punog efektuiranja povećanje poreza krajem prethodne godine.

Kada je u pitanju visina fiskalnog deficita postavlja se pitanje kako je moguće da se umesto planiranog deficita od 3,6% ide ka deficitu od oko 7% ili čak prema 8% kako procenjuje MMF? Razlika između plana i ostvarenja je jednim delom posledica lošeg planiranja prihoda od strane Ministarstva finansija i privrede – prihodi su inicijalno bili značajno precenjeni, što znači da je deficit bio potcenjen, za preko 1% BDP. Prihodi od poreza na dobit su precenjeni za oko 0,6% BDP, dok su neporeski prihodi precenjeni za oko 0,4% BDP. Drugi razlog za pad prihoda je snažno realno jačanje dinara – budžet je planiran sa prosečnim kursom od 119 dinara za evro, dok je prosečan kurs u prva četiri meseca iznosio oko 111,5 dinara za evro. Posledica toga su manji prihodi od PDV, carina i akciza za oko 0,7% BDP. Uzimajući u obzir da će i neki drugi prihodi biti manji od plana dolazi se do procene da će ukupni prihodi biti za oko 2% BDP manji od plana, a to znači da će fiskalni deficit samo zbog manjih prihoda iznositi oko 5,5% BDP. Rezimirajući prethodno sledi da su najvažniji razlozi podbačaja prihoda u odnosu na plan: loše planiranje (porez na dobit), loša koordinacije fiskalne i monetarne politike (PDV i akcize) i nepoznavanje procedure stečaja banaka (neporeski prihodi). Dodatni razlozi manjih prihoda su veliki broj selektivnih olakšica u poreskom sistemu, ali i lutanja i improvizacije u radu Poreske uprave nakon formiranja nove vlade.

<sup>1</sup> Zahvaljujem se Saši Randeloviću na korisnim komentarima i sugestijama na radnu verziju Osvrta.

<sup>2</sup> Ekonomski fakultet u Beogradu



Druga grupa faktora zbog kojih će deficit biti znatno veći od plana je što u rashode, prema Zakonu o budžetu, nisu uključeni neki izdaci, iako bi to trebalo prema međunarodnim računovodstvenim standardima. To su pre svega rashodi po osnovu plaćanja glavnice garantovanih kredita (Srbijagas, Železnica i dr.), rashodi po osnovu otplate kredita za sanaciju banaka (Agrobanka, Razvojna banka i PBB) i krediti Fonda za razvoj Železari Smederevo, koji se zbog stanja u Železari mogu tretirati kao subvencija. Zbirno posmatrano, navedeni i neki drugi rashodi, iznose oko 1,5% BDP, a to znači da bi fiskalni deficit pod uslovom da se ništa na preduzme iznosio oko 7% BDP.

### Okvir 1. Razlozi slabije naplate poreza u periodu januar-april 2012.

Manja naplata javnih prihoda od plana je posledica: a) inicijalne precenjenosti prihoda, odnosno grešaka u planiranju budžeta, b) odstupanja od plana makroekonomskih varijabli koje utiču na prihode države c) povećane tolerancije prema neplaćanju poreza. Najveća inicijalna precenjenost prihoda bila je kod poreza na dobit (oko 20 mlrd dinara), neporeskih prihoda (oko 15-20 mlrd dinara) i kod akciza (5 mlrd dinara). Zbog precenjenosti prihoda već u periodu usvajanja budžeta za 2013. godinu bilo je prilično izvesno da će fiskalni deficit biti za najmanje 40 mlrd odnosno za oko 1,2% BDP veći od planiranog. Stoga se postavlja pitanje šta je razlog ovako krupnih grešaka u planiranju prihoda države i da li one mogle da budu izbegnute?

Precenjenost prihoda od poreza na dobit je bila prilično očigledna<sup>1</sup>, jer je recesija u prošloj godini bila duboka (pad BDP za 1,9%), a snažna deprecijacija dinara u prvih sedam meseci je takodje uticala na smanjenje dobiti. Planirani neporeski prihodi su bili prilično "sumnjivi", ali su oni od strane predstavnika Ministarstva finansija i privrede opravdavani očekivanim visokim prihodima od banaka u stečaju, prihodima od dobiti javnih preduzeća i dr. Sada se ispostavlja da će prihodi od banaka u stečaju verovatno izostati, dok su dividende od dobiti javnih preduzeća mogući samo po cenu njihovog finansijskog iscrpljivanja. Vlada je računala na prihode od banaka u stečaju od oko 12 mlrd dinara u 2013. godini, a moguće je da ne dobije ništa. Prihodi od banaka u stečaju planirani i u budžetu za 2012. godinu, ali su i tada izostali. S obzirom da se već drugu godinu planiraju prihodi od banaka u stečaju, a da oni izostaju, postavlja se pitanje da li je to posledica nepoznavanje stečajne procedure od strane Ministarstva finansija i privrede ili lošeg rada stečajnih sudova?

Najvažniji makroekonomski faktori koji su uticali na slabiju naplatu prihoda od planiranih su snažna realna

<sup>1</sup> Videti prethodna dva broja Kvartalnog monitora.

aprecijacija dinara, kao i pogoršanje finansijske pozicije privrede usled nastavka krize u većem delu privrede. Pri izradi budžeta planirano je da prosečan kurs dinara prema evru u 2013. godini iznosi 119, dok je stvarni kurs dinara u prva četiri meseca iznosio 111,5 dinara za evro. Realna aprecijacija dinara će direktno uticati na manje prihode od PDV, akciza i carina za oko 20-25 mlrd dinara (oko 0,7% BDP) na nivou cele 2013. godine. Na drugoj strani, uštede zbog realne aprecijacije dinara uglavnom se svode na manje troškove kamata, ali su te uštede za red veličina manje od izgubljenih poreza zbog jačanje dinara. Realna aprecijacija dinara na koju se nije računalo pri izradi budžeta ukazuje na neophodnost bolje koordinacije fiskalne i monetarne politike.

Snažan rast nenaplativih kredita privrede (videti Osvrt 4), predstavlja pokazatelj značajnog pogoršanja finansijske pozicije privrede, zbog čega ona teže izmiruje sve obaveze uključujući i obaveze prema državi. Rast nenaplativih kredita, a verovatno i poreskih dugova, predstavlja još jedan dokaz u kojoj meri je neophodno da se što pre uspostavi finansijska disciplina kojom bi se nesolventni subjekti isključili sa tržišta, dok bi se nelikvidnim preduzećima pomoglo merama monetarne i fiskalne politike. Sve dok u privredi postoji veliki broj nesolventnih preduzeća, monetarne i fiskalne mere su neefikasne, jer bi znatan deo povećane likvidnosti otišao u propala preduzeća.

Postoje indicije da je slabija naplata poreza jednim delom posledica slabljenja pritiska Poreske uprave prema poreskim obveznicima – porezi se nigde ne plaćaju dobrovoljno, a to sigurno nije slučaj sa Srbijom gde je poreski moral nizak, a kriza u privredi duboka. Slabljenje pritiska za naplatu poreza uticalo je da preduzeća daju prednost izmirenju drugih obaveza u odnosu na poreske. Iz prethodnog se procenjuje da su u Poreskoj upravi, tokom prethodnih meseci postojala povremena lutanja i improvizacije kada je u pitanju naplata poreza.

### 2. Uticaj usvojenih mera na fiskalnu konsolidaciju

S obzirom na to da je fiskalni deficit u prvim mesecima 2013. godine znatno premašio planirani nivo, preuzimanje korektivnih mera od strane Vlade je bilo urgentno, pri čemu je skoro izvesno da do sada usvojene mere neće biti dovoljne. Sa stanovišta fiskalne konsolidacije najvažnija promena u okviru poreskog sistema je prenošenje dela fiskalnih prihoda od zarada, sa lokalnih budžeta u PIO fond, odnosno prenošenje dela poreskih prihoda sa lokalnog na republički nivo. Prenošnje poreza sa lokalnog na republički nivo je ostvareno smanjenjem poreza na zarade sa 12 na 10% i povećanjem neoporezivog dela zarada (koje su dominantno lokalni porez), povećanje doprinosa na penzijsko osiguranja sa 22 na 24% (koji su prihod Republike). Kao rezultat navedenih

promena strukture poreskog opterećenja zarada Vlada očekuje smanjenje deficita na nivou Republike u iznosu od oko 15 mlrd. dinara. Ipak detaljnija analiza ukazuje da će, zbog povećanje neoprezivog dela zarada, smanjenje konsolidovanog deficita biti manje i da će iznositi 13 mlrd. dinara – razlika od oko 2 mlrd. predstavlja rastećenje privrede. Prethodna procena podrazumeva da će navedene realokacije poreza uticati samo na smanjenje deficita na nivou Republike, ali da neće uticati na rast deficita na nivou lokalnih zajednica. Međutim, gotovo je izvesno da će zbog nenajavljenog smanjenje prihoda lokalnih zajednica, u sredini budžetske godine, i inercije u izvršenju rashoda, deficit lokalnih zajednica porasti tako da će smanjenje konsolidovanog budžeta biti manje i procenjujemo da će iznositi 8-9 mlrd. dinara. Mada će efekti preraspodele poreza na konsolidovani budžet biti verovatno manji od očekivanih, oni će ipak značajno doprineti smanjenju fiskalnog deficita i usporavanju rasta javnog duga.

Predložena promena fiskalnog opterećenja zarada poboljšava raspodelu poreza između Republike i lokalnih zajednica, posmatranih kao celina. Na ovaj način su jednim delom poništavaju negativni efekti fiskalne decentralizacije, koja je sprovedena krajem 2011. godine. Gubitak prihoda pojedinačnih lokalnih zajednice će biti značajno različit – najnepovoljnije će proći Beograd, ali će i on biti na dobitku u odnosu na stanje pre 2011. godine.

Sa stanovišta optimalne raspodele prihoda i rashoda između republike i lokalnih zajednica najbolje rešenje bi bilo da se vrati zakon o finansiranju lokalnih zajednica iz 2007. godine, dakle da se uspostavi stanje koje je postojalo pre smanjenja transfera lokalnim zajednicama 2010. godine i pre tzv. fiskalne decentralizacije iz 2011. godine. Navedeni zakon sadrži **dobru osnovu za održivu** fiskalnu decentralizaciju, unapređenje sistema transfera i dr. Vraćanje na stanje iz 2007. godine omogućilo bi da porez na dohodak građana ponovo postane porez centralnog nivoa države (republike), kao što je to slučaj sa skoro svim državama u svetu.

Druga važna promena u okviru paketa poreskih reformi je ukidanje naknade na gradsko građevinsko zemljište i njeno integrisanje u redovni godišnji porez na imovinu od početke naredne godine. Ukidanjem naknade za gradsko građevinsko zemljište, koja je predstavljala neku vrstu drugog poreza na imovinu, ukoliko se ništa ne preduzme, prihodi lokalnih zajednica će se smanjiti za oko 17 mlrd. dinara. Ukoliko se ne povećaju drugi prihodi ili ne smanje rashodi to bi direktno uticalo na povećanje deficita lokalnih zajednica, ali i konsolidovanog sektora države za oko 0,6% BDP. Stoga je sa stanovišta fiskalne održivosti važno da se preduzmu mere kojima bi se sprečilo pogoršanje stanja u lokalnim finansijama i ukupnoj državi.

Nadoknada izgubljenih prihoda od naknade najvećim delom je moguća povećanjem bilansne izdašnosti redovnog godišnjeg poreza na imovinu. Povećanje prihoda od poreza na imovinu je moguće ostvariti na više načina, kao što su: povećanjem poreske osnovice do nivoa tržišne vrednosti imovine, efikasnijim oporezivanjem imovine koja se već sada oporezuje<sup>3</sup> i oporezivanjem imovine koja do sada nije bila oporezovana. Ukoliko navedene mere ne obezbede dovoljne prihode, moguće je razmotriti uvođenje lokalnog poreza na dobit (tzv. porez na biznis, koji postoji u Nemačkoj i dr.), kojim bi se nadoknadili gubici od naknade, ali i stvorila mogućnost za ukidanje nekih lokanih naknada i taksi ili njihovo smanjivanje.

Sa stanovišta prihoda lokalnih zajednica, ali i sa stanovišta pravičnosti neopravdano je odustajanje od obavezujuće primene tržišne vrednosti imovine pri oporezivanju, kao i odustajanje od oporezivanja okućnice ispod 10 ari. Takođe je neopravdano procenu vršiti na osnovu prosečne tržišne vrednosti u određenom delu grada/opštine, već bi trebalo na osnovu podataka koje lokalne UJP već poseduju o svakoj nekretnini, kao i na osnovu uporedivih cena ostvarenih kod prometa sličnih nekretnina u sličnom području, proceniti tržišnu vrednost svake nekretnine posebno. Time bi amortizacija u potpunosti izgubila smisao. Ovako se amortizacija opravdava time da je reč o prosečnoj tržišnoj vrednosti nekretnina, pa su stare kuće/stanovi "preceñeni". Mogućnost da opštine i dalje oporezuju imovini po amortizovanoj tržišnoj vrednosti je apsurdna, ali treba sačekati da bi se videlo u kojoj meri će biti korišćena od strane opština. Umesto što je i dalje moguće primenjivati amortizovanu tržišnu vrednost imovine, bolje rešenje bi bilo da je primena tržišne vrednosti obavezujuća, uz dodatno ograničenje da ukupne obaveze po osnovu oporezivanja imovine (porez + naknada) u toku jedne godine ne mogu da budu povećane za više od određenog procenta. Drugo najbolje rešenje, u uslovima kada su ove izmene već usvojene, bilo bi da se u funkciju transfera uključe parametri povezani sa stepenom iskorišćenosti poreza na imovinu, kao izvora lokalnih javnih prihoda, što bi obuhvatalo i % amortizacije koju opština odobrava. Odustajanje od oporezivanja okućnice je nepravično jer se time od oporezivanja izuzima deo imovine velike vrednosti na ekskluzivnim lokacijama. Strah da bi se ovim porezom značajno povećale obaveze velikog broja obveznika je neopravdan jer okućnica u najvećem broju slučajeva ima malu vrednost, pa bi i porezi u tom slučaju bili mali.

Istovremeno sa poreskim promenama Vlada je usvojila program smanjenja rashoda, prema kome će rashodi

<sup>3</sup> Povećanje efikasnosti oporezivanja imovine ima dve komponente: prva je da se utvrdi poreska obaveza za svu imovinu koja bi po zakonu trebalo da se oporezuje (15-20% kuća, stanova i poslovnog prostora nije oporezovan), a druga da se u što većem procentu naplati porez prema rešenjima Poreske uprave. Videti detaljnije u Arsić i dr (2012).

budžeta Republike do kraja 2013. godine biti smanjeni za oko 16 mlrd dinara. Mada program ušteta nije detaljno razrađen **ocjenjuje se da Vlada raspolaže instrumentima za ostvarenje planiranih ušteta**. Sličan program ušteta mogle bi da primene i lokalne zajednice, kako bi se smanjenje prihoda u toku budžetske godine što manje odrazilo na povećanje njihovog deficita.

Procenjuje se da će usvojene mere na strani poreza i rashoda imati manje efekte za 4–6 mlrd. dinara od onih koje Vlada planira, što znači da će ukupno smanjivanje deficita iznositi oko 25 mlrd. dinara umesto 30 mlrd. dinara. Ipak sa bilansnog stanovišta radi se o značajnom smanjenju deficita, sa obzirom da se mere primenjuju tokom perioda od 7 meseci. Za uspeh fiskalne konsolidacije važno je da se uštete planirane u 2013. godini pretvore u trajne uštete, kao i da se uskoro usvoje dodatne mere štednje koje će obezbediti smanjenje fiskalnog deficita u 2014. godini za dodatna 2 procentna poena BDP.

### 3. Uticaj usvojenih mera na privredu

Predložene promene u poreskom sistemu, kao i uštete u budžetskim rashodima, mogu se analizirati sa stanovišta njihovog uticaja na privrednu aktivnost u kratkom i dugom roku. Najvažnija predložena mera na strani poreza - smanjenje poreza na zaradu i povećanje doprinosa - neće značajnije uticati na privrednu aktivnost i zaposlenost ni u kratkom ni u dugom roku, jer će poreski obveznici plaćati približno isti zbirni nivo poreza i doprinosa, kao i pre promene poreza. Značajniji uticaj na privredu mogla bi da ima temeljna poreska reforma u okviru koje bi se smanjilo poresko opterećenje rada<sup>4</sup> (sa sadašnjih 65% na npr. 50%).

