

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 35 • oktobar–decembar 2013

Beograd, mart 2014

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 Randelović

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 Randelović, Fiskalni tokovi i politika
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

SARADNICI U OVOM BROJU

Branko Urošević

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA

Alta Nova

TIRAŽ

300 primeraka

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

Sadržaj

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

TRENDOVI

1. Pregled	7
2. Privredna aktivnost	11
3. Zaposlenost i zarade	19
4. Platni bilans i spoljna trgovina	26
5. Cene i devizni kurs	33
6. Fiskalni tokovi i politika	39
7. Monetarni tokovi i politika	50
8. Međunarodno okruženje	56

OSVRTI

Osvrt 1

Rešavanje problema ili odlaganje i razvodnjavanje	60
--	----

Milojko Arsić

Osvrt 2

Reforma visokog obrazovanja u Srbiji: o doktorskim studijama	68
---	----

Branko Urošević

Osvrt 3

Uticaj nepouzdanosti statističkih podataka na kreiranje ekonomske politike u Srbiji	71
--	----

Danko Brćerević, Milojko Arsić

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 2013. godini ostvarila mešovite rezultate. BDP je prema preliminarnim podacima porastao za preko 2%, spoljni deficit je prepolovljen, dok je inflacija na istorijskom minimumu. Međutim, faktori koji su pokretali rast BDP i smanjenje spoljnog deficita se postepeno iscrpljuju, pa su u poslednjem kvartalu 2013. godine rast privrede i izvoza usporava. Uz prethodne pozitivne rezultate, u privredi Srbije su prisutni brojni zabrinjavajući trendovi. Nelikvidnost i nesolventnost u preduzećima se šire, raste procenat loših kredita, kreditiranje privrede opada, nekoliko manjih banaka je likvidirano, a poreski dugovi preduzeća rastu. Do sada primenjene mere fiskalne konsolidacije nisu dale očekivane rezultate jer su efekti ušteda i povećanja poreza u celini neutralisani novim rashodima po osnovu pokrivanja gubitaka preduzeća i banaka kao i smanjenjem poreskih prihoda. Poverenje privatnih investitora u privredu Srbije je nisko što se manifestuje u niskim stranim investicijama i pritiscima na kurs dinara, čija stabilnost je u prvom kvartalu 2014. godine očuvana samo zahvaljujući intervencijama NBS.

Izgledi privrede Srbije u 2014. godini su prilično nepovoljni, ali postoje šanse da se kroz odlučnu fiskalnu konsolidaciju, reforme javnog sektora i privrednog sistema stvore uslovi za rast privredne aktivnosti i zaposlenosti u narednim godinama. Sada je prilično izvesno da će privredna aktivnost u 2014. godini stagnirati, a nije isključena ni blaga recesija. Realni pad privatne i državne potrošnje, biće verovatno još nešto veći, nego što je izgledalo pre dva-tri meseca, zbog nužnosti dodatnih mera štednje u drugoj polovini godine. Investicije će u prvoj polovini godine realno opadati tako da će, i nakon očekivanog oporavka u drugoj polovini godine, u 2014. godini u najboljem slučaju ostvariti skroman rast. Snažan pad kreditne aktivnosti banaka i finansijski problemi u velikom broju preduzeća, ne samo da će oboriti domaće investicije, nego prete da ugroze i postojeći **nivo proizvodnje**. Strane direktne investicije će takođe biti skromne, i ako izostane privatizacija nekog velikog preduzeća, verovatno neće preći prošlogodišnji nivo od 700 miliona evra. Izvoz će i u ovoj godini realno rasti, ali znatno sporije nego u prethodnoj, pa njegov rast neće biti dovoljan da nadoknadi smanjenje drugih komponenata tražnje.

Zvanični podaci o kretanje zaposlenosti u 2013. godini, objavljeni u oktobarskoj Anketi o radnoj snazi izazivaju velike nedoumice i sumnju u njihovu verodostojnost. Agregatni podaci su nekonzistentni sa kretanjem drugih makroekonomskih podataka kao što su BDP, potrošnja domaćinstava i dr. Struktura rasta zaposlenosti je još sumnjivija – zaposlenost raste u sivoj ekonomiji, broj pomažućih članova u domaćinstvima je **udvostručen** u periodu od pola godine, a broj zaposlenih u **građevinarstvu raste, mada prema statističkim podacima aktivnost u građevinarstvu opada za 20%!?** Naša je procena da podaci o kretanju registrovane zaposlenosti, iako nepotpuni, bolje odražavaju kretanje na tržištu rada u 2013. godini, nego podaci iz Ankete o radnoj snazi. U 2014. godine očekujemo umeren pad zaposlenosti zbog racionalizacije broja zaposlenih u javnom sektoru, ali i stagnaciju zaposlenosti u privatnom sektoru.

Inflacija u prošloj godini je bila najniža u novijoj istoriji Srbije, a očekujemo da će u 2014. godini inflacija biti nešto viša – blizu gornje granice ciljnog intervala. Kurs dinara od početka godine je blago deprecirao, a veća deprecijacije je sprečena čestim i snažnim intervencijama NBS na deviznom tržištu. Ukupan iznos intervencija od početka godine do sredine marta iznosi 820 miliona evra odnosno oko 2,5% BDP. Držanje kursa na gotovo fiksnom nivou je verovatno jednim delom bilo motivisano predizbornim razlozima. U narednom periodu bi trebalo smanjiti intenzitet intervencija NBS i dozvoliti umerenu deprecijaciju dinara, jer bi ona povoljno uticala na smanjenje spoljnog deficita, dok bi negativan uticaj na devizne dužnike i inflaciju bio umeren.

Spoljnoekonomska pozicija zemlje je tokom prethodne godine u nekim segmentima značajno poboljšana dok se u drugim segmentima stanje pogoršava. Deficit tekućeg platnog bilansa je prepolovljen, ali i dalje iznosi 5% BDP što je dugoročno neodrživo. Stoga podsticanje izvoza i u narednom periodu treba da bude važan prioritet ekonomske politike. Kretanja u finansijskom i kapitalnom računa u prošloj, i na početku ove godine, su prilično nepovoljna. Strane direktne investicije su niske, privatni sektor se razdužuje, dok se država zadužuje i to uglavnom za finansiranje tekuće potrošnje.

Pred novom Vladom se nalaze nagomilani brojni problemi koji su rezultat višedecenijskih nepovoljnih okolnosti u kojim se nalazila Srbija, aktuelne svetske krize ali i odlaganja rešavanja problema i razvodnjavanje planiranih reformi tokom poslednjih 3-4 godine. Stoga odgovor Vlade na nagomilane probleme treba da bude složen, energičan i istrajan. Složenost znači da Vlada mora istovremeno da realizuje fiskalnu konsolidaciju, reformiše javni sektor i privredni sistem i primeni određene antirecesione mere. Energičnost podrazumeva da Vlada usvoji neophodne, često nepopularne mere, umesto da takve mere odugovlači ili primenjuje polovična rešenja. Konačno važno je da Vlada bude istrajna u sprovođenju reformi, odnosno da ne odustane, nakon što se pojave otpori i teškoće. Da li će nova Vlada biti voljna i sposobna da realizuje potrebne reforme biće jasno već nekoliko meseci nakon njenog formiranja. Jedan od važnih testova koji će pokazati da li je Vlada (SNS) opredeljena za reforme biće potpisivanje obavezujućeg i dugoročnijeg aranžmana sa MMF tokom druge polovine godine.

Fiskalna konsolidacija će trajati 3-4 godine, ali je neophodno da se već u drugoj polovini ove godine realizuju uštede od oko 400 miliona evra. Tolike uštede neće biti moguće ako se ne smanje plate u javnom sektoru, ali i ako se ne smanje penzije, ili uvede njihovo oporezivanje. Da bi fiskalna konsolidacija bila uspešna neophodno je da se već ove godine usvoje zakoni i obavezujući planovi koji bi garantovali dodatne uštede i poboljšanje naplate poreza u narednim godinama. To prvenstveno podrazumeva da se usvoje: penzijska reforma, plan smanjenja broja zaposlenih u javnom sektoru, planovi ušteta u republičkoj i lokalnoj administraciji, planovi reformi obrazovanja, zdravstva u i dr. Fiskalni deficit je moguće delimično smanjiti poboljšanjem naplate poreza, što podrazumeva suzbijanje sive ekonomije, ali i naplatu postojećih i sprečavanje gomilanja novih poreskih dugova. Pri tome je važno, da dodatni poreski prihodi ne predstavljaju zamenu za mere štednje, nego njihovu dopunu.

Reforme javnog sektora i privrednog sistema su neophodne kako bi se obezbedio dugoročno održiv privredni i društveni napredak Srbije, ali su one važne i sa stanovišta fiskalne konsolidacije. Reforme javnog sektora treba da doprinesu poboljšanju kvaliteta administrativnih, pravosudnih, obrazovnih i drugih usluga državnih organa, ali i da obezbede određene uštede. Reforma javnih i drugih državnih preduzeća bi trebalo da

obuhvati njihovu departizaciju, izmeštanje socijalnih i kvazifiskalnih funkcija iz javnih preduzeća, kao i okončanje privatizacije i restrukturiranja bivših društvenih preduzeća. Izmeštanje socijalnih i kvazifiskalnih funkcija podrazumeva da se: cene usluga javnih preduzeća određuju prema ekonomskim principima, usluge isporučuju samo kupcima koji ih redovno plaćaju, optimizira broj i struktura zaposlenih, obustavi praksa odobravanja izdašnih sponzorstava. Ove reforme su važne i za fiskalnu konsolidaciju jer bi neposredno uticale na smanjenje rashoda za pokrivanja gubitaka u državnim preduzećima i bankama.

Osnovni cilj reforme privrednog sistema je stvaranje povoljnijih uslova za investiranje i zapošljavanje u Srbiji, a način da se to ostvari je smanjenje troškova i rizika poslovanja u Srbiji. Poboljšanje privrednog ambijenta podrazumeva uspostavljanje finansijske discipline, uklanjanje nepotrebnih i pojednostavljenje ostalih propisa, reformu tržišta rada, okončanje procesa privatizacije, unapređenje politike konkurencije i dr. Reforma privrednog sistema bi povoljno uticala na javne finansije jer bi omogućila ukidanje nekih subvencija, a uticala bi i na rast javnih prihoda usled rasta zaposlenosti i potrošnje, a poboljšala bi se i naplata poreza (smanjenje sive ekonomije i poreskih dugova).

Reforma poreskog sistema kojom bi se smanjilo fiskalno opterećenje rada (pre svega doprinosi), a povećalo fiskalno opterećenje potrošnje bila bi podsticajna za investicije i zapošljavanje, a indirektno bi poboljšala međunarodnu konkurentnost privrede Srbije. Međutim, ocenjuje se da bi primenu poreske reforme trebalo odložiti sve dok se ne reše najvažniji problemi u javnim finansijama Srbije, a to su visok fiskalni deficit i rastući javni dug.

U ovom broj QM osim redovnih analiza sadržana su tri osvrta. U Osvrtu br. 1 (Arsić) analiziraju se ekonomske politike i reforme koja se nalaze pred novom Vladom, u Osvrtu br. 2 (Urošević) analizira se stanje u oblasti doktorskih studija u Srbiji i daje predlog kako da se sa malo sredstva dostigne svetski kvalitet u ovom segmentu obrazovanja, u Osvrtu br. 3 (Brčerević, Arsić) analiziraju se određene slabosti u statističkim podacima, kao i uticaj tih slabosti na kreiranje ekonomske politike.



TRENDOVI

1. Pregled

Ekonomija Srbije nije u dobrom stanju i njeno ozdravljenje će biti dugotrajno. Privredna aktivnost je u stagnaciji koja je ujedno i jedan od razloga za nisku inflaciju i veliko smanjenje tekućeg deficita. Izuzetno niske investicije, domaće i strane, su verovatno i najbolji pokazatelj trenutno loše perspektive domaće ekonomije. Bez novih investicija neće biti moguće pokrenuti privrednu aktivnost, povećati zaposlenost, a biće sve teže i sačuvati i kurs dinara. Prvi veliki izazov nove Vlade nakon izbora biće sprovođenje fiskalne konsolidacija i sklapanje aranžmana sa MMF-om. To bi bio garant makroekonomske stabilnosti i, uz druge mere, prvi neophodan preduslov za pokretanje novog investicionog ciklusa. Međutim, čak i ukoliko bi odmah nakon formiranja nove Vlade započela odlučna fiskalna konsolidacija, otpočelo sprovođenje reformi i promenili se najbitniji zakoni za poboljšanje poslovnog ambijenta – prvi pozitivni rezultati takve politike bi mogli najranije da se vide sredinom 2015. godine.

Privredna aktivnost je u 2013. godini imala solidan rast od 2,4%. Međutim iza ovog rasta se krije činjenica da je poljoprivreda imala stopu rasta od preko 20%, najviše zbog poređenja sa sušnom 2012. godinom i da je kompanija Fiat automobili Srbije (FAS) povećala proizvodnju dva i po puta u odnosu na 2012. godinu. Kada bismo iz ostvarenog BDP-a u 2013. godini uklonili samo ova dva činioća – ostatak privrede bi bio u padu od oko 0,5%. Što je još nepovoljnije, komponenta BDP-a koja je u 2013. godini imala najveći realni pad od oko 10% su investicije. A investicije su dvostruko bitne za BDP, u trenutku kada se ostvaruju direktno povećavaju BDP, ali i stvaraju preduslove za buduće povećanje proizvodnje.

Očekujemo da u 2014. godini privredna aktivnost stagnira, odnosno da stopa rasta BDP-a bude približno 0%. U 2014. godini će se iscrpeti efekti povećanja proizvodnje kompanije FAS, a ni poljoprivreda neće moći da ostvari visoke stope rasta kao u 2013. godini. Zbog toga će se otkriti stvarni trend privredne aktivnosti koji je najbliži stagnaciji. Stagnaciju u 2014. potvrđuje i analiza komponenti BDP-a. Privatna i državna potrošnja će nesumnjivo biti u padu, a investicije i neto izvoz će najviše moći da kompenzuju ovaj pad, ali ne i da obezbede pozitivne stope rasta (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”).

Inflacija je gotovo zaustavljena i u 2013. godini je, od januara do kraja decembra, iznosila svega 2,2%. Glavni razlozi za zaustavljanje inflacije su niska domaća tražnja, stabilan kurs dinara i pad cena poljoprivrednih proizvoda (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Slični trendovi se nastavljaju i tokom 2014. godine. U prva dva meseca 2014. godine inflacija je iznosila 1,5% uglavnom kao posledica jednokratnog povećanja administrativnih cena u januaru i povećanja niže stope PDV-a sa 8 na 10%. Tržišne cene dakle i dalje miruju i očekujemo da se takav trend nastavi tokom 2014. godine. Jedino bi u slučaju osetne depresijacije dinara u narednim mesecima moglo da dođe do određenog ubrzanja inflacije.