Integracija poreza na imovinu i naknade na korišćenje gradskog građevinskog zemljišta za privredu kao celinu će verovatno doneti određeno rasterećenje, ali će to rasterećenje biti različito za različite obveznike. Najveće rasterećenje će imati preduzeća koja su do sada plaćala neprimereno visoki iznos naknada na građevinsko zemljište, a to su po pravilu uspešna preduzeća. Dok će sektor preduzeća najverovatnije plaćati manje obaveze po osnovu oporezivanja imovine (porezom i naknadom), obaveze građana po osnovu oporezivanja će verovano porasti. Mada nije izvesno koliko će obaveze građana porasti, zbog mogućnosti da lokalne zajednice i dalje koriste amortizaciju, procenjuje se da će nakon najnovijih promena poreska osnovica ipak biti bliža tržišnoj vrednosti imovine.

Uticaj integracije poreza na imovinu na privredni ambijent u srednjem roku biće pozitivan, jer se na ovaj

način pojednostavljaju poreski propisi i smanjuju troškovi primene poreza. Osim toga iznos poreske obaveze po osnovu poreza na imovinu biće snažnije povezan sa vrednošću imovine kojom preduzeća raspolaže nego što je to sada slučaj. Čvršće veza poreza na imovinu sa vrednošću imovine smanjiće arbitrarnost koja je postojala pri određivanju naknade za gradsko građevinsko zemljište.

Ostale promene u oporezivanju, kao što je uvođenje novih olakšica kod poreza na dobit ili povećane paušalnog iznosa za oporezivanje preduzetnika nemaju veći bilansni značaj, ali se njihovom primenom udaljava od principa alokativne neutralnosti poreske politike, podstiče utaja poreza, kao i borba preduzeća i interesnih grupa za privilegovan poreski tretman. Ocenjujemo da bi poreska politika u narednom periodu trebala da ide u suprotnom smeru tj. da se ukinu olakšice kod poreza na dobit, kao i da se ograničava primena paušalnog oporezivanja.

Drugo pitanje je kako će smanjene državnih rashoda, u okviru najavljenog programa štednje, uticati na oporavak privrede tokom krize, a kakvi će efekti biti u dužem periodu? Generalno ocenjuje se da navedeni efekat neće biti visok, ni u kratkom i srednjem roku. Od ukupno planiranih ušteta od 15 mlrd. dinara, na nabavke se odnosi 6–7 mlrd. dinara, dok se ostale uštete odnose na smanjivanje subvencija, transfera između nivoa države i dr. Pri tome bi se verovatno bar polovina nabavki odnosila na kupovinu uvoznih materijala i opreme i ne bi uticala na privrednu aktivnost u Srbiji. Iznos ušteta u odnosu na BDP je skroman, pa ni uticaj ne privredu ne može da bude veliki, bez obzira na visinu fiskalnih multiplikatora. Ako se pri tome uzme u obzir da su u Srbiji fiskalni multiplikatori niski, tada se ocenjuje da planirane uštete neće imati znatniji negativan uticaj na privredu ni u kratkom roku. Dugoročni efekti ušteta su sigurno pozitivni, jer oni impliciraju manji budžetski deficit, manje zaduživanje države, a time i manje poreze u budućnosti.

### 4. Pravci, dometi i ograničenja fiskalne konsolidacije i reformi

Programa fiskalne konsolidacije u Srbiji nalazi se u kritičnoj fazi, u kojoj bi eventualno odustajanje ili usporavanje moglo da ugrozi i dosadašnje rezultate. Stoga je neophodno da se osim mera koje su krajem maja usvojene u Skupštini, usvoje dodatne mere štednje, sa ciljem da konsolidovani deficit države, u koji su uključeni svi rashodi, u toku ove godine bude u intervalu od 5–5,5% BDP. Kredibilnost programa<sup>5</sup> konsolidacije u uslovima

4 Predlog takve reforme videti u Arsic i dr (2010).

5 U kojoj meri je važna kredibilnost programa pokazuje nagli skok premije na rizik za Srbiju, kao i smanjenje procenta prodaje trezorskih zapisa u drugoj polovini maja, nakon objavljivanja nepovoljne ocene stanje u javnim finansijama od strane MMF i Fiskalnog saveta.

visokog javnog duga i rizika od dužničke krize zahteva da se već ove godine usvoje dodatne mere koje bi stupile na snagu od početka naredne godine, a koje bi obezbudile da se fiskalni deficit u narednoj godini smanji na oko 3% BDP, a u nekoliko narednih godina da se svede na nivo od oko 1% BDP.

Sa obzirom na to da fiskalni deficit u narednim godinama treba smanjiti za oko 4-5 procentnih poena BDP postavlja se pitanje kako je to moguće ostvariti? Da bi Srbija u budućnosti očuvala međunarodnu poresku konkurentnost, ne postoji značajan prostor za dodatnim povećanjem poreza. Moguće je samo manje povećanje poreza i to poreza na potrošnju, čije povećanje ne pogoršava međunarodnu konkurentnost zemlje. Nezavisno od fiskalne konsolidacije poželjna je poreska reforma, kojom bi se značajno smanjilo fiskalno opterećenje rada, a povećao PDV, jer bi se njom unapredili uslovi poslovanja u Srbiji. S obzirom da nije opravdano značajnije povećanje poreza, sledi da će se fiskalni deficit najvećim delom smanjivati kroz uštede na državnim rashodima. Pri tome je sasvim jasno da uštede moraju da bude velike, ali one bi trebalo da zadovolje još dva dodatna kriterijuma. Prvi kriterijum je da uštede ne bi trebalo da ugroze budući ekonomski razvoj, a drugi da uštede treba da budu pravično raspoređene po socijalnim grupama i između različitih generacija<sup>6</sup>.

Velike uštede od 4-5% BDP nisu moguće, a da se pri tome zaobiđu najkrupniji rashodi država. Više od polovine javnih rashoda sada je namenjeno za plate i penzije, pa nije moguće značajnije smanjenje ukupne javne potrošnje, a da se pri tome ne šteti na ovim pozicijama<sup>7</sup>. Prema procentu BDP koji se sada izdvaja za penzije Srbija nalazi na drugom mestu u Evropi, odmah nakon Italije. Stoga je jedna od najvažnijih mera štednje zamrzavanje penzija ili njihov spor rast od npr 1% godišnje. Takođe, izdvajanje za zaposlene u javnom sektoru u Srbiji, posmatrana kao procenat BDP, su među najvećim u Evropi. Uštede po osnovu rashoda za zaposlene u javnom sektoru treba da se ostvaruju kako po osnovu privremenog zamrzavanja ili sporog rasta plata, tako i po osnovu smanjenje broja zaposlenih. Pri tome smanjenje broja zaposlenih treba da bude sistematsko, kako se ne bi ugrozila dostupnost i kvalitet usluga javnog sektora. Rešenje koje se pominje – privremeni porez na plate u javnom sektoru, bi doprineo smanjenju rashoda u toku primene tog poreza, ali bi se rashodi povećali nakon njegovog ukidanja, što znači da ne bi imalo značajan efekat na smanjenje strukturnog fiskalnog deficita.

6 Mogući programi ušteda sadržani su u Programu fiskalne konsolidacije i drugim dokumentima Fiskalnog saveta, Fiskalnoj strategiji Vlade i dokumentima MMF i Svetska banke. O tome je pisano i u prethodnim brojevima *Kvartalnog monitora*.

7 U *Kvartalnom monitoru* br. 28 su analizirane najčešće zablude o tome kako je moguće ostvariti velike uštede na relativno bezbolan način.

Stoga je ispravnije ići na sistematsko i trajno obaranje ovih rashoda, bilo kroz jednokratno smanjenje rashoda na plate ili kroz nešto duže zamrzavanje.

Uštede na penzijama i platama su opravdane i sa stanovišta pravičnosti, jer su zaposleni u javnom sektoru, ali i penzioneri ipak, u boljem ekonomskom položaju od nezaposlenih – koji čine veliki deo našeg društva. Razmere nezaposlenosti, naročito među mladom generacijom, postaju alarmantne i ugrožavaju ne samo ekonomski nego i socijalni napredak društva.

Treća pozicija na kojoj su moguće značajne uštede su subvencije. Subvencije i poreske olakšice su suviše skup, ali i nedelotvoran način da se privuku investicije i smanji nezaposlenost u Srbiji. Osim što su neefikasne pri rešavanju problema nezaposlenosti i privlačenju investicija subvencijama se stvara neravnopravnost između privrednih učesnika i podstiče borba preduzeća za subvencije, umesto da nastoje da tehnološkim i tržišnim inovacijama poprave svoju poziciju. Reforme privrednog sistema, kojim bi se smanjili rizici i troškovi poslovanja u Srbiji, bile bi dovoljne da pokrenu investicije i zapošljavanje, uz mnogo manji iznos subvencija. Podsticaji su opravdani samo u slučaju vrlo krupnih investicija, koje stvaraju pozitivne eksterne efekte kao što je FIAT, ali i u tom slučaju, u mnogo skromnijoj meri, nego što je to urađeno u Srbiji.

Osim na platama, penzijama i subvencijama neophodne su dodatne uštede pri nabavci roba i usluga, racionalizaciji državnih institucija, plaćanju garancija i dr. Ipak detaljnija analiza ukazuje da na ovim pozicijama nisu moguće veće uštede, a da se pri tome ne ugrozi obim i kvalitet javnih usluga. Uštede na javnim nabavkama koje bi dovele do nestašice lekova ili medicinskog materijala, ili do nedostatka opreme i goriva za policiju i vojsku nisu društveno opravdane, bez obzira što bi smanjile fiskalni deficit.

Postoje i pozicije na kojima ne bi trebalo smanjivati rashode kao procenat BDP bilo zbog toga što bi to ugrozilo ekonomski napredak ili bi to bilo nepravično. Sa stanovišta ekonomskog napretka važno je da se ne smanjuju javne investicije, kao i ulaganja u obrazovanje i zdravstvenu zaštitu, dok je sa stanovišta ekonomske pravičnosti važno da se ne smanjuju izdaci za socijalnu zaštitu. Naravno kada su u pitanju javne investicije, obrazovanje i zdravstvo, ključni cilj reformi je unapređenje efikasnosti navedenih aktivnosti i funkcija države.

Iako će u budućnosti najveći deo mera za otklanjanje visokog fiskalnog deficita biti na strani rashoda, ocenjuje se da su opravdane i određene mere za povećanje poreskih prihoda. Dodatni poreski prihodi mogli bi se ostvariti ukidanjem olakšica kod poreza na dobit jer je poreska stopa u Srbiji i dalje vrlo niska. Ukidanje poreskih olakšica u skladu je sa pristupom prema kome se

investicije i zapošljavanje podstiču smanjenjem rizika i troškova poslovanja, a ne direktnim subvencijama i izdašnim poreskim olakšicama. Jedno do mogućih rešenje da se trajno povećaju prihodi države je povećanje niže stope PDV je, ali je verovatno bolje rešenje da se neki neegzistencijalni proizvodi prebace sa niže na višu stopu.

Osim toga moguće je relativno značajno ostvarenje dodatnih poreskih prihoda smanjenjem tolerancije države prema sivoj ekonomiji, što bi podrazumevalo: intenziviranje prinudne naplate, zabranu prodaje novih industrijskih proizvoda na zelenim i buvljim pijacama, suzbijanjem sive ekonomije preko Interneta, suzbijanjem rada na crno i dr. Smanjenje sive ekonomije nije samo važno zbog povećanja prihoda države nego i zbog ravnopravnosti učesnika na tržištu. Utakmica u kojoj neki učesnici plaćaju sve poreze, drugi deo poreza, a treći u celini rade na crno nije ravnopravna. Neravnopravnost učesnika na tržištu koja proizilazi po osnovu razlika u njihovom učešću u sivoj ekonomiji je podjednako štetna kao i neravnopravnost koja nastaje po osnovu direktnih subvencija, poreskih olakšica ili monopolske pozicije. Potencijalni fiskalni efekti intenziviranja aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije nisu ni blizu iznosa za koliko je potrebno smanjiti deficit da su potencijalni dodatni prihodi znatno manji, ali ne i zanemarljivi, i da bi zbog toga, kao i zbog stvaranja uslova za ravnopravnu tržišnu utakmicu, bilo neophodno što pre krenuti u pravcu sistematskog sprovođenja širokog skupa mera u ovom domenu. U javnosti se javljaju procene da se oporezivanjem sive ekonomije mogli ostvariti dodatni prihodi 1,5 mlrd evra – to je potpuno nerealna procena jer ona podrazumeva da bi siva ekonomija u Srbiji bila u celini eliminisana, a to nije ostvareno ni u jednoj zemlji u svetu. Osim toga zanemaruje se da porezi nikada nisu u potpunosti naplativi, jer se deo sive ekonomije obavlja u nesolventnim preduzećima.

Smanjenje fiskalnog deficita je nužan uslov da bi se sprečio krah privrede Srbije, kao posledica krize javnog duga. **Međutim, sasvim je izvesno da mere fiskalne konsolidacije, kojima bi se smanjio fiskalni deficit i povećala efikasnost javnog sektora nisu dovoljne da bi se rešili nagomilani problemi privrede Srbije i stvorili zdravi temelji za njen rast u budućnosti.** Druga opasnost koja, u kratkom roku, pretila da ugrozi oporavak privrede, ali i da povratno pogorša stanje u javnim finansijama je rast loših kredita banaka (detaljnije u Osvrtu 4). Konkretno, privredni sistem u Srbiji još uvek ne zadovoljava neke od osnovnih principa tržišne privrede: finansijska nedisciplinovanost je široko rasprostranjena, učešće države u privrednim tokovima je preterano (veliki broj preduzeća je u državnom vlasništvu, subvencije su visoke, politika konkurencije neefikasna i dr.), administrativne barijere

za poslovanje i investicije su visoke i dr. Stoga zaustavljanje privredne krize i stvaranje uslova za rast na zdravim osnovama, osim fiskalne konsolidacije i sa njom povezane reforme javnog sektora, zahteva istovremenu primenu mera za zaustavljanje daljeg rasta loših kredita, kao i reformu privrednog sistema. Dakle, iz činjenice da štednje i fiskalna konsolidacije nisu dovoljne za zaustavljanje krize, ne sledi zaključak da treba odustati od njih nego da treba realizovati i druge mere, koje imaju podsticajan karakter za privredu. Matematički rečeno, fiskalna konsolidacija je nužan, ali ne i dovoljan uslov za zaustavljanje krize i oporavak privrede Srbije.

Predlozi reformi koje bi se mogle primeniti sa ciljem da se smanji javna potrošnja i unapredi efikasnost javnog sektora detaljno su izlagane tokom prethodnih godina u dokumentima Fiskalnog saveta, međunarodnih finansijskih institucija, Vlade Republike Srbije, istraživanjima Kvartalnog monitora i dr. Međutim, takve reforme, čak i kada nisu administrativno komplikovane niti pogodaju čak i kratkoročne interese većine građana, nisu realizovane. Odlaganje reformi javnog sektora u Srbiji je velikim delom posledica fragmentirane političke strukture, u okviru koje svaka stranka u Vladi može da blokira reforme koje su nepopularne kod njenih glasača. Jedna stranka je protiv penzijske reforme, druga protiv zamrzavanja plata, treća protiv smanjenja subvencija itd. pa kao rezultata tog izostaju reforme, za koje već godinama postoje pripremljeni planovi i strategije. U Vladi sa velikim brojem stranaka, male stranke imaju znatno veći uticaj na odluke, nego što je njihova odgovornost na izborima. U takvim okolnostima male stranke opstaju u svim Vladama, iako su rezultati njihovog rada u prošlosti bili vrlo loši. Iz prethodnog sledi da u slučaju Vlade sa velikim brojem stranaka izbori nisu dovoljno efikasni mehanizam kažnjavanja za pogrešnu politiku. Stoga je potreban, ali ne i dovoljan uslov za radikalne reforme privrede i društva, promene izbornog sistema, koji bi za rezultat imao da se Vlada, po pravilu formira od jedne ili najviše dve stranke. Jak lider stožerne stranke samo privremeno može da ublaži probleme koji nastaju zbog fragmentirane strukture Vlade. Ako bi se vladajuća većina postala manja, tada bi male stranke mogle da ucegnu u stožernu stranku, bez obzira na snagu i popularnost njenog lidera<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Istorijski je poučan primer De Gola, koji je nesporno bio jak lider, ali je uspeo da uvede red u javne finansije Francuske tek nakon što je proporcionalni izborni sistem zamenjen predsedničkim (videti Roubini i Sachs, 1989). Naravno to ne znači da u Srbiji treba da se uvede predsednički sistem, ali bi neke kombinacije proporcionalnog i većinskog sistema, koja bi smanjila broj stranaka u parlamentu i Vladi dobrodošla.