Kurs dinara je trenutno pod jakim depresijacijskim pritiscima, a politika NBS koja tokom 2014. po svaku cenu održava nepromenjenu vrednost dinara ocenjujemo kao skupu i ne preterano korisnu. Na intervencije na međubankarskom tržištu NBS je od početka godine do sredine marta potrošila čak 820 miliona evra. Prodaju ovoliko velike količine evra za odbranu vrednosti dinara ne smatramo dobrom ekonomskom politikom iz više razloga: 1) osetno se smanjuju devizne rezerve zemlje; 2) druga strana prodaje velike količine evra iz deviznih rezervi je kupovina i sterilisanje odgovarajuće količine dinara – što je loša politika u uslovima povećane nelikvidnosti privrede i niske inflacije; 3) prodaja evra iz deviznih rezervi leči samo posledicu, a ne i suštinski uzrok slabljenja dinara i nema mnogo opravdanja ukoliko depresijacijski pritisci na dinar nisu privremeni. Analiza *QM*-a upravo ukazuje da pored privremenih postoji i suštinski razlog za slabljenje dinara; i 3) umerena depresijacija dinara bi koristila, a ne štetila, privrednoj aktivnosti,

jer bi povećala njenu cenovnu konkurentnost (Grafikon T2-5). Zbog svega toga smatramo da bi NBS morala da smanji svoje intervencije na deviznom tržištu i dozvoli određenu depresijaciju dinara.

Pritisak na kurs dinara i (možda i ekonomski brzopleta) prodaja preko 800 miliona evra deviznih rezervi za manje od tri meseca, mogu da budu i dobra indikacija koliko je zapravo labilna makroekonomska ravnoteža u kojoj se Srbija nalazila tokom 2013. godine i u kojoj se i dalje nalazi. Naime, stabilan kurs dinara tokom 2013. godine je ostvaren u okruženju slabog privrednog rasta, niskih SDI, ogromne nezaposlenosti, javnog duga i fiskalnog deficita. Ukoliko se ove neravnoteže i slabosti domaće ekonomije ne budu sistematski otklanjale, negativni rezultati će vrlo brzo prevagnuti i trenutna krhka makroekonomska stabilnost se vrlo lako može narušiti.

Tekući deficit je u 2013. godini iznosio oko 5% BDP-a i prepolovio se u odnosu na 2012. godinu kada je iznosio 10,1% BDP-a. Razlozi za ovako veliko smanjenje tekućeg deficita su: 1) visok rast izvoza, za šta je zaslužan i rast izvoza automobila i 2) nizak rast uvoza, koji je bio pod uticajem smanjenja domaće tražnje (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). I pored velikog smanjenja u odnosu na prethodnu godinu, tekući deficit od 5% BDP-a je neodrživ u uslovima niskih stranih direktnih investicija i slabog privrednog rasta. Kapitalni bilans se u 2013. godini održavao pozitivnim najviše usled zaduživanja države, a sa druge strane SDI su bile niske, a banke i privreda su se razduživale prema inostranstvu. Pošto država ne može u nedogled da nastavi da se zadužuje, ovakva struktura kapitalnog bilansa ne može da bude trajna kontrateža, ni ovako umanjenom, tekućem deficitu od oko 5% BDP-a.

Sličnu strukturu platnog bilansa kao u 2013. očekujemo i u 2014. godini. Tekući deficit će verovatno da nastavi da se smanjuje, ali ne toliko snažno kao u 2013. godini, jer su iscrpljeni potencijali automobilske industrije uz izostanak pojave novih krupnih izvoznika. Uvoz će stagnirati ili se smanjivati zbog daljeg pada domaće tražnje. SDI će ostati niske, jer Srbija sa svojim ekonomskim problemima nije tržišno atraktivna destinacija za investiranje, a takođe malo je verovatno da će se do kraja godine u većem obimu realizovati neka od velikih stranih investicija koja bi proistakla iz direktnih pregovora države sa investitorima.

Niska zaposlenost i dalje ostaje jedan od najvećih ekonomskih problema Srbije iako poslednji podaci iz Ankete o radnoj snazi (ARS) ukazuju na snažan rast zaposlenosti i smanjivanje nezaposlenosti. Naše analize međutim ukazuju da u makroekonomskom okruženju Srbije nikako nije moglo da dođe do osetnijeg povećanja zaposlenosti tokom 2013. godine (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“ i Osvrt 3.). Poslednji podaci iz Ankete o radnoj snazi, po našoj oceni, na jednoj strani donosiocima odluku šalju pogrešan signal, dok na drugoj strani izazivaju sumnju u pouzdanost statističkih podataka o privredi Srbije koda velikog broja investitora i analitičara koji prate kretanja u privredi Srbije.

Monetarna politika je tokom 2013. i početkom 2014. godine vođena preterano oprezno, možda i na štetu privrede. Zadržavanje referentne kamatne stope na nivou od 9,5% pri međugodišnjoj stopi inflacije od oko 3% može da odražava nameru NBS da i preko REPO stope ublaži snažne depresijacijske pritiske na deviznom tržištu, koji postoje od početka 2014. godine. Problemi u bankarskom sektoru u isto vreme nastavljaju da se produbljuju. Od prošlog izdanja *QM*-a oduzeta je dozvola za rad Privrednoj banci Beograd i Univerzal banci. Nastavlja se visok pad realne vrednosti kredita odobrenih privredi od oko 10% međugodišnje, a čak ni registrovani pad učešća loših kredita u poslednjih nekoliko meseci ne možemo tumačiti pozitivno, jer je on privremena posledica oduzimanja dozvola za rad problematičnim bankama. Smatramo zato da bi NBS morala da pojača svoju preventivnu i kontrolnu ulogu na tržištu kako se lista ugašenih banaka ne bi dalje povećavala, ali i da olabavi monetarnu politiku i, u saradnji sa Vladom, potraži mehanizme za rešavanje problema nelikvidnosti, pa i nesolventnosti privrede – koje su zapravo osnovna pretnja bankarskom sistemu.

Premda su izazovi pred monetarnom politikom veliki, smatramo da su još veći problemi povezani sa fiskalnom politikom. Ostvareni deficit u 2013. godini od 5,7% BDP-a jeste bio nešto manji nego što je bilo očekivano krajem godine, ali je to i dalje najveći deficit u Centralnoj i

Istočnoj Evropi (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Detaljnija analiza ostvarenog fiskalnog deficita u 2013. godini dodatno povećava zabrinutost. Javni prihodi nastavljaju da podbacuju, a deficit se održao na planiranom nivou velikim uštedama na diskrecionim rashodima (pre svega smanjenjem kapitalnih investicija, ali i nabavke robe i usluga i subvencija). Problem je što je smanjivanje prihoda sistemski problem, i ne može se stalno da se nadomešćuje *ad hoc* uštedama, posebno što je deo tih ušteda krajem 2013. ostvaren i kašnjenjem države u izmirivanju obaveza – što znači da je fiskalni deficit za prošlu godinu donekle veštački smanjen, a da te neizvršene obaveze iz 2013. godine postaju obaveze u 2014. godini.

Zbog toga očekujemo da će deficit u 2014 godini umesto planiranih visokih 7,1% BDP-a biti još veći i iznositi najmanje 8% BDP-a, ukoliko se odmah po formiranju nove Vlade ne donesu oštre mere fiskalne konsolidacije. Naime, gotovo je izvesno da će javni prihodi i u 2014. podbaciti u odnosu na plan, a pojavljuju se i brojne obaveze i rizici na rashodima koji nisu bili planirani budžetom – poput duga bankama za subvencionisane kredite od 7,5 mlrd dinara. Uz sve to, budžetom su planirana sredstva za Železaru Smederevo samo za prvu polovinu godine, a već sada je izvesno da se sudbina ovog preduzeća neće rešiti u tako kratkom roku. Dodatni rizik može biti i poslovanje Srbijagasa tokom 2014, jer ne znamo koliko se odmaklo u procesu restrukturiranja i planiranog osposobljavanja ovog preduzeća za poslovanje bez (implicitnih) subvencija države.

Čak i planirani fiskalni deficit od 7,1% BDP-a je neodrživ i zahtevao bi dodatne mere štednje tokom 2014. godine. Dalje pogoršanje fiskalnih tokova koje smo uočili zahteva da te uštede budu još veće i sveobuhvatnije. U kratkom roku ekonomska politika nema mnogo opcija za obuzdavanje rastućeg deficita. Najveći budžetski izdaci su plate u javnom sektoru i penzije, ali napominjemo i da je to ujedno i najveći ekonomski debalans naših javnih finansija, jer bi država poput Srbije za penzije trebalo da izdvaja oko 10% BDP-a umesto sadašnjih 13% BDP-a, a za plate oko 8% BDP-a umesto sadašnjih 10,5% BDP-a.

Javni dug je na kraju 2013. godine dostigao nivo od najmanje 63,5% BDP-a (sa uključenim ukupnim dugom lokalne samouprave) i nastaviće da raste i tokom 2014. godine. Da bi se preokrenula rastuća putanja javnog duga i tako izbegla kriza potrebno je da se fiskalni deficit sa sadašnjih oko 8% BDP-a svede na oko 2,5% BDP-a, što će najranije biti moguće u 2017. godini. Za tako veliko smanjenje deficita biće neophodno oštro kratkoročno smanjenje deficita u 2014. i prvoj polovini 2015. godine, ali i konačno otpočinjanje reformi koje se najavljuju već nekoliko godine, a koje će uštede dati u srednjem roku – penzijska reforma, reforma zarada i zapošljavanja u javnom sektoru, reforma javnih preduzeća, finansiranja lokalne samouprave, sistema subvencija i drugo.

Da bi investitori nastavili da finansiraju fiskalni deficit i druge državne obaveze i u narednim godinama, neophodno je da plan smanjivanja deficita do 2017. godine bude kredibilan. Zbog toga je potrebno već u prvoj godini mandata nove Vlade usvojiti sve neophodne reformske zakone, ali i sklopiti aranžman sa MMF-om. Bez toga će biti teško moguće obezbediti poverenje investitora i njihovo finansiranje velikih obaveza države po umerenim kamatnim stopama – a to će biti ključno u višegodišnjem tranzicionom periodu prelaska sa rekordnog i neodrživog fiskalnog deficita na održivi deficit pri kom se smanjuje učešće javnog duga u BDP-u.

Fiskalna konsolidacije je preduslov bilo kakvog privrednog rasta, jer bi u suprotnom vrlo brzo došlo do krize i makroekonomske nestabilnosti. Međutim, fiskalna konsolidacija sama po sebi neće moći da pokrene rast privrede (a to i nije njen cilj). Napominjemo još jednom, da je 2014. iz ugla privrednog rasta verovatno izgubljena godina, jer su njeni temelji loše postavljeni tokom 2013. godine. Za privredni rast od 2015. godine bitan će biti rad drugog ministarstva, Ministarstva ekonomije, koje će morati da razradi set zakona koji se odnose na unapređenje poslovnog ambijenta i poboljša trenutno vrlo nezavidnu poziciju Srbije na svim relevantnim listama konkurentnosti (WEF, Svetska banka). U kratkom roku, dok se ne poboljša privredni ambijent, verovatno bi trebalo razmotriti i mogućnost direktnih pregovora sa nekim od velikih stranih investitora.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2005–2013

	Godišnji podaci							Kvartalni podaci								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012				2013				
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Priredna aktivnost																
BDP (u mlrd. dinara)	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.720,1	2.881,9	3.208,6	3.347,1	...	...	...	...	...	...	...	...
BDP	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	-2,6	0,0	-1,8	-1,7	3,0	0,6	3,7	2,6
Nepoljoprivredna BDV	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	1,5	0,6	-0,5	2,0	0,5	0,4	1,3	-1,2	1,0	...
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	3,0	10,8	3,3
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	3,2	8,8	2,2
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	39.068	41.664	41.187	43.625	41.419	44.248	43.939	46.185
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	1.724	1.724	1.720	1.705
Fiskalni podaci																
				u % BDP					međugodišnji rast							
Javni prihodi	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5			1,7	4,8	-0,8	-3,2	-5,8	-3,2	-2,7	0,1
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7			9,8	7,7	-3,5	1,5	-10,8	-7,0	1,8	-6,2
				u mlrd. Dinara												
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4			-54,9	-57,0	-36,5	-69,0	-37,4	-44,1	-57,1	-40,2
Platni bilans																
				u milionima evra, tokovi ⁴⁾												
Uvoz robe ⁵⁾	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.272	-3.392	-3.559	-3.412	-3.849	-3.386	-3.690	-3.774	-2.700
Izvoz robe ⁶⁾	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.822	1.838	2.247	2.221	2.426	2.235	2.685	3.089	2.049
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.155	-1.180	-757	-551	-697	-625	-290	-160	-172
u % BDP ⁷⁾	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-10,6	-17,3	-10,2	-7,5	-8,7	-8,2	-3,5	-1,9	-3,1
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	2.988	1.124	702	479	693	602	235	62	187
Strane direktne investicije	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	242	-362	234	117	253	155	139	224	125
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	-886	-164	-24
Monetarni podaci																
				u milionima dinara, stanja na kraju perioda ⁸⁾												
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾	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	674.731	701.822	757.689
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾ , 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	5.917	6.122	6.605
Kreditni nedržavnom 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	1.929.205	1.911.059	1.870.642
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	924.684	933.170	933.839
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	-4,7	1	2,5
Kreditni nedržavnom 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	-9,2	-9	-6,5
Kreditni nedržavnom 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	60,3	53	50,7
Cene i kurs																
				međugodišnji rast ⁹⁾												
Indeks potrošačkih cena ⁷⁾	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	3,4	5,4	10,3	12,2	11,2	9,7	4,8	2,2
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁸⁾	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	84,6	87,7	87,3	81,5	79,5	79,5	80,8	81,2
Nominalni kurs dinar/evro ⁸⁾	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	108,01	113,67	117,02	113,44	111,69	112,15	114,2	114,3

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 izrađuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina.

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

8) Računica zasnovana na 12-m prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.

2. Privredna aktivnost

Po poslednjim procenama RZS-a privredna aktivnost je u 2013. godini ostvarila solidan rast od 2,4%. Stanje u privredi Srbije 2013.godini je nepovoljnije nego što sama stopa rasta ukazuje. Najveći deo privrede je u recesiji, a ukupni rast je rezultat jednokratnog povećanja poljoprivredne proizvodnje od preko 20% (usled oporavka od suše iz 2012. godine) i snažnog rasta proizvodnje u nekoliko kompanija (Fijat, NIS). Temelji za rast u 2014. godini stoga nisu dobro postavljeni, jer će pokretači rasta privrede iz 2013. godine da se iscrpe – a nisu uspostavljeni novi. Sa stanovišta perspektive rasta u 2014. godini zabrinjavajući je pad investicija tokom 2013. godine od oko 10%. Bez novih investicija teško će se u 2014. godini nastaviti i visoki rast neto izvoza (koji je bio najpovoljniji ekonomski trend u 2013. godini). Državna i lična potrošnja će sigurno nastaviti da se realno smanjuju, jer država planira da sprovedi fiskalnu konsolidaciju i realno smanjuje penzije i zarade, a masa zarada u privatnom sektoru pod uticajem je još uvek nepovoljnih trendova na tržištu rada. Zbog toga u 2014. godini očekujemo stagnaciju privredne aktivnosti i stopu rasta od oko 0%. U poslednjem kvartalu 2013. godine RZS je procenio da je međugodišnji rast BDP-a iznosio 2,6%, ali je došlo do smanjenja desezonirane privredne aktivnosti u odnosu na Q3 – i to usled osetnog pada industrijske proizvodnje. Cenovna konkurentnost domaće privrede je na zadovoljavajućem nivou, ali bi blaga depresijacija mogla da je pospeši.