## Zaključak

Usvojeni paket poreskih zakona i mere štednje utiće na smanjenje fiskalnog deficita i usporavanje zaduživanja države. Mada će ukupan efekat najverovatnije biti za nekoliko milijardi manji od plana, on je i dalje bilansno značajan. Zbog visoke neizvesnosti, dobro je što je Vlada najavila mogućnost dodatnih ušteda tokom godine. Međutim, za uspeh fiskalne konsolidacije presudno je da se već sada pripreme mere koje će obezbediti smanjenje fiskalnog deficita u narednoj godini za najmanje 2 procentna poena BDP. Smanjenja fiskalnog deficita u ovoj i narednim godinama, najvećim delom treba da se ostvari smanjenjem državne potrošnje. Detaljna analiza javne potrošnje u Srbiji upućuje na to da su najveće uštede neophodne na rashodima za plate, penzije i državne subvencije. Uštede na javnim nabavkama, državnim garancijama kao i ukidanje nekih državnih institucija ili njihovo smanjenje treba da pomognu fiskalnu konsolidaciju, ali ne mogu da budu zamene za uštede na platama, penzijama i subvencijama. Reforme javnog sektora (obrazovanja, zdravstva, državne uprava i dr.) su neophodne ne samo da bi se obezbedile uštede nego i da bi se poboljšala njegova efikasnost.

Predložene promene u poreskom sistemu kao i program ušteda neće značajnije uticati na funkcionisanje privrede. Ključne reforme privrednog sistema kojima bi se unapredio privredni ambijent su: uspostavljanje finansijske discipline, smanjenje administrativnih procedura, smanjenje obima državne intervencije u privredi i poboljšanje njenog kvaliteta i dr. Reforme privrednog sistema treba da se nađu u prvom planu aktivnosti Vlade – privlačenje pojedinačnih investitora i rešavanje probleme pojedinih preduzeća je opravdano, ali je nižeg reda važnosti u odnosu na opšte privredne reforme. Za poboljšanje poslovanja privrede neophodna je i temeljna poreska reforma u okviru koje bi se značajno smanjilo ukupno fiskalno opterećenje rada, uz povećanje poreza na potrošnju.

Na osnovu iskustva iz prethodnih 13 godine, ali i na osnovu sličnih iskustava iz drugih zemalja, ocenjujemo da postojeći izborni sistem stvara usitnjenu strukturu parlamenta i Vlade, koja predstavlja važnu prepreku za realizaciju suštinskih reformi i donošenje konzistentnih odluka. Osim toga fragmentirane Vlade daju prednost kratkoročnim rezultatima, dok se o dugoročnim implikacijama vladinih politika malo vodi računa. Stoga promena izbornog sistema treba da doprinese poboljšanje političke stabilnosti, koja predstavlja nužan uslov za realizaciju reformi javnog sektora i privrednog sistema.

Osim fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi, neophodno je da Vlada i NBS preduzmu kratkoročne mere za poboljšanje likvidnosti privrede, kako bi se zaustavio

dalji rast loših kredita i pogoršanje finansijske pozicije privrede. Nastavak postojećih trendova može da dovede do kraha većeg broja banaka i preduzeća što bi povratno uticalo na rast javnih rashoda i javnog duga.

## Literatura:

Alesina, A., R. Perotti i J. Tavares (1998) "The Political Economy Fiscal Adjustments", *Brooking Papers on Economics Activity*, No 1. str. 197-266.

Arsić, M., N. Altiparmakov, S. Randelović, A. Bučić, D. Vasiljević i T. Levitas (2010), "Poreska reforma u Srbiji-pogled unapred", USAID I FREN, Beograd

Arsić, M., S. Randelović, D. Vasiljević i A. Bučić (2012) "Reforme poreza na imovinu u Srbiji: rezultati i perspektive", FREN i GIZ

Arvate P.R., G. Avelino i J. Tavares (2009) "Fiscal conservatism in new democracy: "Sophisticated" versus "naïve" voters", *Economics Letters* 102, str 125-127.

Fiskalni savet (2012) „Predlog mera fiskalne konsolidacije 2012-2016. godina“

Fiskalni savet (2013) "Ostvarenje budžeta, ocena mera Vlade i predlog Fiskalnog saveta za stabilizaciju javnih finansija"

Kumar, M. S., D. Leigh i A. Plekhanov (2007) "Fiscal Adjustments: Determinants and Macroeconomic consequences", *IMF Working Paper* 07/178

Roubini, N. i J. Sachs (1989) "Political and Economic Determinants of Budget Deficit in Industrial Democracies", *European Economic Review* 33, str. 903-938.

## Osvrt 2. Reforma poreza na dohodak građana u Srbiji: efikasnost i pravičnost vs. politička ekonomija

Saša Randelović<sup>1</sup>

Temeljna reforma poreza na dohodak građana se najavljuje od strane Ministarstva finansija (u Fiskalnoj strategiji, a ranije u Memorandumu o budžetu) već gotovo 10 godina. Potreba za temeljnom reformom ovog poreskog oblika proizilazi iz brojnih nedostataka postojećeg modela oporezivanja dohotka građana u Srbiji. Najznačajniji od tih nedostataka su: odsustvo horizontalne pravičnosti u oporezivanju (lica sa istim dohotkom često ne plaćaju isti iznos poreza), alokativna pristrasnost (različito se oporezuju dohoci iz različitih izvora što utiče na suboptimalnu ekonomsku alokaciju resursa), složenost (postoji osam različitih pravila oporezivanja dohodaka iz različitih izvora), postojanje znatnog prostora za izbegavanje i utaju poreza.

I pored najava, predlog izmena Zakona o porezu na dohodak građana („Zakon“), usvojen od strane Vlade na predlog Ministarstva finansija i privrede ne predstavlja temeljnu reformu sistema oporezivanja dohotka građana u Srbiji, već relativno skromnu parametarsku reformu postojećeg sistema. Najznačajnije novine, predviđene predlogom izmena ovog Zakona odnose se na:

- a) sniženje stope poreza na zarade na 10% i uređenje pitanja oporezivanja različitih inovativnih sistema nagrađivanja zaposlenih;
- b) promena mehanizma oporezivanja prihoda od samostalne delatnosti, kroz uvođenje lične zarade preduzetnika na koju se plaćaju samo doprinosi, dok se porez plaća na celokupan dohodak od samostalne delatnosti;
- c) aktiviranje poreza na dohodak od poljoprivrede, kao vrste dohotka od samostalne delatnosti;
- d) podizanje limita u pogledu godišnjeg dohotka, do kojeg je dozvoljeno paušalno oporezivanje preduzetnika, kao i eliminisanje mogućnosti da lica koja se bave profesijama u kojima se obično generišu visoki prihodi (advokati, poreski savetnici, računovođe i sl.) budu paušalno oporezovana;

Iako se ovim izmenama ne otklanjaju svi bitni nedostaci postojećeg sistema oporezivanja dohotka građana, njima se ipak otklanjaju ili ublažavaju neki od bitnih nedostataka. Tako sniženje stope poreza na zarade na 10% obezbeđuje veći stepen horizontalne pravičnosti i alokativne neutralnosti u oporezivanju dohodaka od rada, jer su i prihodi od samostalne delatnosti već oporezo-

vani po stopi od 10%. S druge strane, uticaj na ukupnu horizontalnu pravičnost u oporezivanju bi mogao biti negativan, jer je sada razlika u poreskim stopama na dohotke od rada i dohotke od kapitala povećana sa tri na pet procentnih poena. Aktiviranje poreza na prihod od poljoprivrede se ocenjuje kao ekonomski opravdan, kako u smislu horizontalne pravičnosti, tako i u pogledu efekata na aktivaciju do sada neobrađivanog poljoprivrednog zemljišta, pri čemu i dalje ostaje otvoreno pitanje potcenjenosti poreske osnovice u ovom domenu. Uvođenje koncepta lične zarade preduzetnika, kao osnovice za obračun doprinosa za socijalno osiguranje, umesto dosadašnje prakse prema kojoj su se doprinosi plaćali na ceo dohodak od samostalne delatnosti, se takođe ocenjuje kao opravdan. Naime, dohodak od samostalne delatnosti predstavlja prinos na preduzetnikov rad, kao i na uloženi kapital. S obzirom da se doprinosi po definiciji plaćaju samo na dohotke od rada, opravdano je ukupan dohodak preduzetnika razdvojiti na dohodak od rada (lična zarada preduzetnika) i dohodak od kapitala, te doprinose obračunavati samo na dohodak od rada, a porez plaćati na ukupan dohodak preduzetnika. Međutim, u tom kontekstu bi onda bilo opravdano i deo dohotka koji preduzetnik ostvaruje po osnovu uloženog kapitala (razlika između ukupnog dohotka i lične zarade preduzetnika) oporezovati kao dohodak od kapitala, po stopi od 15%.

Podizanje limita za paušalno oporezivanje preduzetnika na osam miliona dinara, se ne može oceniti kao ekonomski opravdano, i može dovesti do rizika gubitka dela poreskih prihoda države po ovom osnovu. S druge strane, predložena eliminacija mogućnosti paušalnog oporezivanja preduzetnika koji se bave pružanjem pravnih usluga (advokati), poreskog i računovodstvenog savetovanja i sl. predstavlja ispravno rešenje, budući da podaci pokazuju da je zloupotreba sistema paušalnog oporezivanja bila najčešća kod ovih kategorija obveznika (porez plaćan paušalno, na osnovicu koja je znatno manja od njihovog stvarnog prihoda). Tako je prosečan iznos paušalno utvrđenog dohotka na koji advokati plaćaju porez oko 35-40 hiljada dinara mesečno, što je u velikom broju slučajeva znatno manje od njihovog stvarnog dohotka. Stoga bi iz perspektive poreske pravičnosti bilo opravdano uvesti obavezu plaćanja poreza na stvarni prihod ovim kategorijama preduzetnika. Usvajanje amandmana u Skupštini Srbije, kojim je ovoj kategoriji obveznika ipak omogućeno da ostanu u sistemu paušalnog oporezivanja, ocenjuje se kao ekonomski neopravdano i nepravično u odnosu na druge kategorije obveznika (npr. zaposlene sa sličnim ili nižim primanjima, koji porez plaćaju na celokupan iznos svog stvarnog prihoda, dok će ove kategorije obveznika i dalje plaćati porez samo na deo svojih stvarnih prihoda).

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i FREN

Izmenama Zakona se takođe vrši preciziranje načina oporezivanja brojnih inovativnih sistema nagrađivanja zaposlenih (*stock options* planovi i sl.), kao i uređenje brojnih tehničkih pitanja vezanih za oporezivanje drugih vrsta prihoda. Na taj način se smanjuje stepen neizvesnosti, kao i potreba za traženjem mišljenja od Ministarstva finansija i privrede za tumačenje pojedinih zakonskih odredbi. Istovremeno se smanjuje i prostor za poresku arbitražu, tj. legalno izbegavanje plaćanja poreza, kroz prekvalifikaciju zarade u neki drugi vid nagrađivanja zaposlenih. Ove izmene se ocenjuju kao pozitivne i poželjne, naročito iz perspektive troškova primene poreza na dohodak građana i smanjenja rizika i neizvesnosti povezanih sa poslovanjem u Srbiji.

Iako se ovim izmenama Zakona otklanjaju ili ublažavaju neki od nedostataka sistema poreza na dohodak građana u Srbiji, procenjuje se da postoji prostor za relativno jednostavno otklanjanje još nekoliko očiglednih i bitnih nedostataka u sistemu poreza na dohodak u Srbiji. Tako je npr. postojećim Zakonom propisano da građani koji ostvaruju dohodak od davanja u zakup nepokretnosti imaju obavezu da taj dohodak prijave i na njega plate porez po efektivnoj stopi od 16%.<sup>2</sup> Međutim, u praksi najveći broj lica koja ostvaruju prihod od zakupa nepokretnosti, ovaj porez ne plaća. Prema rezultatima popisa, u Srbiji postoji oko 746 hiljada stambenih jedinica više od broja domaćinstava, dok porez na prihod od izdavanja u zakup nepokretnosti plaća oko sedam hiljada obveznika. Pri tome se značajan deo tih stambenih jedinica nalazi u velikim gradovima (npr. u Beogradu ima oko 135 hiljada stanova niše nego što je broj domaćinstava), gde je mogućnost izdavanja relativno velika. To upućuje na zaključak da je broj obveznika koji ostvaruju prihod od zakupa nepokretnosti verovatno višestruko (ili više desetina puta) veći od broja onih koji ovaj porez plaćaju, a da je stopa utaje ovog poreza vrlo visoka.<sup>3</sup> To znači da su lica koja su svoj kapital uložila u nekretnine i ostvaruju dohodak od rente, *de facto* ne plaćaju porez na taj dohodak, dok lica koja su svoj kapital uložila u banku (u formi depozita) ili u preduzeća, i ostvaruju dohodak od kamate ili dividende, plaćaju porez na taj dohodak. Stoga se zaključuje da je u uslovima visoke stope utaje poreza na dohodak od zakupa nepokretnosti, postojeći sistem oporezivanja izrazito horizontalno nepravičan.

Nacrtom izmena Zakona, koje je Ministarstvo finansija i privrede prvobitno usvojilo, bilo je predviđeno da se iz-

mene pravila za oporezivanje prihoda od zakupa nepokretnosti. Da bi se smanjio prostor za utaju ovog poreza, nacrtom izmena Zakona bilo je predviđeno da pojedinci koji imaju u vlasništvu više od jedne nekretnine, u kojoj pri tome ne stanuju, plaćaju porez na pripisani prihod od tih nekretnina. Pripisani prihod bi iznosio 3% tržišne vrednosti nekretnine, a poreska stopa bi iznosila 15% pripisanog prihoda, pri čemu bi nekretnine vrednosti do 50.000 evra bile izuzete od oporezivanja.<sup>4</sup> Porez bi se utvrđivao po rešenju Poreske uprave, koja bi svoje evidencije mogla znatno da unapredi razmenom podataka sa Katastrom nepokretnosti, Elektrodistribucijom, MUP-om i drugim institucijama, tako da bi prostor za utaju, kroz neprijavlivanje prihoda bio znatno sužen. Međutim, ubrzo nakon objavljivanja, ova odredba je izbrisana iz predloga izmena Zakona, uz obrazloženje da bi se time dodatno oporezovali oni koji nemaju odakle da plate porez. Da bi se sagledala ekonomska opravdanost uvođenja ovakvog poreza, neophodno je to ovo pitanje analizirati iz perspektive pravičnosti i ekonomske efikasnosti.

Iz načina na koji je ovaj porez bio definisan, proizilazi da bi ga plaćala lica koja imaju u vlasništvu više od jedne nepokretnosti, relativno veće vrednosti. Naime, uvođenjem oslobođenja za nepokretnosti do 50.000 evra praktično su iz skupa potencijalnih obveznika isključeni vlasnici vikendica manje vrednosti ili kuća u ruralnim i nerazvijenim područjima gde je mogućnost za njihovo izdavanje ili prodaju mala. Osim toga, lica koja su do sada prijavljivala i plaćala porez na prihod od zakupa nepokretnosti ne bi bila pogođena, jer bi oni samo nastavili da plaćaju porez na ostvareni prihod, pri čemu bi poreska stopa bila čak i niža – do sada je iznosila 16%, a nacrtom izmena Zakona je bilo predviđeno da ona iznosi 15%. To znači da bi ovaj porez *de facto* pogodio vlasnike više od jedne nekretnine, veće vrednosti, koji do sada nisu prijavljivali ni plaćali porez na prihod od zakupa nepokretnosti, što se ocenjuje kao ekonomski opravdano, naročito iz perspektive horizontalne pravičnosti. Ovakvim oporezivanjem prihoda od nepokretnosti, sve vrste prihoda od kapitala (kamate, dividende i rente) bi bile na isti način oporezovane (po stopi od 15%), a prostor za izbegavanje plaćanja poreza na rentu bi bio znat-

2 S obzirom da se drugi dohoci od kapitala oporezuju po stopi od 15%, ne postoji ekonomsko opravdanje da dohodak od vlasništva nad nepokretnostima bude oporezovan po stopi od 16%, jer se na taj način unosi alokativna pristrasnost i horizontalna neravnopravnost u oporezivanju.

3 Podaci udruženja koja se bave zaštitom prava zakupaca pokazuju da u Srbiji više stotina hiljada (procenjuje se – oko 300 hiljada) domaćinstava stanuje u iznajmljenim kućama i stanovima.

4 Dosadašnje rešenje prema kojem se oporezuje prihod od stvarno izdatih stanova je normativno posmatrano, adekvatno postavljeno. Međutim, problem se u tom pogledu javlja kod njegove primene, tako da je stopa utaje ovog poreza vrlo visoka. Stoga kao alternativa porezu na pripisani prihod od nepokretnosti ostaje mogućnost oporezivanja stvarnog prihoda, pri čemu bi Poreska uprava sistematski pratila oglašavanje stanova koji se izdaju u zakup, vršila kontrolu izdavanja tih stanova i primenjivala raspoložive kaznene mere za slučajeve u kojima se otkrije da vlasnik nekretnine nije prijavio prihod po tom osnovu. Ove poslove bi mogli da obavljaju i radnici Poreske uprave, koji nakon uvođenja elektronskih poreskih prijava budu predstavljali višak zaposlenih, budući da nije reč o složenim postupcima kontrole za koja su potrebna visoko specijalizovana znanja.



**Tabela 1. Broj domaćinstava i stambenih jedinica u Srbiji**

	Ukupno	Beograd	Vojvodina	Šumadija i Zapadna Srbija	Južna i Istočna Srbija
Domaćinstva	2,497,187	604,134	697,437	665,878	529,738
Stanovi	3,243,587	739,630	852,229	902,997	740,711
“Višak” stanova	746,400	135,496	154,792	237,119	210,973
“Višak” stanova (%)	23%	18%	18%	26%	28%

Izvor: RZS, Popis 2011.

no sužen, dok je kod kamata i dividendi on već relativno mali. Ovakvo rešenje bi bilo opravdano i iz perspektive vertikalne pravičnosti u oporezivanju. Prosečan depozit u bankama u Srbiji, prema podacima banaka iznosi oko 500 evra. Ako je kamatna stopa 4% godišnje, to znači da deponent po ovom osnovu u Srbiji u proseku ostvaruje 20 evra prihoda godišnje, koji se oporezuje po stopi od 15% (poreska obaveza iznosi 3 evra godišnje). S druge strane, ako je prosečna vrednost stana u Srbiji oko 60.000 evra, pripisani prihod od stana u kojem vlasnik ne stanuje, bi iznosio 1.800 evra, a poreska obaveza na pripisani zakup 270 evra godišnje, tj. 22,5 evra mesečno. Shodno prethodno navedenom, zaključuje se da bi ovakvim rešenjem bila smanjena mogućnost da lica sa većim dohotkom (od rente) ne budu oporezovana na taj prihod, a da lica sa manjim dohocima (od kapitala) porez na taj prihod plaćaju.

Ipak razmatrano rešenje ima i jedan nedostatak u pogledu horizontalne pravičnosti, jer se predviđa da bi lica koja poseduju više nekretnina manje vrednosti (npr. četiri stana u kojima ne stanuju, vrednosti po 50 hiljada evra) bila oslobođena, dok bi lica koje poseduje manje nekretnina veće vrednosti (npr. dva stana u kojima ne stanuje, vrednosti od po 100 hiljada evra) bilo oporezovano. Ovako različit poreski tretman lica koja suštinski imaju imovinu iste vrednosti (i potencijalno sličan pripisani prihod) bi bio distorzivan i horizontalno nepravičan. Taj nedostatak bi se mogao prevazići uzimanjem u obzir zbirne vrednosti svih nekretnina u kojima vlasnik ne stanuje, i na tu zbirnu vrednost utvrditi pripisani prihod i poresku obavezu. Za to je prethodno neophodno Poreskoj upravi obezbediti jedinstveni registar vlasnika svih nepokretnosti u Srbiji, što bi se moglo uraditi u relativno kratkom roku, ukrštanjem baza podataka različitih državnih institucija (Kartarstra, MUP-a, EPS-a, i dr.).

Kao argument protiv uvođenja ovakvog poreza, navodi se i to što bi bili oporezovani i oni stambeni objekti koji nisu izdati u zakup, a vlasnik u njima ne stanuje. Ocenjuje se da je upravo ovakvo oporezivanje poželjno iz perspektive ekonomske efikasnosti, jer se na taj način kažnjava ekonomski neracionalno ponašanje (ulagati

u nekretninu u kojoj vlasnik ne stanuje, niti je izdaje). Time se vlasnici tih nepokretnosti podstiču da kapital uložen u te nekretnine angažuju na produktivniji način. Takvo rešenje bi takođe doprinelo oživljavanju tržišta nekretnina u Srbiji i smanjenu cenu stanova, koje su u velikim gradovima znatno više nego u zemljama regiona. Takođe, oporezivanjem pripisanog prihoda od poljoprivrednog zemljišta, površine preko pet hektara, podstiče se njegova ekonomska aktivacija, budući da vlasnici takvog zemljišta do sada u Srbiji nisu imali bilo kakve direktne troškove po osnovu njegovog neobrađivanja (podsticaj aktivaciji poljoprivrednog zemljišta proizilazio je i iz odredbe da se ovaj porez ne plaća, ukoliko je zemljište privedeno nameni duže od pet godina). To znači da ovim porezom ne bi bili pogođeni poljoprivrednici koji poseduju zemljište koje obrađuju, već pre svega one koji poseduju veće površine zemljišta koje godinama ne obrađuju. S obzirom da je u najvećem broju slučajeva neobrađeno poljoprivredno zemljište u vlasništvu jednog lica površine od tri do četiri hektara, a da se ovom merom želi postaći i ukрупnjavanje poseda, opravdano bi bilo na ovaj način oporezovati svo neobrađeno poljoprivredno zemljište. Osim toga, smanjenje stope poreza na prihod od zakupa nepokretnosti sa 16% na 15% bi doprinelo unapređenju opšte ekonomske efikasnosti (smanjenje viška poreskog tereta), jer bi sada šira osnovica bila oporezovana po nižoj poreskoj stopi.

Shodno prethodno navedenom, zaključuje se da bi uvođenje ovakvog poreza na pripisani prihod od kuća, stanova i zemljišta (nije reč o porezu na imovinu, kao što se često u javnosti pominje), uz određene korekcije predloženih rešenja, bilo opravdano kako iz perspektive pravičnosti, tako i iz perspektive ekonomske efikasnosti. Takođe se zaključuje da ovaj porez ne bi pogodio siromašnije slojeve stanovništva, već one kategorije građana koji poseduju više nekretnina, relativno veće vrednosti. Zbog toga ovakav porez na pripisani prihod od nepokretnosti postoji i u brojnim evropskim državama, kao što su: Belgija, Španija, Holandija, Švajcarska, Italija, Poljska i dr. Praksa je pokazala da sistem oporezivanja na bazi prijavljenog prihoda od zakupa nepokretnosti

nije moguće efikasno primeniti, te da je stepen poreske evazije veoma visok, zbog čega bi predloženi model oporezivanja predstavljao relativno jednostavno primenljivo i efikasno rešenje. Procenjuje se da bi dodatni prihod od ovog poreza iznosio 3-4 mlrd. dinara godišnje, što ukazuje da fiskalni motiv njegovog uvođenja nije zanemariv, ali da nije primaran, već da je njegov glavni cilj afirmacija principa da sva lica treba da budu oporezovanja srazmerno svojoj ekonomskoj snazi.

Na osnovu prethodno navedenog zaključuje se predložene izmene Zakona o porezu na dohodak građana predstavljaju blago parametarsko unapređenje sistema oporezivanja dohotka u Srbiji, kojim se ipak ne otklanjaju njegovi fundamentalni nedostaci. S obzirom da temeljna reforma poreza na dohodak građana u svim zemljama predstavlja ne samo ekonomsko, već i bitno političko pitanje, neophodno je za sprovođenje takve reforme javnosti obrazložiti potrebu za njenim sprovođenjem, kao i ciljeve koji se time žele postići. Na taj način

### Osvrt 3. Činjenice o regionalnim razlikama u Srbiji

*Dejan Molnar<sup>1</sup>*

Osnovni cilj teksta je da se analizira dinamika i struktura regionalnih razlika u Srbiji tokom prethodne decenije (2001-2010), kao i da se uporedi nivo regionalnih dispariteta u Srbiji u odnosu na EU i pojedine zemlje članice. Pomenute činjenice o regionalnim razlikama u Srbiji predstavljaju najbolju i najpouzdaniju osnovu za predlaganje mera i instrumenata regionalne politike u budućnosti, sa ciljem da se razlike u razvijenosti između, ali i unutar regiona smanje. Najpre je predstavljen postojeći institucionalni okvir u Srbiji u domenu regionalizacije i regionalnog razvoja. Potom se razmatra evolucija regionalnih razlika u Srbiji tokom prethodne decenije. Ukupna regionalna nejednakost je razložena na njenu međuregionalnu, unutarregionalnu i unutar-subregionalnu komponentu sa ciljem da se ispita njena „slojevitost“. U pomenutom kontekstu, u radu se termin „region“ koristi u širem značenju i obuhvata različite nivoe teritorijalnih celina unutar nacionalne države (regione, subregione, lokalne zajednice). Na kraju, izvršeno je poređenje nivoa regionalnih razlika u Srbiji u odnosu na pojedine zemlje članice EU, sa ciljem da se predstavi pozicija Srbije u međunarodnim okvirima kada je u pitanju analizirana problematika.

bi se obezbedilo da se novim Zakonom o porezu na dohodak građana otklone svi bitni nedostaci u postojećem sistemu, uključujući i one promene koje na prvi pogled deluju nepopularno, ali koje bi iz perspektive društva kao celine bile društveno i ekonomski opravdane.

### Literatura:

– Predlog Zakona o izmenama i dopunama Zakona o porezu na dohodak građana, Ministarstvo finansija i privrede, Beograd, 2013. Dostupno na:

<http://www.mfp.gov.rs/pages/article.php?id=9302>

– KPMG Invidiual Taxation Handbook, 2012

– Internet stranica Republičkog zavoda za statistiku: <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>

– Zakon o porezu na dohodak građana (Sl. glasnik RS, br. 135/2004, 62/2006, 65/2006 - ispr., 31/2009, 44/2009, 18/2010, 50/2011, 91/2011, 93/2012, 114/2012)

#### 1. Važeći institucionalni okvir

Pitanje teritorijalne organizacije Srbije, odnosno regionalizacije zemlje dugo vremena bilo je marginalizovano, a i kada mu se pridavao određeni značaj uglavnom se to činilo na bazi netačnih činjenica i pogrešno postavljenih ciljeva. Gotovo da iznenađuje zanemarivanje ovog pitanja u ekonomskoj politici, a jednim delom i u naučnim krugovima. Stoga, verovatno, i ne treba da čudi što su preduzete mere za smanjenje regionalnih razlika tokom prethodnog perioda ostale bez značajnijih efekata, jer bez temeljnog istraživanja stvarnog stanja i trendova i posledičnog nepoznavanja problematike, njene prirode, te potencijalnih rešenja koja se mogu preduzeti, možda nije ni bilo realno očekivati pozitivnije ishode. Dosadašnja politika regionalnog razvoja dominantno se zasnivala na bržem razvoju nerazvijenih područja/opština, zatim na izrazito ekonomskoj orijentaciji, bez uvažavanja drugih značajnih aspekata razvoja (socijalnog, ekološkog, kulturnog itd.), potom na sporadičnim i nekoordiniranim aktivnostima, kao i na neadekvatnoj institucionalnoj i organizacionoj infrastrukturi.

Period tranzicije dodatno je uticao na „zaoštavanje“ regionalnih razlika u Srbiji. Isto tako, dispariteti postoje i unutar regiona, odnosno između razvijenih i nerazvijenih područja/opština. Navedeno govori u prilog činjenici da su u Srbiji prisutne višedimenzionalne i „slojevite“ regionalne neravnomernosti. Namera nam je da u ovom tekstu, na osnovu raspoloživih empirijskih podataka i statističke građe, navedenu hipotezu i potvrdimo i da, u

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.

skladu sa tim, ponudimo neka moguća rešenja za ublažavanje regionalnih dispariteta.

Danas Republika Srbija ima tri nivoa javne administracije/državne uprave: (a) centralni (republički), (b) pokrajinski i (c) lokalni (gradski/opštinski). Sadašnja teritorijalna organizacija Republike Srbije definisana je Ustavom Republike Srbije<sup>2</sup>, Zakonom o teritorijalnoj organizaciji Republike Srbije<sup>3</sup> i Uredbom o načinu vršenja poslova ministarstava i posebnih organizacija van njihovog sedišta<sup>4</sup>. Teritorijalnu strukturu Republike Srbije čine dve autonomne pokrajine - AP Vojvodina i AP Kosovo i Metohija. Zatim, u Srbiji postoji ukupno 29 upravnih okruga i 193 opštine. Od toga 23 lokalne samouprave, naravno pored grada Beograda, imaju status grada (dakle, ukupno 24). Navedeno ukazuje na to da Republika Srbija ima model tzv. asimetrične teritorijalne organizacije, gde zajedno sa dva „standardna” nivoa uprave (centralne i lokalne), koegzistira, ali samo na određenom području države, srednji nivo uprave (u obliku autonomnih pokrajina)<sup>5</sup>. Prvi strateški koraci vezani za sprovođenje nove politike regionalnog razvoja u Srbiji učinjeni su donošenjem Strategije regionalnog razvoja Republike Srbije za period 2007-2012. godine i Zakona o regionalnom razvoju (2009). Maja 2010. godine pomenuti Zakon je unekoliko promenjen. Najvažnija izmena, svakako, jeste smanjenje broja statističkih planskih regiona (NUTS 2 nivoa) sa sedam na pet<sup>6</sup>. Prilikom traganja za odgovorom na pitanje koja regionalna forma najviše odgovara Republici Srbiji, zakonski okvir je uzeo u obzir kriterijume koji se primenjuju u članicama EU. Naime, da bi se na nivou EU omogućila analiza i utvrđivanje stepena ekonomskog razvoja neke države/regiona, formulisanje i sprovođenje mera regionalne politike, te praćenje efekata preduzetih mera bilo je potrebno napraviti sistem statističkih regiona<sup>7</sup>. U statističkom uredu Evropske unije (Eurostat) kreirana je zajednička/jedinstvena klasifikacija subnacionalnih

teritorijalnih jedinica – NUTS<sup>8</sup>. U pitanju su tzv. statistički region, koji ne moraju da budu ujedno i postojeće administrativne jedinice unutar nacionalnih država. U praksi, ipak, granice statističkih regiona vrlo često se „poklapaju” sa postojećim administrativnim podelama nacionalnih teritorija. Dakle, NUTS standardizacija ima administrativno-statističku, a ne političku prirodu, jer je eventualna politička regionalizacija države unutrašnja i diskreciona stvar svake države pojedinačno. Teritorijalno uređenje svake države zavisi od njenog Ustava i predstavlja unutrašnje državno pitanje, tako da EU ne nameće konkretan model teritorijalnog uređenja zemalja. Naprotiv, među zemljama članicama postoje različita uređenja. Primera radi, Francuska, Irska, Danska i Holandija su unitarne, dok ima zemalja koje neguju dugu istoriju federalnog uređenja, poput Belgija, Nemačke, Austrije i Italije. Isto tako, određene članice su relativno skoro otpočele procese regionalizacije (Slovenija, Češka, Slovačka). Kreiranje i klasifikacija pomenutih statističkih regiona vrši se prema metodologiji koja je propisana Uredbom Evropske Zajednice<sup>9</sup>.

Podela države na regione i oblasti važan je instrument za uravnotežen regionalni razvoj Republike Srbije. Regionalizacija bi trebalo da obezbedi sistem interesnog organizovanja teritorije na nivou regiona i okruga (po principu *odozdo na gore*), što bi sa svoje strane trebalo da vodi ka efikasnijem i pravičnijem raspolaganju resursima i sredstvima. Region, oblasti i lokalne zajednice, mogu da, bolje od centralnog nivoa vlasti, definišu i ostvaruju svoje razvojne ciljeve, da prepoznaju potrebe građana i brže i efikasnije rešavaju probleme. Istovremeno, na taj način stiču se uslovi za jasnije i efikasnije definisanje projekata kojima region, uz ravnopravnu saradnju sa oblastima i opštinama, mogu da konkurišu za sredstva kod nacionalnih i međunarodnih razvojnih programa. Pomenimo na ovom mestu da regionalizacija, kao oblik decentralizacije, može imati i svojih slabosti. Negativne posledice se najčešće javljaju kada se prilikom procesa regionalizacije i decentralizacije ne uvažavaju u dovoljnoj meri ekonomski kriterijumi. Ekonomski razlozi za regionalizaciju ogledaju se u povećavanju efikasnosti upotrebe javnih resursa/sredstava i većoj spremnosti građana da plaćaju za usluge koje odgovaraju njihovim ličnim preferencijama i potrebama. Međutim, postoje i kritike koje se upućuju na račun ekonomskih razlo-

2 Ustav Republike Srbije „Službeni glasnik RS”, broj 83/06.

3 Zakon o teritorijalnoj organizaciji Republike Srbije, „Službeni glasnik RS”, br. 129/07.

4 Uredba o načinu vršenja poslova ministarstava i posebnih organizacija van njihovog sedišta, „Službeni glasnik RS”, br. 3/92, 36/92, 52/92 - odluka USRS, 60/93 i 5/95).