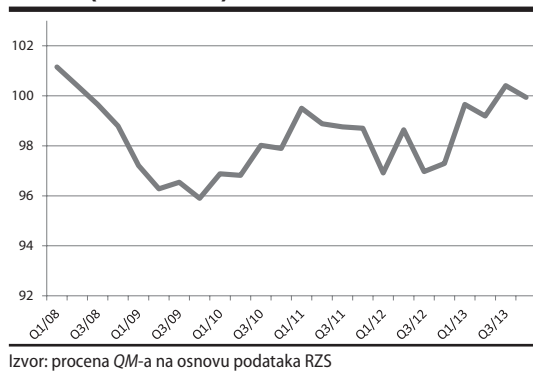
Bruto domaći proizvod

Međugodišnji rast BDP-a u Q4 od 2,6%

Prema preliminarnoj, fleš, proceni RZS-a, realni međugodišnji rast BDP-a u Q4 iznosio je 2,6%. Ovaj rast je solidan, ali je ipak nešto niži od onog koji je ostvaren u Q3 (3,7%), što ukazuje na određeno usporavanje privredne aktivnosti. Potvrdu toga nam daje i desezonirani BDP (Tabela T2-1), gde se vidi da je vrednost desezoniranog BDP-a u Q4 za 0,5% manja od one iz Q3.

Pad u Q4 usled smanjenja industrijske proizvodnje

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



U 2013. godini rast BDP-a od 2,4%

Razlog za smanjenje privredne aktivnosti u Q4 u odnosu na Q3 je desezonirani pad industrijske proizvodnje. Industrijska proizvodnja je doprinela smanjenju desezoniranog BDP-a u Q4 u odnosu na Q3 za 0,6 p.p, a ukupan pad BDP-a je iznosio 0,5%. Stoga zaključujemo da je, sem industrijske proizvodnje, privreda Srbije zadržala u Q4 gotovo nepromenjen nivo aktivnosti iz Q3 – odnosno da je njen ukupni pad posledica smanjivanja industrijske proizvodnje.

Ukoliko konačni podaci potvrde preliminarnu procenu BDP-a u Q4, to bi značilo da je u 2013. godini ostvaren realni rast BDP-a od 2,4%.

Ovo bismo mogli nazvati i određenim pozitivnim iznenađenjem, budući da smo u prethodnom izdanju QM-a očekivali da rast BDP-a iznosi do 2%. Razlog za veći rast BDP-a od očekivanog međutim nije ubrzanje privredne aktivnosti u Q4. Naprotiv, u Q4 je privredna aktivnost usporila u odnosu na Q3. Veći rast od očekivanog je posledica revizije podataka koju je RZS imao za prethodna tri kvartala. Rast BDP-a u sva tri kvartala 2013. godine je revizijom povećan za oko 0,5%, pa je, umesto očekivanog rasta privrede od 1,9%, na kraju ipak ostvaren rast od 2,4%. Redakcija QM je međutim veoma rezervisana prema poslednjim revizijama nacionalnih računa koje je izvršio RZS.¹

Dostignut pretkrizni nivo proizvodnje

Interesantno je primetiti da je, nakon revizije naviše podataka za prva tri kvartala 2013.godine, BDP sada nadmašio svoju pretkriznu vrednost (Grafikon T2-1). Tu pretkriznu vrednost smo definisali kao prosečnu kvartalnu vrednost BDP-a u 2008. godini. Poslednjim podaci RZS-a

¹ Za više detalja videti Osvrt 3 ovog izdanja QM-a

ukazuju da je BDP u Q3 bio za 0,4% veći nego pre krize, što znači da je pretkrizni nivo proizvodnje dostignut tek pet godina nakon njenog izbijanja.

Bitno je međutim istaći da se uz dostizanje pretkriznog nivoa proizvodnje, struktura BDP-a u prethodnih pet godina značajno promenila. Rast privrede se više ne bazira na domaćoj tražnji već na rastu neto izvoza. Privatna potrošnja je tako smanjena u realnom iznosu u odnosu na svoju vrednost iz 2008. godine za 7%, državna potrošnja (rashodi za plate u javnom sektoru i kupovina roba i usluga od strane države) je skoro nepromenjena (povećana za oko 1%), a investicije su smanjene za 16%. Pad domaće tražnje je nadoknađen rastom neto izvoza, budući da je izvoz povećan za čak 26% u realnom iznosu u odnosu na 2008. godinu, a uvoz je smanjen za oko 10%. Rashodna strana BDP-a je prikazana u Tabeli T2-2 sa poslednjim dostupnim podatkom za Q3 2013. godine. Posmatrano sa stanovišta dugoročno održivog rasta privrede neke promene u agregatnoj tražnji mogu se oceniti kao pozitivne. Visok rast izvoza i smanjivanje uvoza je neophodan je verovatno najpozitivnija tendencija, koja je doprinela da se smanji neodrživo visok deficit u tekućem platnom bilansu, koji je postojao u Srbiji pre izbijanje krize. Smanjenje lične potrošnje, mada vrlo nepopularno, predstavlja deo nužnog procesa usklađivanja potrošnje sa raspoloživim dohotkom. Međutim, veliki realni pad investicija je vrlo nepovoljan sa stanovišta dugoročnog rasta privrede, a loše je i to što je do sada izostalo realno smanjenje države potrošnje, koja je pre-dimenzionirana u odnosu na mogućnost zemlje.

Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2013

	Međugodišnji indeksi										
	2009	2010	2011	2012	2012				2013		
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
BDP	96,5	101,0	101,6	98,5	97,4	100,0	98,2	98,3	103,0	100,6	103,7
Privatna potrošnja	97,2	99,1	98,9	98,2	100,1	99,9	98,8	94,2	98,2	98,3	97,9
Državna potrošnja	98,1	100,4	101,0	101,7	103,9	105,6	100,4	97,5	97,1	95,6	101,8
Investicije	77,9	94,5	108,4	114,4	123,8	126,0	117,7	97,4	102,7	83,6	89,7
Izvoz	92,0	115,3	103,4	101,8	95,9	105,1	102,4	103,2	111,4	112,6	126,7
Uvoz	80,9	103,1	107,0	101,9	104,3	105,6	99,4	98,8	97,8	99,8	106,9

Izvor: RZS

U 2013. neto izvoz pokreće rast, a investicije snažno padaju

U Tabeli T2-2 se vidi da je u 2013. ostvarena slična struktura rasta BDP-a kao u prethodnih pet godina. Izvoz je jedini agregat sa izraženim pozitivnim realnim rastom i taj rast je u 2013. godini iznosio nešto preko 17% (podaci za prva tri kvartala). Sa druge strane privatna i državna potrošnja su imale gotovo ujednačen realni pad od 1,9%, a investicije pad od skoro 10%. Posebno je zabrinjavajući pad investicija, jer će njihovo snažno smanjenje, koje je već izvesno u 2013, imati vrlo nepovoljan uticaj na privredni rast u 2014. godini. Preduzeća malo investiraju, jer nemaju dovoljno sopstvenih sredstava, a zbog finansijskih problema u kojima se nalazi, domaće i strane banke nisu spremne da ih kreditiraju. Osim toga, relativno nizak nivo stranih direktnih investicija koje će u 2013. godini iznositi oko 700 miliona evra nije znatnije uticao na rast ukupnih investicija.

Generalno, investicije su Srbiji su niske i u 2013. će po svemu sudeći iznositi ispod 20% BDP, a za rast privrede od 4-5% godišnje potrebne su investicije od oko 25% BDP. U kratkom roku od jedne do dve godine značajno povećanje investicija se može ostvariti prvenstveno po osnovu rasta stranih i javnih investicija. Povećanje stranih investicija sa 2,2% BDP na 4-5% BDP kao i javnih investicije sa oko 2,5% na 4-5% BDP stvorilo bi impuls za pokretanje dugoročnog rasta privrede. Iako se u kratkom roku verovatno ne može računati na značajniji rast domaćih privatnih investicija, one bi u srednjem i dugom roku trebalo da postanu osnovni pokretač rasta privrede Srbije. Za rast domaćih privatnih investicija ključno je da se reše akumulirani finansijski problemi u preduzećima, kao i da se reformom privrednog sistema poboljša privredni ambijent.