5 Na ovom mestu treba ukazati da ni na nivou pokrajina ne postoji ni približna jednakost u pogledu njihove institucionalne uređenosti, položaja, pa ni ingerencija. Severna pokrajina (AP Vojvodina) ima usvojen sopstveni Statut, što doprinosi dodatnoj asimetričnosti kako u odnosu na druga područja nacionalne teritorije koja nisu konstituisane u pokrajine, tako i u odnosu na južnu pokrajinu (AP Kosovo i Metohiju). Sa druge strane, poznati su problemi u vezi sa statusom Kosova i Metohije, te je bespredmetno upoređivati status južne pokrajine sa ostalim delovima teritorije Republike Srbije.

6 Na osnovu odredaba iz Zakona o izmenama i dopunama zakona o regionalnom razvoju („Službeni glasnik RS”, br. 30/2010).

7 G. Arbia, L. de Dominicis and G. Piras, „Regional Growth and Regional Inequality in EU and Transition Countries: A Spatial Econometric Approach”, European Regional Science Association in its series ERSA conference papers 05, 2005, str. 3-4.

8 Akronim NUTS ima svoje korene u francuskom jeziku – Nomenclature of Territorial Units for Statistics, (fra. - *Nomenclature des unités territoriales statistiques*). Odgovarajući prevod na našem jeziku mogao bi da bude Nomenklatura teritorijalnih jedinica za statistiku – NTJS. Podela teritorija nacionalnih država po NUTS metodologiji postoji samo u Evropskoj uniji.

9 Nomenklatura je usvojena 15. jula 1988. godine od strane Veća EEZ, dokumentom *Regulativa Veća* broj 2052/88. Forma NUTS-a je promenjena 26. maja 2003. godine amandmanom broj 1059/2003, kojim se osniva Zajednička klasifikacija teritorijalnih jedinica za statistiku. Vidi: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:154:0001:0041:EN:PDF> (uvid u stranicu: 17.04.2013.).

**Tabela 1. Aktualna regionalizacija Republike Srbije prema NUTS metodologiji**

NUTS 1	NUTS 2 (regioni)	NUTS 3 (subregioni)	LAU (lokalni nivo/lokalne samouprave)
Srbija - sever	Region Vojvodine	<b>7 oblasti (administrativnih okruga):</b> Severnobačka oblast, Zapadnobačka oblast, Severnobanatska oblast, Srednjebanatska oblast, Južnobanatska oblast, Južnobačka oblast i Sremska oblast	6 gradova i 39 opština (ukupno 45 lokalnih samouprava)
	Region Beograda	Beogradska oblast	Grad Beograd sa svojih 17 gradskih opština
Srbija - jug	Region Šumadije i Zapadne Srbije	<b>8 oblasti (administrativnih okruga):</b> Zlatiborska oblast, Kolubarska oblast, Mačvanska oblast, Moravička oblast, Pomoravska oblast, Rasinska oblast, Raška oblast, Šumadijska oblast	10 gradova i 42 opštine
	Region Južne i Istočne Srbije	<b>9 oblasti (administrativnih okruga):</b> Borska oblast, Braničevska oblast, Zaječarska oblast, Jablanička oblast, Nišavska oblast, Pirotka oblast, Podunavska oblast, Pčnjijska oblast, Toplička oblast	6 gradova i 41 opština
	Region Kosova i Metohije	<b>5 oblasti (administrativnih okruga):</b> Kosovska oblast, Pečka oblast, Prizrenska oblast, Kosovskomitrovačka oblast, Kosovskopomoravska oblast	1 grad i 28 opština

Prema: Zakon o izmenama i dopunama zakona o regionalnom razvoju („Službeni glasnik RS”, br. 30/2010), Zakon o teritorijalnoj organizaciji Republike Srbije (2007.) i Uredba o nomenklaturi statističkih teritorijalnih jedinica („Službeni glasnik RS”, br. 109/2009 i 46/2010).

ga regionalizacije. Potencijalni negativni efekti regionalizacije su niža efikasnost novonastalih javnih tela i organizacija na regionalnom nivou, nemogućnosti za ostvarivanje efekata ekonomije obima u procesu obezbeđivanja javnih dobara i usluga unutar manjih teritorijalnih celina, negativni eksterni efekti koji se javljaju u slučaju kada se efekti javne politike „prelivaju“ iz jedne u drugu lokalnu zajednicu, povećanje troškova javne administracije usled dodatne birokratizacije (upravni, skupštinski i izvršni organi na regionalnom nivou), kao i širenje korupcije i nepotizma i dr. Kao specifičnu slabost/nedostatak u tranzicionim zemljama i u zemljama u razvoju treba istaći niske administrativne kapacitete koji postaju još skromniji kada se dele na više nivoa državne uprave (decentralizacija). Sve navedene opasnosti potiču od činjenice da nove i „mlade“ institucije na regionalnom nivou zahtevaju određeni vremenski period koji im je potreban za učenje, uhodavanje i stabilizaciju. Ukoliko se nove institucije ne stabilizuju, efekat regionalizacije biće povećanje javnih rashoda, budžetskog deficita i javnog duga.

Istaknimo i činjenicu da u Srbiji danas postoji izrazito **asimetrična regionalizacija**. Samo dva regiona u Srbiji (region Vojvodine i region Beograda) imaju sopstvene institucionalne kapacitete, što im dozvoljava izvestan nivo slobode prilikom kreiranja različitih politika. Institucionalni položaj Vojvodine i formirane organizacije u njoj sugerišu da se u severnoj pokrajini u potpunosti razumeju njeni uloga i značaj u postupku kreiranja politike regionalnog razvoja (region je nedavno osnovao

sopstvenu Agenciju za ravnomerni regionalni razvoj<sup>10</sup>). Region Beograda za sada nema posebnu instituciju sa takvim nadležnostima (mada je u planu njeno osnivanje). Zakon o regionalnom razvoju<sup>11</sup> prepušta planiranje regionalnog razvoja vlastima u dva severna regiona, odnosno u Vojvodini i u Beogradu (regionima koji pripadaju NUTS 1 nivou Srbija - sever), dok su za regione koji pripadaju NUTS 1 nivou Srbija – jug (Šumadija i Zapadna Srbija, Južna i Istočna Srbija, Kosovo i Metohija) osnovane regionalne radne grupe od strane ministarstva nadležnog za regionalni razvoj, kako bi se, delimično, nadomestio nedostatak institucija nadležnih za upravljanje procesom planiranja regionalnog razvoja na južnom području.

## 2. Regionalne razlike u Srbiji i njihova evolucija u periodu 2001-2010.

Fenomen regionalne nejednakosti prisutan je u većini zemalja i odslikava odnose koji postoje između razvijenih i nerazvijenih područja unutar pojedinačnih zemalja. U tom pogledu Republika Srbija nije izuzetak. Bitna karakteristika jeste da se regionalna neravnomernost, a posebno status nerazvijenih područja, nije bitnije

10 Primećujemo da je u pitanju svojevrsno „dupliranje“ institucija, budući da je nejasno koje će nadležnosti imati ova institucija, osim onih već propisanih aktima koji definišu rad Nacionalne agencije za regionalni razvoj (NARR).

11 Podaci o institucijama i telima izneti su na osnovu odredaba Zakona o regionalnom razvoju (2009, 2010).

promenio na bolje tokom proteklih decenija<sup>12</sup>. Razlike u dostignutom stepenu privrednog razvoja mogu se meriti pomoću nekoliko pokazatelja. Na osnovu određenog skupa pokazatelja, moguće je steći utisak o razmerama i uzrocima regionalnih dispariteta. Shodno tome, kreatori ekonomske (i regionalne) politike mogu donositi i sprovesti neophodne mere koje za efekat treba da imaju podsticanje razvoja u manje razvijenim regionima, te smanjenje nivoa regionalnih dispariteta u zemlji. Da bi bile efikasne, mere se moraju zasnivati na preciznim i što je moguće tačnijim rezultatima sprovedenih analiza. Svrishodnost mera regionalne politike u velikoj meri zavisi od kvaliteta i pouzdanosti regionalnih podataka kojima se raspolaze prilikom sprovođenja regionalnih istraživanja. U mnogim zemljama ne postoje pouzdani statistički podaci u vezi sa stanjem i razvojem uži teritorijalnih područja (regiona, oblasti, gradova). Posledica toga jeste da je kreatorima ekonomske politike vrlo teško da steknu pravu i jasnu sliku o prirodi i dubini regionalnih problema u zemlji, te da kreiraju efikasne i delotvorne mere, instrumente i politike za prevazilaženje postojećeg stanja. U Evropskoj uniji su pokazatelji regionalnih dispariteta već duže vreme osnov za kreiranje politike regionalnog razvoja. Tokom poslednjih nekoliko godina i u Srbiji se pažnja, ponovo, posle jednog dužeg vremenskog perioda u kojem je bilo pristuno zanemari vanje ove oblasti, usmerava na regionalna pitanja i probleme. Na osnovu raspoložive statističke građe, izvršili smo analizu evolucije i strukture regionalnih dispariteta u Srbiji tokom prethodne decenije (2001-2010. godina).

Varijabla (pokazatelj) za koju je bilo moguće prikupiti podatke na nižim nivoima teritorijalne agregacije ispod nacionalnog (pre svega na nivou subregiona/oblasti i gradova/opština) jeste bruto dodata vrednost<sup>13</sup>. Dakle, za period od 2001. do 2010. godine formirane su vremenske serije o bruto dodatoj vrednosti za nivo pojedinačnih lokalnih samouprava - gradova i opština (nivo LAU – *local administrative units*), oblasti - administrativnih okruga (nivo NUTS 3), regiona (NUTS 2), za

12 U Srbiji postoje tzv. tradicionalno nerazvijena područja. U pitanju su opštine koje decenijama unazad imaju status nerazvijenih i ne raspolazu infrastrukturnim, ekonomskim, niti kadrovskim potencijalima koji bi im omogućili izlazak na putanju razvoja. Pomenuta nerazvijena područja još od 1970-ih jesu tridesetak opština (pre svega onih na jugu zemlje), kojima se poslednjih godina „pridružilo“ još 15-ak opština, tako da danas 40-45 opština ima klasične karakteristike nerazvijenosti. Detaljnije o ovome videti u: Prostorni plan Republike Srbije od 2010. godine do 2020. godine, Ministarstvo za prostorno planiranje i zaštitu životne sredine, Beograd, novembar 2010, str. 66, a za detaljnu klasifikaciju opština koje pripadaju nerazvijenom području pogledati: Vlada Republike Srbije, Strategija regionalnog razvoja Republike Srbije 2007-2012, Beograd, 2007, str. 89-91.

13 Ova varijabla predstavlja zamenu za BDP jer na subnacionalnom nivou ne postoje podaci o BDP. Bruto dodata vrednost (BDV) se računski dobija oduzimanjem celokupne međufazne potrošnje od vrednosti proizvodnje. U obračun BDV uključuju se subvencije koje proizvođač dobija od strane države, ali ne i porezi koje „prevaljuje“ na potrošače proizvedenih dobara i usluga.

dva područja NUTS 1 nivoa (Srbija-sever i Srbija-jug), i konačno za Republiku Srbiju kao celinu (nacionalni nivo). Na osnovu pomenutih podataka i na bazi podataka o broju stanovnika, po godinama i po gradovima i opštinama, posredno je izračunata bruto dodata vrednost po stanovniku, za sve pomenute teritorijalne nivoe, tokom desetogodišnjeg razdoblja (2001-2010. godina).

Ukoliko se tokom vremena distribucija dohotka (u našem slučaju BDV) *per capita* po jedinicama posmatranja (regionima, subregionima, opštinama) sužava, može se doneti zaključak da postoji regionalna konvergencija, dok je u obrnutom slučaju prisutna regionalna divergencija. Za potrebe naše empirijske analize izračunavali smo Theil-ov indeks nejednakosti ponderisan brojem stanovnika za svaku godinu tokom perioda 2001-2010. godina. Pomenuti pokazatelj nejednakosti računali smo: (a) za nacionalni nivo, (b) pojedinačno za svaki od četiri NUTS 2 regiona i (c) pojedinačno za svaki od dvadeset i pet NUTS 3 subregiona<sup>14</sup>. U slučaju kada se posmatra cela nacionalna ekonomija Srbije, ukupnu nejednakost izračunali smo na tri načina: *prvo*, kada se kao osnovne jedinice posmatranja koriste regioni, *drugo* kada se kao osnovna teritorijalna celina posmatra subregion i *treće* kada se kao osnovna jedinica posmatranja koristi nivo lokalne samouprave (grad/opština). Izračunati Theil-ov indeks regionalne nejednakosti BDV po stanovniku u svakoj godini posmatranja razložen je na<sup>15</sup>:

- 2 dela: međuregionalnu i unutarregionalnu komponentu (u slučaju da je osnovna teritorijalna jedinica posmatranja okrug/oblast NUTS 3) i
- 3 dela: međuregionalnu, unutarregionalnu i međuopštinsku/unutarsubregionalnu komponentu (u slučaju da je osnovna teritorijalna jedinica posmatranja LAU – local administrative unit).

Kada je vrednost Theil indeksa nula postoji potpuna jednakost između posmatranih teritorijalnih celina. Što je vrednost pokazatelja veća od nule, veća je i nejednakost. Ako se vrednost Theil indeksa smanjuje tokom vremena, zaključak je da postoji konvergencija (smanjenje regionalnih razlika), i obrnuto divergencija (povećavanje regionalnih dispariteta).

Praćenjem dinamike pomenutih vrsta regionalnih nejednakosti, tačnije strukture i „slojevitosti“ ukupne regionalne nejednakosti i njene promene tokom vremena, bićemo u prilici da ukažemo na to na kom nivou se kreira najveći deo ukupne regionalne nejednakosti, te da

14 Iz analize su izuzeti okruzi/oblasti na području Kosova i Metohije, jer za njih nemamo raspoložive podatke.

15 O metodologiji za izračunavanje i razlaganje Theil-ovog indeksa detaljnije videti: T. Akita, „Decomposing regional income inequality in China and Indonesia using two-stage nested Theil decomposition method“, *The Annals of Regional Science* 37, 2003.

u skladu sa tim pružimo moguće smernice i preporuke za vođenje regionalne politike (mere i instrumente) u narednom periodu.

U Tabeli 2. prikazana je dinamika i „slojevitost” regionalne distribucije bruto dodate vrednosti po glavi stanovnika tokom razdoblja od 2001. do 2010. godine. Tabela ima tri segmenta. U prvom segmentu predstavljena je ukupna teritorijalna nejednakost koja postoji unutar Srbije, i to za sva tri moguća slučaja (osnovna teritorijalna jedinica posmatranja: NUTS 2, NUTS 3 i LAU nivo). U drugom segmentu tabele, ukupna regionalna nejednakost (izračunata u slučaju kada je osnovna teritorijalna jedinica posmatranja subregion - NUTS 3 nivo), podeljena je na dve komponente: nejednakost između (*between*) i unutar (*within*) regiona. U trećem segmentu Tabele, ukupna regionalna nejednakost (izračunata u slučaju kada je osnovna teritorijalna jedinica posmatranja grad/opština - LAU nivo), podeljena je na tri komponente: između regiona, unutar regiona i unutar subregiona. Na opisani način u prilici smo da pratimo: (a) strukturu (slojevitost) ukupne regionalne nejednakosti i (b) dinamiku (evoluciju) regionalnih nejednakosti tokom posmatranog perioda.