Neto izvoz raste zbog ekspanzije proizvodnje u nekoliko kompanija

Rast neto izvoza posledica je najvećim delom poslovanja svega nekoliko kompanija, od kojih su najbitnije Fiat automobili Srbija (FAS) i NIS. Od ukupnog porasta neto izvoza od oko 1,5 mlrd evra u 2013. godini, polovina je posledica poslovanja samo ove dve kompanije. To je međutim specifičnost 2013. godine i ovakvi trendovi se neće u nastaviti u 2014. godini. Naime, obe pomenute

kompanije su već dostigle gotovo potpunu iskorišćenost postojećih kapaciteta, tako da je rast njihove proizvodnje i izvoza, kakav je bio u 2013, malo verovatan i u 2014. godini. Da bi se sličan tempo rasta izvoza nastavio i tokom 2014. godine, bilo je neophodno da se tokom 2013. godine ostvari više investicija – slično kao što je porast investicija u 2011. i 2012. godini (Tabela T2-2) prethodio snažnom rastu neto izvoza. Kako se to nije desilo, već su investicije u 2013. bile u padu, teško je očekivati da se može trajnije održati nepromenjena stopa rasta izvoza.

Visok rast poljoprivrede i dubok pad građevinarstva

Analizu kretanja BDP-a u u 2013. godini možemo dopuniti i podacima po *proizvodnom* principu koji su prikazani u u Tabeli T2-3. U Tabeli je prikazan rast pojedinačnih sektora privrede zajednički s poslednjim zvaničnim podacima koji se odnose na Q3. Slično kao i kod analize kretanja komponenti BDP-a po *upotrebi* i u ovom slučaju smatramo da na osnovu podataka za prva tri kvartala možemo pokazati osnovne trendove pojedinačnih sektora privrede u celoj 2013. godini. U Tabeli T2-3 uočava se da najveći rast u 2013. od preko 20% ima sektor poljoprivrede, i taj visok rast posledica je poređenja iznadprosečnog poljoprivrednog roda u 2013 sa izuzetno lošom poljoprivrednom sezonom iz 2012. godine. Drugi sektor koji daje značajan doprinos rastu privrede je informisanje i komunikacije, koji se nalazi na višegodišnjem trendu stabilnog rasta. Treći sektor koji značajno pozitivno doprinosi rastu BDP-a u 2013. godini je prerađivačka industrija koja je u prva tri kvartala 2013. godine ostvarila rast od 5,5%. Sa druge strane najnepovoljniji trend od svih sektora privrede ima građevinarstvo, koje, po podacima za prva tri kvartala 2013. godine, ima pad od čak 30% u odnosu na isti period prethodne godine. Trendovi u kretanju građevinarstva nam potvrđuju zabrinjavajući pad investicija koji smo već uočili analizirajući BDP po *upotrebi*.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2013¹⁾

	Međugodišnji indeksi											
	2009	2010	2011	2012	2012				2013			Učešće 2012
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Ukupno	96,5	101,0	101,6	98,5	97,4	100,0	98,2	98,3	103,0	100,6	103,7	100,0
Porezi minus subvencije	98,3	100,9	101,6	98,6	96,6	100,4	98,1	98,3	103,1	99,7	104,3	17,4
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	96,1	101,0	101,6	98,5	97,6	99,9	98,2	98,3	103,0	100,7	103,5	82,6
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	95,8	101,6	101,5	100,6	99,5	102,0	100,5	100,4	101,3	98,8	101,0	91,1 ²⁾
Poljoprivreda	100,8	99,6	100,9	82,7	81,3	82,9	83,2	82,8	122,9	121,0	118,7	8,9 ²⁾
Prerađivačka industrija	84,2	100,9	100,6	101,1	96,3	103,3	99,2	104,9	104,4	103,2	108,7	14,4 ²⁾
Građevinarstvo	80,3	92,9	107,7	99,2	118,2	110,9	98,7	80,9	78,9	62,4	74,0	3,9 ²⁾
Trgovina na veliko i malo	92,5	101,7	94,5	100,2	98,2	103,1	101,1	98,3	96,8	95,9	98,6	13,0 ²⁾
Saobraćaj i skladištenje	90,0	108,2	103,1	100,0	94,5	103,3	100,1	102,1	105,4	100,0	96,5	5,5 ²⁾
Informisanje i komunikacije	110,0	105,4	108,4	104,8	106,5	106,2	99,3	107,3	111,4	109,9	112,5	9,6 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	105,5	107,2	101,0	104,0	99,8	104,8	106,4	104,9	101,8	99,5	97,3	4,1 ²⁾
Ostalo	101,6	100,8	102,0	99,9	99,1	99,4	100,7	100,5	101,5	100,6	101,7	41,1 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine.

2) Učešće u BDV.

U Q4 neće biti većih promena, osim smanjenja industrijske proizvodnje

Na osnovu dostupnih mesečnih podataka procenjujemo da će u Q4 doći do manjih promena u strukturi rasta proizvodnje po sektorima u odnosu na Q3. Mesečni indikatori kretanja industrijske proizvodnje ukazuju na snažno smanjenje međugodišnjeg rasta prerađivačke industrije – što smatramo da je i osnovni razlog usporavanje rasta ukupnog BDP-a u Q4 u odnosu na Q3. Sa druge strane iz Saopštenja o građevinskoj delatnosti u Q4 zaključujemo da će doći do određenog oporavka građevinarstva, koje ipak, zbog manjeg učešća građevinarstva u BDP-u (posebno u Q4), neće značajnije uticati na ukupni BDP. Ostali sektori privrede će u Q4 najverovatnije imati slične stope rasta kao u Q3 (Tabela T2-3).

U 2014. godini verovatno nulta stopa rasta

U prethodnom, decembarskom, izdanju *QM*-a dali smo prognozu nulte stope rasta BDP-a u 2014. godini, koju u ovom *QM*-u nećemo korigovati. Ostale institucije koje prognoziraju rast BDP-a u Srbiji, imaju slične prognoze. Vlada prognozira rast privrede od 1%, kao i NBS koja je u februarskom izveštaju o inflaciji umanjila svoju prvobitnu procenu rasta u 2014. godini sa 1,5% na 1%. Mi ne isključujemo da se u 2014. godini ostvari rast BDP-a od 1%, ali smo u našim prognozama (po običaju) ipak nešto konzervativniji.

Stagnacija u 2014. nije pogoršanje u odnosu na 2013. Prvo je potrebno razjasniti da stagnacija, odnosno nulti privredni rast u 2014. godini ne znači suštinsko pogoršanje trendova u odnosu na 2013. godinu. Naime, kada bismo iz privredne aktivnosti isključili rezultate poljoprivrede i kompanija FIAT NIS, ostatak privrede bi u 2013. imao pad proizvodnje od najmanje 0,5%. Budući da u narednoj godine ne možemo očekivati sličan rast poljoprivrede kao u 2013. godini (verovatniji je pad, jer je poljoprivredna 2013. bila iznadprosečna), a i FAS i NIS će manje doprinosti rasti, jer su se primakli punom iskorišćenju kapaciteta – u 2014. godinu se ulazi sa recesijom, a ne rastom. Zbog toga bi čak i stagnacija u 2014. godini predstavljala pozitivan pomak u odnosu na prikriveni, ali stvarni trend koji postoji u većem delu privrede.