**Dinamika regionalnih dispariteta** u BDV po stanovniku u Srbiji tokom desetogodišnjeg perioda (2001-2010) nedvosmisleno ukazuje na širenje regionalnih razlika. Vrednost Theil-ovog indeksa nejednakosti čiju smo dinamiku pratili, značajno se povećala: mereno na nivou NUTS 2 ukupno za 296,04%, na nivou NUTS 3 ukupno za 288,38%, i na nivou LAU ukupno za 157,24%. Kada je u pitanju **struktura regionalnih nejednakosti** u BDV *per capita* u R. Srbiji (2001-2010.), naši nalazi sugerišu sledeće zaključke (videti Tabelu 2). Ukoliko ukupnu regionalnu nejednakost dekomponujemo na međuregionalnu i unutarregionalnu komponentu (drugi segment prethodne tabele), uočićemo da se najveći deo ukupne regionalne nejednakosti u svim posmatranim godinama (preko 3/4) generiše na nivou između

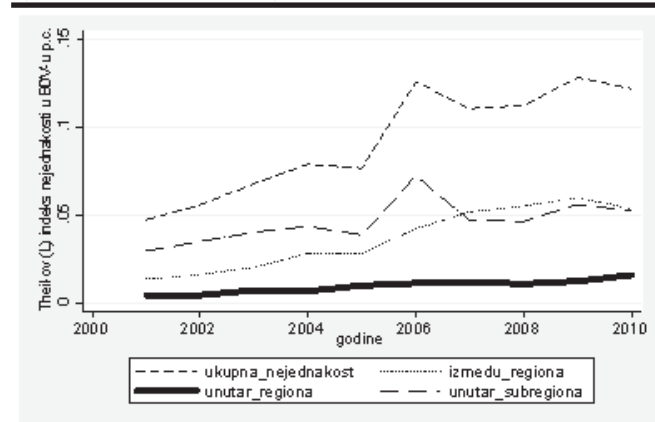
regiona, dok doprinos unutarregionalne komponente iznosi nešto manje od 25%. Struktura ovako posmatrane regionalne nejednakosti u Srbiji bila je nepromenjena tokom celokupnog posmatranog perioda. Porast međuregionalne komponente (296,04%) bio je skoro isti kao i u slučaju unutarregionalne komponente (264,45%). Kao rezultat toga, od ukupnog povećanja regionalnih nejednakosti od 0,0515 poena indeksa, 77,77% duguje se povećanju međuregionalnih nejednakosti, a 22,23% povećanju unutarregionalnih nejednakosti. Kada se ukupna regionalna nejednakost dekomponuje na tri nivoa (treći segment Tabele 2), onda je slojevitost dispariteta sledeća. Najveći doprinos ukupnoj nejednakosti daje onaj deo nejednakosti u BDV po stanovniku koji postoji između opština (unutar pojedinačnih okruga). Do 2006. godine pomenuta komponenta dominira, a nakon 2006. godine, pa do 2010. njen doprinos izjednačen je sa doprinosom međuregionalne komponente. Unutarregionalna komponenta ima najmanji uticaj – njen doprinos iznosi oko 10%. Od ukupnog apsolutnog porasta pokazatelja regionalne nejednakosti tokom posmatranog perioda, 54% nastalo je kao rezultat povećanja dispariteta između regiona, 15% usled povećanja razlika unutar regiona i 31% jeste rezultat porasta nejednakosti unutar pojedinačnih subregiona (okruga). Opisane tendencije i slojevitost regionalnih nejednakosti predstavili smo i grafički (videti Grafik 1).

Dalje traganje za odgovorom na pitanje o slojevitosti teritorijalnih dispariteta navelo nas je da na isti način ispitamo njihov stepen i dinamiku unutar pojedinačnih subregiona. U Tabeli 3. predstavljene su nejednakosti u BDV *per capita* koje postoje između opština unutar svakog pojedinačnog regiona. Može uočiti da je u čak 18 od ukupno 25 subregiona zabeleženo širenje dispariteta. Kada je u pitanju intenzitet evolucije distribucije, uočljivo je da u slučajevima gde su se teritorijalni dispariteti povećavali to je bilo daleko „snažnije”, nego u slučajevima gde se distribucija BDV po stanovniku „skupljala” (pogledati podatke o kumulativnim stopama

**Tabela 2. Struktura (slojevitost) regionalne nejednakosti u Srbiji, 2001-2010.**

godina	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>ukupna nejednakost</b>										
nivo regiona (NUTS2)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
nivo subregiona (NUTS3)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
nivo gradova opština (LAU)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>razlaganje nejednakosti (NUTS3)</b>										
između regiona	75,76%	77,91%	73,71%	80,36%	74,23%	78,89%	81,11%	83,63%	82,90%	77,25%
unutar regiona	24,24%	22,09%	26,29%	19,64%	25,77%	21,11%	18,89%	16,37%	17,10%	22,75%
<b>razlaganje nejednakosti (LAU)</b>										
između regiona	28,56%	28,93%	30,01%	35,89%	36,84%	33,57%	46,78%	49,05%	46,68%	43,97%
unutar regiona (između subregiona)	9,14%	8,20%	10,70%	8,77%	12,79%	8,98%	10,90%	9,60%	9,63%	12,95%
unutar subregiona (između opština)	62,30%	62,87%	59,29%	55,34%	50,37%	57,45%	42,32%	41,35%	43,69%	43,09%

Izvor: Proračun autora na bazi podataka RZS.

**Grafik 1. Dinamika ukupne regionalne nejednakosti i njene strukture u Srbiji (2001-2010)**

Izvor: Prikaz autora.

rasta indeksa nejednakosti u poslednoj koloni Tabele 3.). Najizraženije „širenje” dispariteta zabeleženo je u subregionima koji pripadaju regionu Južne i Istočne Srbije, što ukazuje na ogromno raslojavanje između opština u tom delu zemlje: u čak 4 od 9 subregiona teritorijalni dispariteti su se povećali za više od 10 puta (Borska, Braničevska, Podunavska i Toplička oblast). Primetno je da je i unutar drugih subregiona došlo do značajnog raslojavanja između razvijenijih gradova i „zaleđa”. Vrlo

oštro povećanje razlika unutar subregiona signalizira kreatorima ekonomske (i regionalne) politike da je lokalni nivo vrlo važan segment, koji ne bi smeo da bude zanemaren u narednom periodu<sup>16</sup>.

Podela ukupne nejednakosti na međuregionalnu i unutarregionalnu veoma je važna sa stanovništa vođenja adekvatne regionalne politike. Mere i politike regionalnog razvoja se razlikuju u zavisnosti od toga da li je prioritet smanjenje unutarregionalnih razlika ili suzbijanje međuregionalnih dispariteta. Dakle, za vođenje efikasne regionalne politike (u smislu adekvatnosti mera, njihovih troškova i koristi itd.), prvi korak trebalo bi da bude detaljnije sagledavanje i istraživanje strukture i trendova regionalnih dispariteta. Međutim, i ovde treba postupiti krajnje obazrivo. Primera radi, ukoliko analiza teritorijalnih nejednakosti ukaže na to da najveći doprinos ukupnoj nejednakosti daje onaj deo koji postoji unutar pojedinačnih regiona, opet je nužno da se sagleda „dubina” razlika između lokalnih zajednica/subregiona unutar regiona. Pre nego što se preduzmu konkretne mere za smanjenje unutarregionalnih razlika, korisno je da se utvrdi koliko je subregiona/lokalnih zajednica koje odstupaju od regionalnog proseka. Može se dogoditi da je veliki broj onih teritorijalnih jedinica koje su na nivou regionalnog proseka, a mali broj onih

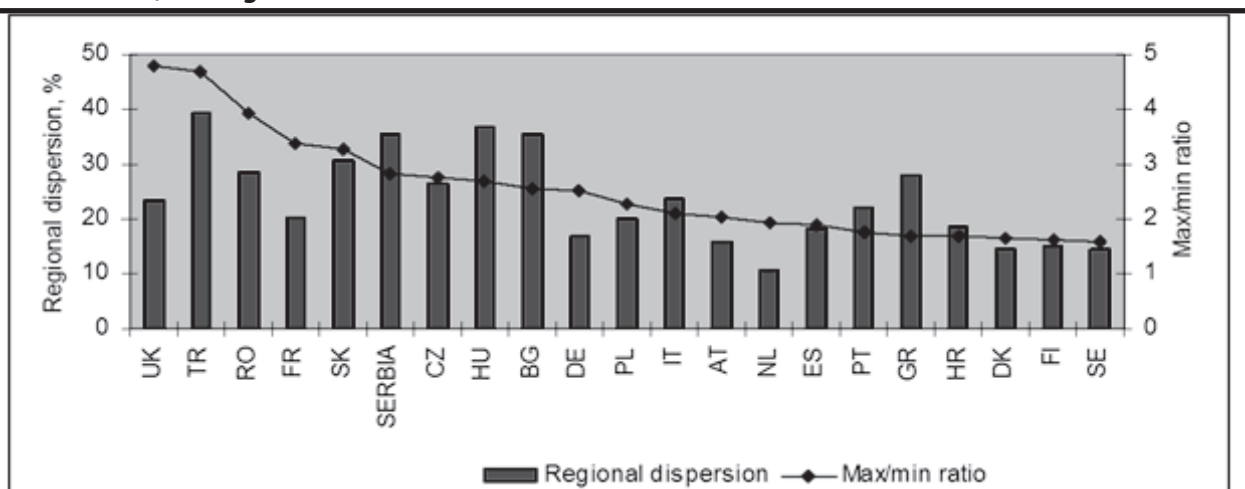
**Tabela 3. Dinamika nejednakosti unutar subregiona u Srbiji**

Godina	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	Apsolutna promena L 2001-2010.
<b>NUTS3</b>											
<b>Beogradska oblast</b>	0,0788	0,0984	0,0988	0,1107	0,0860	0,2372	0,1245	0,1220	0,1283	0,1235	<b>0,0447</b>
<b>Zapadnobačka oblast</b>	0,0263	0,0338	0,0506	0,0340	0,0051	0,0146	0,0153	0,0166	0,0336	0,0261	<b>-0,0002</b>
<b>Južnobanatska oblast</b>	0,0176	0,0314	0,0819	0,0482	0,0257	0,0144	0,0271	0,0347	0,0350	0,0268	<b>0,0092</b>
<b>Južnobačka oblast</b>	0,0105	0,0125	0,0279	0,0248	0,0343	0,0398	0,0441	0,0327	0,0415	0,0505	<b>0,0401</b>
<b>Severnobanatska oblast</b>	0,0106	0,0060	0,0087	0,0119	0,0129	0,0061	0,0084	0,0138	0,0102	0,0312	<b>0,0206</b>
<b>Severnobačka oblast</b>	0,0041	0,0058	0,0126	0,0099	0,0109	0,0062	0,0078	0,0064	0,0082	0,0045	<b>0,0004</b>
<b>Srednjobanatska oblast</b>	0,0012	0,0036	0,0072	0,0101	0,0072	0,0004	0,0014	0,0049	0,0024	0,0043	<b>0,0031</b>
<b>Sremska oblast</b>	0,0055	0,0145	0,0024	0,0042	0,0051	0,0024	0,0057	0,0070	0,0073	0,0063	<b>0,0007</b>
<b>Zlatiborska oblast</b>	0,0343	0,0326	0,0303	0,0369	0,0423	0,0583	0,0616	0,0689	0,0741	0,0744	<b>0,0401</b>
<b>Kolubarska oblast</b>	0,0009	0,0046	0,0045	0,0042	0,0058	0,0071	0,0058	0,0087	0,0094	0,0083	<b>0,0074</b>
<b>Mačvanska oblast</b>	0,0094	0,0083	0,0096	0,0305	0,0467	0,0389	0,0150	0,0171	0,0161	0,0190	<b>0,0095</b>
<b>Moravička oblast</b>	0,0024	0,0006	0,0035	0,0069	0,0072	0,0060	0,0043	0,0021	0,0086	0,0076	<b>0,0052</b>
<b>Pomoravska oblast</b>	0,0091	0,0063	0,0086	0,0057	0,0050	0,0052	0,0107	0,0107	0,0135	0,0132	<b>0,0040</b>
<b>Rasinska oblast</b>	0,0181	0,0076	0,0113	0,0106	0,0097	0,0052	0,0085	0,0081	0,0089	0,0113	<b>-0,0068</b>
<b>Raška oblast</b>	0,0476	0,0270	0,0280	0,0333	0,0283	0,0512	0,0484	0,0584	0,0618	0,0555	<b>0,0079</b>
<b>Šumadijska oblast</b>	0,0164	0,0155	0,0137	0,0082	0,0045	0,0034	0,0044	0,0036	0,0032	0,0049	<b>-0,0115</b>
<b>Borska oblast</b>	0,0030	0,0336	0,0802	0,1006	0,0090	0,0281	0,0351	0,0619	0,0966	0,0321	<b>0,0291</b>
<b>Braničevska oblast</b>	0,0059	0,0434	0,0504	0,0546	0,0505	0,0545	0,0639	0,0590	0,0828	0,0724	<b>0,0665</b>
<b>Zaječarska oblast</b>	0,0089	0,0062	0,0050	0,0024	0,0035	0,0032	0,0023	0,0006	0,0005	0,0013	<b>-0,0075</b>
<b>Jablanička oblast</b>	0,0115	0,0083	0,0145	0,0175	0,0177	0,0163	0,0095	0,0094	0,0100	0,0063	<b>-0,0051</b>
<b>Nišavska oblast</b>	0,0215	0,0353	0,0324	0,0449	0,0489	0,0308	0,0283	0,0178	0,0192	0,0115	<b>-0,0100</b>
<b>Pirotska oblast</b>	0,0274	0,0206	0,0313	0,0281	0,0224	0,0329	0,0502	0,0422	0,0614	0,0713	<b>0,0439</b>
<b>Podunavska oblast</b>	0,0006	0,0001	0,0007	0,0003	0,0139	0,0289	0,0208	0,0147	0,0583	0,0166	<b>0,0160</b>
<b>Pčinjska oblast</b>	0,0789	0,0574	0,0551	0,0699	0,0926	0,0757	0,0699	0,0710	0,0701	0,0689	<b>-0,0100</b>
<b>Toplička oblast</b>	0,0009	0,0024	0,0025	0,0057	0,0084	0,0057	0,0082	0,0081	0,0066	0,0098	<b>0,0089</b>

Izvor: Proračun autora na bazi podataka RZS.

16 O značaju koji lokalni ekonomski razvoj ima u eri globalizacije videti u: D. Molnar, *Lokalni ekonomski razvoj: teorija, analiza, praksa*, NIP Zrenjanin a.d. i Banat-info, Zrenjanin, 2011.

**Grafik 2: Regionalne varijacije GDP-a po stanovniku u pojedinim zemljama EU i državama kandidatima, 2009. godina\***



Izvor: Manić, E., S. Popović, D. Molnar, "Regional Disparities and Regional Development: The Case of Serbia", *Mitteilungen der Österreichischen Geographischen Gesellschaft*, Vol. 154/2012, pp. 191-211.

\*Osnovna teritorijalna jedinica posmatranja su regioni NUTS 2 nivoa.

koje značajno odstupaju od njega. Dakle, nasumično sprovođenje mera i trošenje sredstava nije preporučljivo bez detaljnije analize, jer je svrshodnost preduzetih/planiranih mera (korisnost po utrošenoj novčanoj jedinici) tada neizvesna.

### 3. Poređenje regionalnih razlika u Srbiji i zemljama EU

U poređenju sa evropskim zemljama Srbija značajno zaostaje na planu društveno-ekonomskog razvoja. U evropskom kontekstu Srbija se može odrediti kao zemlja srednje veličine prema površini teritorije i broju stanovnika. Ipak, kada se kao kriterijum za poređenje odredi veličina ekonomije, tada se naša zemlja svrstava u male zemlje (sa vrednošću GDP-a na nivou od oko 0,3% od vrednosti GDP-a kreiranog u EU 27, Srbija bi zauzimala 23. mesto u poređenju sa zemljama članicama)<sup>17</sup>.

Analizirajući regionalne razlike u nivou GDP-a po stanovniku unutar pojedinačnih zemalja (između regiona NUTS 2 nivoa), mogu se izvesti određeni zaključci o tome koliko su izraženi regionalni dispariteti u Srbiji u odnosu na one koji postoje u drugim državama. Rezultati su predstavljeni na Grafiku 2. Za poređenje su korišćena dva pokazatelja: regionalna disperzija GDP-a p.c. (*regional dispersion*) i max/min racio GDP-a p.c. Disperzija regionalnog GDP-a definisana je kao suma apsolutnih razlika između vrednosti GDP-a *per capita* na nacionalnom nivou i vrednosti GDP-a *per capita* svakog pojedinačnog regiona u posmatranoj zemlji. Vred-

nost pokazatelja je nula ukoliko su vrednosti GDP-a p.c. u svim regionima ekvivalentni sa vrednošću GDP-a p.c. države kao celine (u tom slučaju nema regionalnih nejednakosti). „Max/min ratio“ predstavlja odnos (količnik) između vrednosti GDP-a p.c. u najrazvijenijem regionu (koji ima najveći GDP p.c.) i vrednosti GDP-a p.c. u najnerazvijenijem regionu (koji ima najniži GDP p.c.) unutar posmatrane zemlje. Što je vrednost količnika veća, regionalna nejednakost u zemlji je veća i obrnuto.

Prema pokazatelju „regionalna disperzija“ Srbija je veoma loše pozicionirana – zauzima treće mesto, odmah nakon Mađarske i Bugarske. Situacija je nešto „povoljnija“ prema pokazatelju „max/min ratio“ – Srbija je rangirana kao šesta, nakon Velike Britanije, Turske, Rumunije, Francuske i Slovačke (radi direktnog poređenja pogledati Grafik 2). Na ovom mestu ističemo sledeću, prema našem mišljenju, veoma važnu činjenicu. U odnosu na države sa kojima se Srbija poredi i koje su „lošije“ rangirane, naša zemlja ima samo 4 regiona između kojih je merena regionalna nejednakost (za peti region Kosova i Metohije ne postoje raspoloživi podaci o ostvarenom GDP-u p.c.), dok uporedive zemlje imaju više regiona. Imajući u vidu da regionalni dispariteti, po pravilu, rastu sa porastom broja regiona, pretpostavka je da bi uporediv broj regiona dao još lošiju poziciju Srbije.

<sup>17</sup> Videti: Manić, E., S. Popović, D. Molnar, "Regional Disparities and Regional Development: The Case of Serbia", *Mitteilungen der Österreichischen Geographischen Gesellschaft*, Vol. 154/2012.



## Literatura

- Adžić, S., Regionalna ekonomija Evropske unije, Prometej, Novi Sad, 2009.
- Akita, T., „Decomposing regional income inequality in China and Indonesia using two-stage nested Theil decomposition method“, *The Annals of Regional Science* 37, 2003.
- Arbia, G., L. de Dominicis and G. Piras, „Regional Growth and Regional Inequality in EU and Transition Countries: A Spatial Econometric Approach“, *European Regional Science Association in its series ERSA conference papers* 05, 2005, str. 3-4.
- Devetaković, S., „Aktuelne regionalizacije i njihove implikacije na ocenu nivoa razvijenosti, napredak, te smanjenje postojećih teritorijalnih razlika u Srbiji“, *Tematski zbornik radova Ekonomska politika i razvoj* (redaktori: B. Jovanović Gavrilović i T. Rakonjac-Antić), CID, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, 2010.
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:154:0001:0041:EN:PDF>
- Manić, E., S. Popović, D. Molnar, „Regional Disparities and Regional Development: The Case of Serbia“,

Mitteilungen der Osterreichischen Geographischen Gesellschaft, Vol. 154/2012, pp. 191-211.

- Molnar, D., Lokalni ekonomski razvoj: teorija, analiza, praksa, NIP Zrenjanin a.d. i Banat-info, Zrenjanin, 2011.
- Prostorni plan Republike Srbije od 2010. godine do 2020. godine, Ministarstvo za prostorno planiranje i zaštitu životne sredine, Beograd, novembar 2010.
- Uredba o načinu vršenja poslova ministarstava i posebnih organizacija van njihovog sedišta, „Službeni glasnik RS“, br. 3/92, 36/92, 52/92 - odluka USRS, 60/93 i 5/95).
- Uredba o nomenklaturi statističkih teritorijalnih jedinica („Službeni glasnik RS“, br. 109/2009 i 46/2010).
- Ustav Republike Srbije „Službeni glasnik RS“, broj 83/06.
- Vlada Republike Srbije, Strategija regionalnog razvoja Republike Srbije 2007-2012, Beograd, 2007.
- Zakon o izmenama i dopunama zakona o regionalnom razvoju („Službeni glasnik RS“, br. 30/2010).
- Zakon o teritorijalnoj organizaciji Republike Srbije, „Službeni glasnik RS“, br. 129/07.

## Osvrt 4. Loši krediti u regionu i Srbiji: trendovi, rizici i moguće mere

*Arsić Milojko*<sup>1</sup>

*Svetozar Tanasković*<sup>2</sup>

Rast loših kredita u periodu krize predstavlja jednu od najvećih potencijalnih opasnosti za zemlje u Centralnoj i Istočnoj Evropi uključujući i Srbiju. Za sada ovaj rizik je velikim delom u senci problema u javnim finansijama zemalja Regiona, ali nastavak postojećih trendova može da ima dramatične makroekonomske posledice, uključujući i dodatno značajno pogoršanje stanja u javnim finansijama. Stoga je već sada neophodno da se na nivou pojedinačnih zemalja preduzmu koordinirane mere fiskalne i monetarne politike kako bi se ovaj proces usporio. Zbog velike isprepletanosti bankarskog sektora u Regionu, kao i njegove zavisnosti od banaka u razvijanim zemljama neophodno je da zemlje Regiona ponovo pokrenu inicijativu kojom bi se pod okriljem MMF i EU, uspostavio neki aranžman sličan Bečkoj inicijativi.

### 1. Uzroci i mehanizmi rasta loših kredita u periodu krize

Nakon izbijanja finansijske krize 2008. godine u većini zemalja u razvoju dolazi do rasta učešća loših kredita. Faktori koji utiču na nivo loših kredita mogu podeliti na grupe makroekonomskih i faktora na nivou bankarskog sektora<sup>3</sup>. Među makroekonomske faktore mogu se svrstati kretanje realnog dohotka, stopa nezaposlenosti, cena nekretnina (najčešći kolateral), promene deviznog kursa, inflacije, realne kamatne stope. Većina ovih varijabli utiče na poboljšanje naplativosti kredita u periodima ubrzanja privrednog rasta, krediti postaju dostupniji preduzećima i pojedincima, uključujući i one koji se svrstavaju u kategoriju višeg rizika. Nakon izbijanja kriza realni dohoci preduzeća i građana opadaju, neka preduzeća idu u stečaj, a neki građani gube posao što za posledicu ima povećanje procenata loših i nenaplativih kredita. Dužnici, koji se nalaze u problemima, su primorani da refinansiraju kredite, ali uz više kamatne stope što dodatno utiče na manju verovatnoću otplate. Kriza ne pogađa ravnomerno sve delatnosti i sve gra-

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet u Beogradu

<sup>2</sup> Ekonomski fakultet u Beogradu

<sup>3</sup> Klein, N., (2013) „Non-Performing Loans in CESEE: Determinants and Impact on Macroeconomic Performance“, IMF Working Paper 13/72

đane. Najveći udar krize po pravilu je u sektoru građevinarstva i proizvodnje trajnih potrošnih dobara – tražnja za ovim proizvodima se naglo smanjuje, dok cene njihovih proizvoda opadaju. U slučaju građana najviše su pogođeni zaposleni sa niskim primanjima i građani koji su periodu krize izgubili posao. Otežano servisiranje kredita kod ovih dužnika uzrok je rasta loših kredita koji se javlja u početnim fazama krize.

Sa nastavljanjem krize, na dalje pogoršanje stope naplate kredite počinju da utiču i drugi faktori kao što su deprecijacija domaće valute i inflacija. Deprecijacija valute takođe ima negativne efekte pogotovo u privredama kakva je Srbija, gde je preko 70% kredita vezano valutnom klauzulom<sup>4</sup>. Pad vrednosti dinara u odnosu na evro uticao je da jedan deo dužnika prestane sa redovnim izmirivanjem svojih obaveza. Ekstreman primer uticaja promena kursa na pogoršanje vraćanja kredita, koji je pogodio mnoge zemlje jugoistočne Evrope, odnosi se na kredite u „švajcarscima“ odnosno vezanim za kurs dinara prema Švajcarskom franku.

Na rast loših kredita preduzeća i banaka može da utiče i finansiranje visokog fiskalnog deficita od strane banaka, ali i mere koje se uvode u cilju smanjenja fiskalnog deficita. Prvi slučaj postoji, ukoliko kreditiranje države od strane banaka smanjuje mogućnost privrede i građana da dobiju nove i refinansiraju stare kredite usled čega raste nenaplativost njihovih kredita - u ovom slučaju govori se o istiskivanju privrede i građana od strane države. Da bi se istiskivanje pojavilo kao makroekonomski fenomen neophodno je da se značajan deo fiskalnog deficita u nekoj zemlji finansira na domaćem tržištu, a to bi se odrazilo i na rast realnih kamatnih stopa u zemlji. U periodu krize oko 44% fiskalnog deficita Srbije je finansirano na domaćem tržištu<sup>5</sup>, pa je moguće da je postojalo određeno istiskivanje preduzeća i građana. Pri oceni visine efekata istiskivanja trebalo bi uzeti u obzir, da su domaće banke često povlačile sredstva od matičnih banaka iz inostranstva – u tom slučaju efekat istiskivanja je manji.

Naglo smanjenje javne potrošnje i fiskalnog deficita, u okviru programa fiskalne konsolidacije takođe može da utiče na rast učešća loših kredita. Smanjenjem kupovine roba i usluga ili javnih investicija pogoršava se stanje u preduzećima koja svoje proizvode prodaju državi, što može da dovede do teškoća u vraćanju kredita. Na

sličan način smanjenje realnih plata u javnom sektoru ili otpuštanje dela zaposlenih može da pogorša naplativost kredita od građana. Fiskalna konsolidacija može da pogodi neka preduzeća (npr. građevinske firme) i neke građane, ali da bi ona bila makroekonomski relevantna, neophodno je da su fiskalni multiplikatori relativno visoki – što u zemljama Jugoistočne Evrope nije slučaj.

Na rast loših kredita (LK) pored makroekonomskih faktora mogu uticati i faktori na nivou bankarskog sektora. Veza između visine kredita u docnji i performansi bankarskog sektora ogleđa se u međusobnom odnosu kvaliteta plasmana, troškovne efikasnosti i visine kapitala poslovnih banaka. Ovi odnosi su predstavljeni u konceptima lošeg menadžmenta, „škrtačenja“ i moralnog hazarda<sup>6</sup>.

U konceptu lošeg menadžmenta smatra se da niska troškovna efikasnost banaka direktno utiče na kasniji rast loših kredita. Argument u korist ove hipoteze govori da je rast LK posledica nedovoljno temeljne kreditne analize, praćenja kreditne sposobnosti i ocena vrednosti kolateralna lica koje uzimaju kredit kod banke. U zemljama Centralne i Istočne Evrope krizi je prethodio kreditni bum u okviru koga su banke agresivno povećavale kreditnu aktivnost, sa ciljem da osvoje što veći deo tržišta, ne vodeći mnogo računa o biznisu i kreditnoj sposobnosti klijenata. U ovim zemljama banke su se uglavnom oslanjale na hipoteke čija vrednost je u periodu krize značajno smanjena, a uz to su mnoge od njih nelikvidne. U slučaju „škrtačenja“ postoji obrnuta proporcija između troškova odobravanja i praćenja i niskog nivoa loših kredita. Ukoliko banka odvoji manje sredstava za praćenje i analizu kreditne sposobnosti dužnika, smanjiće sopstvene troškove i time povećati troškovnu efikasnost ali u srednjem i dugom roku će se javiti porast LK usled „škrtačenja“ na proverama i analizama. Poslednja hipoteza koja objašnjava rast LK pomoću faktora bankarskog sektora je problem moralnog hazarda. Ovde se pod moralnim hazardom podrazumeva ponašanje banaka koje se usled mogućnosti visoke zarade izlažu rizičnijim kreditima iako nisu adekvatno kapitalizovane. U budućnosti ovakvo ponašanje banaka dovodi do porasta kredita koji su u docnji, pri čemu je taj rast dodatno poguran ukoliko je privreda u krizi. Problem moralnog hazarda se može objasniti i kroz preteranu samouverenost banke. Ovaj slučaj se često naziva problem „umišljenosti“ banke da je previše bitna za bankarski sistem da bi država dozvolila njeno propadanje. Banka koja sa velikom sigurnošću očekuje da će joj država priskočiti u pomoć u slučaju da veliki broj kredita postane nenaplativ, sklonija je odobravanju veće sume kreditnih plasmana dužnicima koji se svrstavaju u rizičnu kategoriju.

4 Prelivanje valutnog rizika u kreditni objašnjeno je u radu Božović, M., Urošević, B., Živković, B. (2009) "On the spillover of exchange-rate risk into default risk" *Economic annals*, Volume LIV, No. 183. Ova tema je obrađivana i u *Kvartalnom monitoru*: Živković, B. (2012)

5 Kalkulacija se zasniva na podacima uprave za javni dug o kretanju unutrašnjeg direktnog duga u periodu 2009-2012. godine i budžetskog deficita u istom periodu, pri čemu treba imati u vidu mogućnost da je država deo sredstava koje je prikupila krajem 2012. godine iskoristila za pokrivanje rashoda tek u 2013. godini.

6 Berger, A., DeYoung, R., (1997) „Problem loans and cost efficiency in commercial banks“, *Journal of Banking and Finance* No.21

Pored navedenih faktora na nivou bankarskog sektora na rast LK mogu delovati i veličina banke i stepen diversifikovanosti poslovanja koje banka obavlja kao i stepen koncentracije vlasništva. Smatra se da velike banke i one koje imaju razuđen portfolio klijenata imaju niži nivo LK, dok sa rastom stepena koncentracije vlasništva kontrola poslovanja menadžmenta je jednostavnija pa se u ovakvim bankama takođe može očekivati niži nivo LK.

Osim toga uočava se da sa produžavanjem trajanja krize procenat loših kredita raste, čak i kada se kriza na produbljuje. Kriza na različite načine finansijski iscrpljuje preduzeća i građane – njihovi realni dohoci se smanjuju, rezerve troše, likvidnost imovine opada i dr. Dodatna otežavajuća okolnost za servisiranje kredita pojavljuje se u onim zemljama u kojima se u periodu krize realni nivo kredita smanjuje tj. u kojima je privreda prinuđena da se razdužuje. Smanjivanje realnog nivoa kreditiranja preduzeća u periodu krize može da bude rezultat različitih faktora, kao što su istiskivanje privrede od strane države, smanjivanje kreditnog potencijala banaka, ali i pogoršanje stanja u preduzećima u periodu krize – nekada dobra preduzeća su postala problematična zbog pada tražnje za njihovim proizvodima. U slučaju preduzeća u jugoistočnoj Evropi, aktuelna kriza je otkrila da su mnogi krediti odobreni u periodu kreditnog buma, dobila preduzeća sa lošim performansama tj. ovi krediti su bili loši od trenutka njihovog odobravanja.

## 2. Dinamika rasta loših kredita u zemljama Centralne i Istočne Evrope

Pre početka krize 2007. godine prosečan procenat loših kredita u grupi posmatranih zemalja iznosio je 3,69%, dok je u 2012. godini iznos loših kredita dostigao čak 15,6% od ukupne vrednosti kredita. Na osnovu parcijalnih podataka, rast loših kredita je nastavljen i u prvim mesecima 2013. godine kod većine posmatranih zemalja. Pri tome postoji opravdana sumnja da je stvarni procenat loših kredita bio veći od zvanično iskazanog tokom celog posmatranog perioda. Kao što je prethodno ocenjeno, u periodu kreditnog buma banke nisu ozbiljno analizirale poslovanje klijenta, a u periodu krize su potcenjivale rizičnost kredita, kako bi zadovoljile prudenčne norme centralnih banaka. Prema nekim procenama stvarni procenat loših kredita u zemljama Centralne i Istočne Evrope je veći od zvanično iskazanog, pri čemu se naročito ukazuje na sistematsko potcenjivanje loših kredita u Sloveniji. Mada Slovenija, predstavlja ekstremno primer<sup>7</sup>, verovatno je da je stvarni procenat

loših kredita veći od prikazanog u većini posmatranih zemalja.

Prilikom analize podataka o kretanju loših kredita (LK) u periodu krize, ukupan rast se može podeliti na dva pod perioda. Prvi period obuhvata početak krize (2008-2009. godina) u kojem se beleži inicijalni rast nenaplativosti koja koincidira sa relativno snažnim padom privredne aktivnosti i pogoršanjem gotovo svih makroekonomskih pokazatelja. U drugom periodu (2010-2012) nakon usporavanja/zaustavljanja pada privredne aktivnosti u većini zemalja primećuje se da procenat loših kredita dalje nastavlja da raste. Kretanje loših kredita tokom poslednjih pet godina u skladu je sa pretpostavkom da trajanje krize, kroz različite kanale utiče na rast LK. Štaviše, rast procenta loših kredita se ubrzava tokom krize, čak i kada se pogoršanje makroekonomskih performansi zaustavilo.

Ovo je izrazito primetno kod zemalja zapadnog Balkana pri čemu je Srbija trenutno u grupi zemalja sa najvišim učešćem LK. U poslednje dve godine iako je rast učešća LK prisutan kod gotovo svih zemalja u regionu, u Crnoj Gori, Rumuniji i Srbiji ove stope polako prilaze nivou od 20% dok je u slučaju Albanije učešće LK već prešlo ovaj nivo<sup>8</sup>. U pred kriznom periodu tipične stope učešća LK za privrede u razvoju kretale su se između 4-7% ukupno plasiranih kredita.