Domaća tražnja će imati realni pad, a neto izvoz rast U prethodnom izdanju *QM*-a smo dali detaljniji pregled kretanja osnovnih agregata BDP-a u 2014. godini koje ukazuju na stagnaciju ukupne privredne aktivnosti, te ćemo sada ponoviti samo glavne teze. Kretanje privatne potrošnje smo prognozirali na osnovu procene kretanja komponenti iz kojih se ta potrošnja finansira – zarada, penzija, socijalne pomoći, potrošačkih kredita, doznaka i drugo – i došli do zaključka da će ona opasti u 2014. godini u realnom iznosu za približno 1,7%. Na osnovu podataka iz Fiskalne strategije, zaključili smo da će i državna potrošnja u 2014. da se realno smanji i to za 2,3%, a eventualne dodatne mere štednje u cilju smanjenja fiskalnog deficit uticale bi i na veći pad državne potrošnje. Dalje, očekujemo blaži rast investicija od 3-4% koji neće biti dovoljan da nadoknadi njihov pad od oko 10% iz 2013. godine. Na kraju, procenili smo da će neto izvoz imati manji pozitivan doprinos rasti privrede u 2014. u odnosu na 2013. godinu – što bi u ukupnom zbiru rezultiralo održanjem nulte stope rasta privrede i pored pada državne i private potrošnje i slabog rasta investicija.

Niske investicije osnovni problem Za visok i održiv privredni rast najznačajnije su investicije. Investicije su dvostruko bitne, jer u prvom koraku direktno povećavaju privredni rast, a u drugom omogućavaju preduslove za rast proizvodnje nakon njihovog završetka. Stoga, pad investicija u 2013. godini izdvajamo kao najnepovoljniji trend i ujedno i ograničavajući činilac za potencijalni rast u 2014. godini. Ekonomska politika bi stoga posebnu pažnju morala da posveti povećanju investicija u narednim godinama. Najzdraviji način kojim bi se to postiglo je unapređenje poslovnog ambijenta i politička stabilnost, a država bi dodatno mogla da pomogne povećanjem javnih investicija. Zbog slabe efikasnosti države u poboljšanju poslovnog ambijenta, dosadašnja praksa je bila da se direktnim pregovorima sa investitorima i/ili direktnim subvencionisanjem omogući njihov dolazak. U 2014. godini međutim teško će moći da se ostvari značajniji rast investicija po bilo kom osnovu: 1) relevantna istraživanja (WEF, Svetska banka) ne ukazuju na poboljšanja poslovnog ambijenta u prethodnim godinama, 2) premda je planirano određeno povećanje javnih investicija u odnosu na 2013. godinu, pitanje je u kojoj meri će se i ostvariti i 3) nema pouzdanih informacija da su privredni kraju pregovori ni sa jednim velikim strateškim investitorom koji bi rezultirali otpočinjanjem nekog većeg investicionog projekta tokom 2014. godine.² Iako je 2014. godina verovatno izgubljena iz ugla povećanja investicione aktivnosti u Srbiji, privlačenje investicija i posebno unapređenje poslovnog ambijenta bi morali biti prioriteta u vođenju ekonomske politike u narednim godinama.

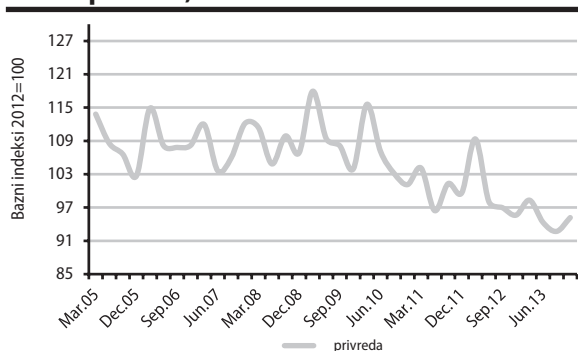
Jedinični troškovi rada se privremeno povećavaju Jedinični troškovi rada³ (JTR), mereni u dinarima, u Q4 se povećavaju u odnosu na Q3 (Grafikon T2-4). U odnosu na isti period prethodne godine JTR su u Q4 još uvek manji, ali to smanjenje nije više toliko veliko kao u prva tri kvartala 2013. godine. Smatramo međutim da je povećanje JTR u Q4 privremenog karaktera, a da je stvarni trend u kretanju JTR i dalje opadajući. Razlog za nešto veće JTR u Q4 je usporavanje inflacije, a ne rasta nominalnih zarada (videti poglavlje o zaposlenosti i zaradama). Zbog manje elastičnosti nominalnih zarada u odnosu na inflaciju, realno smanjenje zarada u Q4 je bilo osetno manje nego u svim drugim kvartalima 2013. godine,⁴ što se onda odrazilo i na nešto veće JTR.

² Još uvek nije izvesno koliko će iznositi vrednost investicija u vezi sa, u javnosti često pominjanim, planovima realizacije projekata „Južni tok“ i „Beograd na vodi“. Naša je procena, da će u najboljem slučaju ove investicije početi da se realizuju krajem godine, tako da ukupne strane investicije neće preći planiranih milijardu evra. Ako bi se neka od ovih investicija odložila za narednu godinu ukupne strane investicije, na računajući moguće prihode od privatizacije, će verovatno biti niže od milijarde evra.

³ Jedinične troškove rada u dinarima računamo za privredu (bez sektora Poljoprivreda i sektora Država).

⁴ Za više detalja v. odeljak 3 „Zaposlenost i zarade“ ovog izdanja *QM*-a

Grafikon T2-4. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi, 2005–2013



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

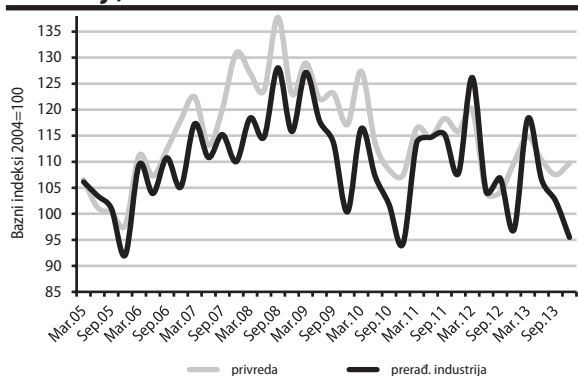
**Cenovnu konkurentnost
privrede u Q4 ista kao
pre godinu dana**

Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR), ukazuju na međunarodnu cenovnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatnu vrednost. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, (koja proizvodi daleko najveći deo razmenljivih proizvoda) i za ukupnu privredu,⁵ što je prikazano u Grafikonu T2-5.

Naime, izgleda kao da se evro-JTR u privredi povećavaju, a u prerađivačkoj industriji smanjuju. To je međutim samo privid nastao zbog izražene sezonalnosti u kretanju JTR u prerađivačkoj industriji u Q4, kada su oni sezonski veoma niski. Prava mera za ocenu kretanja evro-JTR bi stoga bilo njihovo poređenje sa istim periodom prethodne godine i tu se vidi da su i u slučaju prerađivačke industrije i u slučaju ukupne privrede evro-JTR gotovo nepromenjeni.