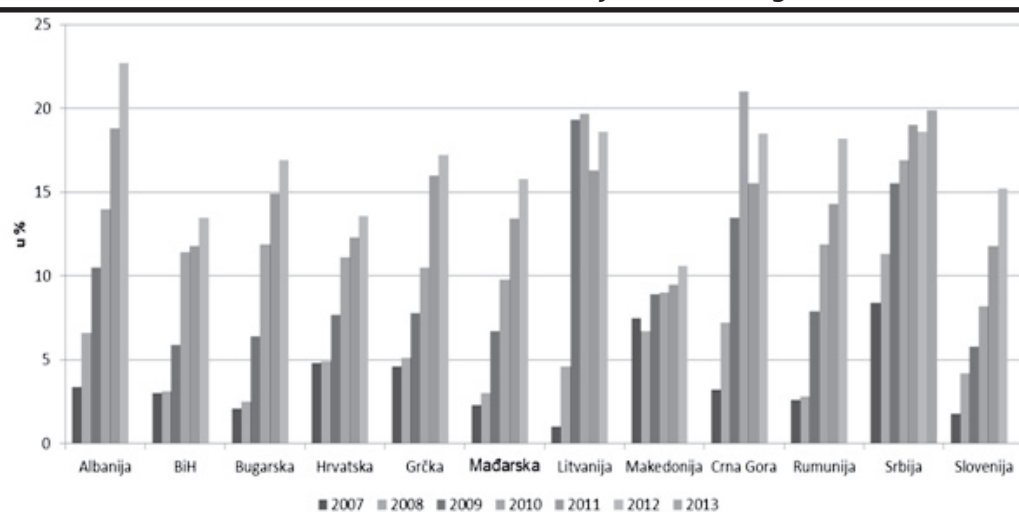
Potencijalna opasnost koju rast učešća nosi krije se u činjenici da sa rastom stope LK raste i opasnost po banku da u slučaju potpunog otpisa preveliki deo kapitala banke bude izgubljen čime ona više nije u mogućnosti da izmiruje svoje obaveze. Praktično to bi značilo odlazak banke u stečaj koji u savremenom bankarskom sistemu ne bi mogao da se ograniči već bi se problem prelio i na preostale banke sa visokim učešćem rizične aktive. Da bi se zaštitili od ovakvog scenarija centralne banke propisuju minimalni nivo adekvatnosti kapitala banke koji predstavlja odnos kapitala banke i rizične aktive. Odlukom NBS taj nivo adekvatnosti je postavljen na 12% što predstavlja relativno strožiji zahtev u odnosu na politiku Evropske Centralne Banke koja je lestvicu postavila na 9%.

Na grafikonu 2. vidimo kretanje stope adekvatnosti kapitala za odabrane zemlje pri čemu bi mogli grubo klasifikovati zemlje u one koje su visoko kapitalizovane (preko 15%) i one koje su iznad zakonom propisane stope ali ispod 15%. Srbija je u ovom slučaju među zemljama koje su na nivou celokupnog bankarskog sektora vrlo dobro zaštićene sa stopom od oko 20% ali primetan je trend opadanja u poslednjih pet godina. Sa druge stra-

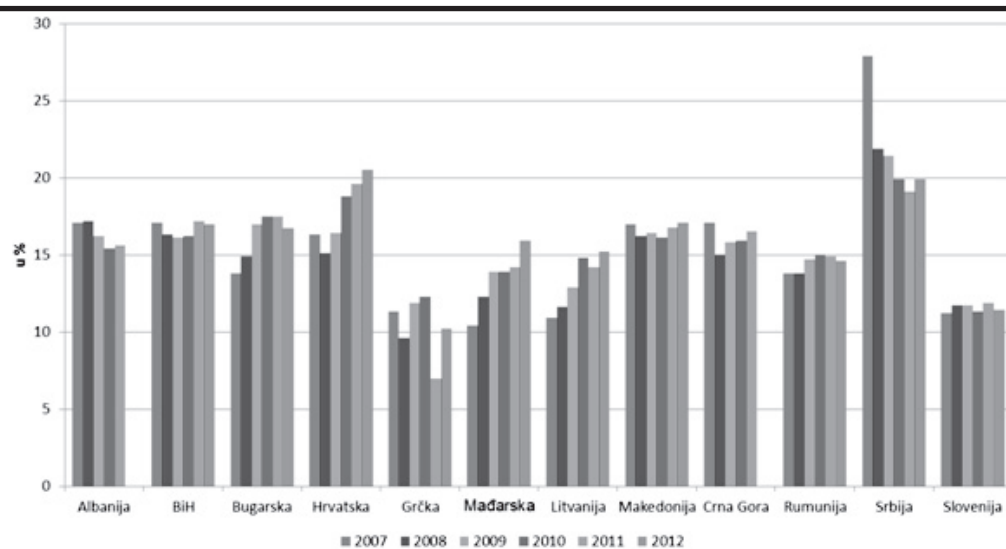
vlasnik najvećeg broja preduzeća i banaka. Interesantno je da su mnogi ekonomisti i političari u Srbiji, upravo slovenački model privatizacije predstavljali kao uzoran i preporučivali ga Srbiji.

<sup>8</sup> Za detaljnije podatke o kretanju loših kredita u Srbiji pogledati sekciju Monetarni tokovi i politika

<sup>7</sup> Vrlo visok procenta loših kredita u Sloveniji, koji su uz to dugo vremena prikrivani, verovatno je rezultat insajderske vaučerske privatizacije u okviru koje je relativno mali broj međusobno povezanih lica postao

**Grafikon 1. Učešće loših kredita za odabrane zemlje 2007-2013. godina.**

Izvor: Word Bank

**Grafikon 2. Stepenn adekvatnosti kapitala za odabrane zemlje 2007-2013. godina**

Izvor: IMF-FSI april 2013.

ne, Slovenija i Grčka se mogu svrstati u rizičnu grupu sa stepenom adekvatnosti koji prema poslednji podacima zadovoljava tek zakonski minimum. U martu prošle godine, grupa evropskih finansijskih institucija objavila je podatke analize<sup>9</sup> vezane za kretanje LK i stepene obezbeđenja u zemljama Centralne, Istočne i Jugoistočne Evrope. U simulaciji koju su radili na osnovu podataka o stepenu LK, nivou rezervisanja i stepena adekvatnosti kapitala na nivou pojedinačnih banaka, utvrđeno je da bi u slučaju otpisa LK u punom iznosu, stepen adekvatnosti kapitala pao ispod zakonskog minimuma u bankarskom sistemu Mađarske, Slovenije i Ukrajine dok bi ostalim privredama usled visoke kapitalizovanosti ostao iznad zakonske granice.

Da bi u potpunosti razumelo kretanje LK u Srbiji i ostalim zemljama regiona neophodno je jasno utvrditi odnose koji vladaju između nivoa LK i ostalih makroekonomskih varijabli. Pored toga što svedoči o opštem pogoršanju likvidnosti jedne privrede procenat LK takođe deluje na budući nivo privrednog raste, usled čega treba imati u vidu da svi potezi koji se preduzmu u cilju smanjenja učešća LK nisu samo usmereni ka relaksiranju bankarskog sektora već mogu imati značajne pozitivne posledice na buduću proizvodnju i zaposlenost.

### 3. Makroekonomske i fiskalne implikacije rasta loših kredita i moguće mere države

Pored razumevanja faktora koji utiču na rast učešća LK, potrebno je imati u vidu i uticaj rasta LK na buduća makroekonomska kretanja. Povratna sprega bankarskog ka

9 European banking coordination „Vienna“ initiative, Report of Working Group on NPLs in Central, Eastern and Southeastern Europe, March 2012

realnom sektoru prenosi se preko ponude novih kredita. Rast LK zahteva da banke povećaju rezervisanja za obezbeđivanje ovakvih pozicija. Usled toga, deo kapitala je zarobljen i ne može biti ponuđen klijentima u vidu novih kredita. Pored smanjene mogućnosti za kreditiranjem, banke u ovom slučaju mogu pribeći povećanju kamatnih stopa. Povećanjem kamatnih stopa banke pokušavaju da gubitke koji su nastali u poslovanju sa lošim klijentima nadoknade visokim dobitcima u poslovanju sa dobrim klijentima. Međutim, visoke kamatne stope finansijski iscrpljuju dobre klijente i postoji opasnost da i oni tokom vremena, postanu nelikvidni.

Pad kreditne aktivnosti se dalje širi kroz realni sektor i uzrokuje smanjenje stope rasta BDP u naredne tri do četiri godine u zavisnosti od inicijalnog rasta LK<sup>10</sup>. Dodatni problem je što se na ovaj način otvara svojevrsna spirala usled činjenice da je nivo LK zavisi od makroekonomskog okruženja ali da ova zavisnost nije jednostrana. Početnim povećanjem LK ulazi se u začarani krug gde se kao posledica pogoršavaju makroekonomski uslovi što ponovo utiče na novi rast LK. Ukoliko se na rast LK ne deluje sinhronizovanim merama monetarne i fiskalne politike troškove prilagođavanja moraće da podnese realni sektor usled čega će privreda biti suočena sa nižim stopama privrednog rasta od očekivanog i višim stopama nezaposlenosti.

Povećanje procenata loših kredita na različite načina pogoršava stanje u javnim finansijama. U slučaju krize u bankarskom sektoru država dokapitalizuje problematične banke sa ciljem da spreči njihov bankrot i isplaćuje garantovane depozite građana u bankama koje su bankrotirale kako bi se sačuvalo poverenje u bankarski sistem i dr. Generalno, država sanira banke zbog procene da su makroekonomski troškovi koji nastaju po tom osnovu manji od troškova koji bi nastali u slučaju masovnog bankrotstva banaka. Masovno bankrotstvo banaka dovodi da naglog smanjenja kreditne aktivnosti, a to za sobom povlači masovno bankrotstvo preduzeća<sup>11</sup>. Usled toga privredna aktivnost naglo opada, a nezaposlenost raste, dok se poverenje u banke naglo smanjuje, zbog čega se smanjuje društvena štednja, opadaju investicije i usporava rast privrede dužem periodu<sup>12</sup>. Naravno, cilj državne intervencije, nije da se spasu sve banke, neke od njih mogu i da bankrotiraju, ali je važno da se očuva poverenje u bankarski sistem. Različiti oblici državne intervencije u bankarskom sektoru direktno povećavaju

rashode države, fiskalni deficit i javni dug. Troškovi sanacija banaka su u prošlosti bili visoki i kretali su se od 4% BDP do sve do 50% BDP<sup>13</sup> koliko je iznosio trošak sanacije banaka u Indoneziji nakon krize 1997. godine – međutim sa društvenog stanovišta ovi troškovi su i dalje bili manji od troškova koji bi nastali da te intervencije nije bilo.

Pored centralnih vlasti koje na različite načine pokušavaju da spreče masovna bankrotstva banaka ili da ublaže posledice bankrotstva ako do njega dođe, važnu ulogu u ublažavanju bankarskih kriza imaju i centralne banke. Uloga centralnih banaka se sastoji u tome da povećaju ukupnu likvidnost i na taj način spreče smanjivanje realnog obima kredita preduzećima i bankama. Ubacivanjem likvidnih sredstava u sistem sprečava se masovno bankrotstvo preduzeća i banaka, do koga dolazi usled naglog smanjenja kreditne aktivnosti. Na ovaj način pruža se šansa za preživljavanje krize i onim preduzećima, koja su u normalnim uslovima dobro poslovala, ali su u krizi upala u finansijske teškoće. Intervencijama, centralne banke sprečavaju da se masovna privremena nelikvidnost preduzeća pretvori u masovnu nesolventnost i bankrotstvo. Najveći prostor za intervenciju centralnih banaka postoji u uređenim privredama u kojima su prilično dobro razgraničena nesolventna preduzeća od nelikvidnih. U zemljama Centralne i Istočne Evrope, a naročito u Srbiji, nesolventnost i nelikvidnost su tesno isprepletani pa je prostor za povećanje likvidnosti od strane centralne banke manji. Postojanje dvovalutnog sistema dodatno smanjuje domete takve intervencije centralnih banaka, zbog rizika da se povećana likvidnost ne usmeri ka tražnji za devizama. Ipak, ocenjuje se da je i u takvim zemljama, moguće odgovarajućom kombinacijom monetarne i fiskalne politike poboljšati likvidnost privrede, i usporiti/zaustaviti pad realnog nivoa kredita. Poboljšanjem likvidnosti sprečava se paraliza poslovanja, koja se događa u slučaju kada nema bankrotstva nesolventnih preduzeća, i daje šansa za preživljavanje preduzeća, koja su zapala u privremena teškoće – čime se ujedno čuvaju i radna mesta. Dodatni razlog za takvu intervenciju uprkos značajnim rizicima koje ona nosi je i taj što preduzeća u ovom regionu ne mogu da se oslone na tržište kapitala kao alternativu bankarskim kreditima.

Kombinovana intervencije centralne banke i vlade ne može da bude razlog za odlaganje bankrotstva preduzeća koja su u dužem periodu nesolventna. U nesolventnim preduzećima u Srbiji je već godinama blokiran veliki deo društvenog bogatstva i neproaktivno angažovan veliki broj radnika. Brz i jeftin stečaj takvih preduzeća bi oslobodio znatne resurse za produktivniju upotrebu,

10 Nkusu, M., (2011) "Nonperforming Loans and Macroeconomic Vulnerabilities in Advanced Economies", IMF Working Paper 11/161, i McCallum, B., (1990) "Could a Monetary Base Rule Have Prevented the Great Depression?", *Journal of Monetary Economics* 26, no. 1

11 Friedman, M., Schwartz, A., (1963) "A Monetary History of the United States, 1867–1960", Princeton University Press for NBER

12 Haugh, D., Ollivaud, P., Turner, D., (2009) "The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries" OECD Economic Department Working Paper No.683

13 Honohan, P., Klingebiel, D., (2000) "Controlling the Fiscal Costs of Banking Crises", World Bank Policy Research Working Paper No. 2441

od strane novih vlasnika. Međutim, taj proces već godinama nalazi na značajne otpore. U slučaju preduzeća u restrukturiranju, osnovni problem je sudbina oko 50 hiljada radnika, kojima i fiktivna radna mesta izgledaju bolja opcija od traženja novog posla. U slučaju privatnih preduzeća postoje snažni otpori da se kroz proceduru stečaja vlasništvo nad nesolventnim preduzećima prenese na nove vlasnike – taj prenos bi se u većini slučajeva ostvario po niskim cenama i značio bi novu krupnu preraspodelu bogatstva od sadašnjih tajkuna ka nekim novim vlasnicima. Štaviše ni banke nisu preterano zainteresovane za stečaj nesolventnih preduzeća jer bi tada postalo očigledno da njihovi kolaterali vrede mnogo manje nego što je to iskazano u njihovim knjigama – tada bi postalo očigledno da je stanje u nekim bankama mnogo lošije nego što to sada izgleda.

Osim individualnih aktivnosti pojedinačnih država neophodno je da se ponovno pokrene zajednička inicijativa zemalja u Regionu, koja bi imala za cilj da se pod pokroviteljstvom IMF i EU postigne novi dogovor, po uzoru na Bečki aranžman koji je postignut na početku krize.

### Litaratura:

Berger, A., DeYoung, R., (1997) „Problem loans and cost efficiency in commercial banks“, *Journal of Banking and Finance* No.21

Beck, R., Jakubik, P., Piloju, A., (2013) „Non-performing loans – what matters in addition to economic cycle?“, *European Central Bank, Working Paper Series* No. 1515

Božović, M., Urošević, B., Živković, B. (2009) „On the spillover of exchange-rate risk into default risk“ *Economic annals*, Volume LIV, No. 183

European banking coordination „Vienna“ initiative, Report of Working Group on NPLs in Central, Eastern and Southeastern Europe, March 2012

Friedman, M., Schwartz, A., (1963) „A Monetary History of the United States, 1867–1960“, Princeton University Press for NBER

Haugh, D., Ollivaud, P., Turner, D., (2009) „The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries“ *OECD Economic Department Working Paper* No.683

Honohan, P., Klingebiel, D., (2000) „Controlling the Fiscal Costs of Banking Crises“, *World Bank Policy Research Working Paper* No. 2441

Klein, N., (2013) „Non-Performing Loans in CESEE: Determinants and Impact on Macroeconomic Performance“, *IMF Working Paper* 13/72

Louzis, D., Vouldis, A., Metaxas, V., (2011) „Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: A comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios“, *Bank of Greece Working Paper* 118

Nkusu, M., (2011) „Nonperforming Loans and Macroeconomic Vulnerabilities in Advanced Economies“, *IMF Working Paper* 11/161

Živković, B. (2012) „Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope“, *Kvartalni monitor* 27

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)



CIP - Katalogizacija u publikaciji  
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

KVARTALNI monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji / glavni i odgovorni urednik Milojko Arsić. - 2011, br. 1 (januar/jul) - . - Beograd (Kamenička 6) : Fond za razvoj ekonomske nauke, 2005 - (Beograd : Alta Nova). - 30 cm

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

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