U Grafikonu se vidi i da je cenovna konkurentnost domaće privrede još uvek 5-10% niža u odnosu na 2005. godinu, što ukazuje da bi blaga realna depresijacija dinara bila poželjna iz ugla cenovne konkurentnosti domaće privrede. Odabrali smo 2005. kao repernu godinu zbog toga što je to godina pre početka snažnih kapitalnih priliva, enormnog povećanja plata i penzija (period 2006-2008), oštre realne apresijacije dinara i pogoršanja konkurentnosti domaće privrede. Sve to je za posledicu imalo veliko i neodrživo pogoršanje bilansa tekućih plaćanja sa kojim je Srbija ušla u krizu. Dodatni argument za kontrolisanu depresijaciju dinara je i to što će privredni rast u 2014, ali u narednim godinama presudno zavisi od kretanja izvoza, jer je prostor za rast domaće tražnje ograničen. Stoga, smatramo da ima prostora za postupnu depresijaciju dinara,

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



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

Napomena: rast evro-JTR na Grafikonu predstavlja smanjenje cenovne konkurentnosti

jer: 1) još uvek nije dostignuta cenovna konkurentnost kakvu je domaća privreda imala pod „normalnim“ okolnostima i 2) izvoz (uz investicije) je jedini mogući održivi izvor rasta u narednim godinama i trebalo bi ga podsticati i monetarnom politikom. S tim u vezi, ocenjujemo da su poslednje intervencije NBS na deviznom tržištu koje su usmerene na sprečavanje depresijacije dinara previše skupe, a ekonomski ne u potpunosti opravdane. Dozvoljavanje umerene depresijacije od nekoliko procenata ne bi uticalo na rast inflacije preko ciljnog koridora, umereno bi pogoršalo bilanse preduzeća i banak, ali bi bilo vrlo stimulatивно za rast izvoza, i usporavanje uvoza.

⁵ Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja smanjuje rast

Industrijska proizvodnja je u Q4 ostvarila međugodišnji rast od 3,3% (Tabela T2-6). U okviru industrijske proizvodnje najveći rast od 6,8% ostvarilo je snabdevanje električnom energijom, dok su rudarstvo i prerađivačka industrija imali rast od 4,1 i 2,2%. Međugodišnji rast proizvodnje električne energije u Q4 2013 godine je jednokratna, i on je posledica poređenja sa vrlo niskim nivoom proizvodnje u 2012 godini, kada su zbog suše hidroelektrane radila na minimumu. U Tabeli T2-3 se vidi i da ostvareni rast u Q4 predstavlja znatno smanjenje međugodišnjeg rasta u odnosu na Q3.

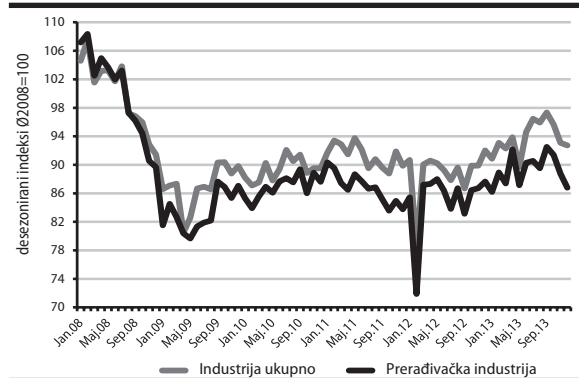
Tabela T2-6. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2013

	Međugodišnji indeksi					Učešće								
	2009	2010	2011	2012	2013	2012				2013				2012
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	94,5	97,2	96,4	99,4	105,2	103,0	110,8	103,3	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	100,2	94,2	100,1	96,3	107,8	102,2	107,6	104,1	9,8
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	93,3	100,2	96,2	101,5	105,4	103,2	108,8	102,2	74,3
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	96,6	85,4	95,8	93,0	103,7	103,7	120,5	106,8	15,9

Izvor: RZS

Desezonirani indeksi potvrđuju pad industrije u Q4

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. Odmah uočavamo da desezonirani podaci ukazuju na dosta snažnu silaznu putanju industrijske proizvodnje započetu od septembra 2013. godine – odnosno desezonirani pad industrijske proizvodnje u Q4 u odnosu na Q3 za skoro 3%. Taj pad je poništio najveći deo ostvarenog rasta industrijske proizvodnje u 2013. godini, pa se u 2014. godinu ulazi sa nivoom industrijske proizvodnje koji je tek neznatno veći od onog sa kojim se ušlo u 2013. godinu (Grafikon T2-7).

Ocenjujemo da dobar deo pada industrijske proizvodnje u Q4 nije bio trajne prirode, ali i da ipak postoje neki zabrinjavajući suštinski trendovi koji će se nastaviti u 2014. godini. Najzaslužnije za pad proizvodnje u Q4 je smanjenje proizvodnje motornih vozila, što je povezano sa poslovnom politikom kompanije FAS. Ovaj pad u osnovi ocenjujemo kao privremen. Proizvodnja automobila u kompaniji FAS će se najverovatnije već od januara ponovo povećati, ali je nesumnjivo da će njihovi rezultati oscilirati oko dostignute vrednosti u drugoj polovini 2013. godine i više neće moći da trajnije održavaju relativno visoke stope rasta ukupne industrije. Za dodatni trajniji rast proizvodnje automobila u FIAT-u potrebne su nove velike investicije. Stoga smatramo da bi Srbija trebalo da stupi u pregovore sa FAIT-om o dodatnom proširenju kapaciteta u Srbiji. Ocenjujemo da bi u eventualnim pregovorima Srbija mogla da ponudi određene poreske olakšice i subvencije, ali bi one morale da budu za red veličina manje od onih koje su do odobrene u prošlosti. Od ostalih industrijskih oblasti, tokom 2014. očekujemo solidan rast prehrambene industrije zbog bolje poljoprivredne sezone i povremene (neodržive) iskorake oblasti industrijske proizvodnje koje su u osnovi subvencionisane – poput proizvodnje ostalih motornih vozila (Ikarbus) i osnovnih metala (Železara Smederevo). Najveći deo industrijske proizvodnje je međutim u vrlo nepovoljnoj situaciji i ne očekujemo da će u 2014. godini imati pozitivne stope rasta.

U Q4 ujednačene stope rasta industrijske proizvodnje po nameni

Posmatrano po nameni (Tabela T2-8), uočavamo da u Q4 nije došlo do nastavka divergentnih trendova rasta industrijske proizvodnje koji su bili prisutni u prva tri kvartala. Sa jedne strane snažno su usporili rast proizvodnja investicionih dobara (već pomenuto smanjenje proizvodnje u

FAS-u) i proizvodnja energije. Sa druge strane zbog povećanja proizvodnje prehrambene industrije, došlo je do oporavka u proizvodnji prehrambenih proizvoda, a stabilne stope rasta proizvodnje intermedijarnih dobara su u velikoj meri posledica subvencionisanja proizvodnje Železare Smederevo.

Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2013

	Međugodišnji indeksi												
	2009	2010	2011	2012	2013	2012				2013			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	94,5	97,2	96,4	99,4	105,2	103,0	110,8	103,3
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	95,8	88,3	91,4	98,7	108,6	109,7	131,6	107,7
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	92,0	105,4	113,7	104,2	132,3	130,2	140,5	104,2
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	89,4	96,3	89,1	90,0	94,7	93,1	101,9	104,8
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	97,8	104,5	104,6	106,1	107,0	101,5	97,4	100,0

Izvor: RZS

U 2014. niža stopa rasta industrijske proizvodnje

Budući da su na sezonski pad industrijske proizvodnje u Q4 veliki uticaj imali i neki privremeni trendovi, očekujemo da u Q1 dođe do njenog oporavka. Kolika će biti stopa rasta industrijske proizvodnje u 2014. godini još uvek je prilično neizvesno. Mi očekujemo da će ona biti blago pozitivna, najviše zbog očekivanog rasta prehrambene industrije koja ima i najveće učešće u industrijskoj proizvodnji. Proizvodnja motornih vozila će takođe imati porast proizvodnje u odnosu na 2013. godinu, ali taj porast neće biti naročito visok. Proizvodnja energije će najverovatnije ostati na nepromenjenom nivou kao u 2013. godini, jer očekujemo da NIS nastavi pozitivno da doprinosi rastu ove oblasti (manje nego u 2013. godini), ali i da će proizvodnja električne energije biti manja nego u 2013. godini zbog toplije zime i verovatno nešto nepovoljnije hidrološke situacije. Koliki će biti ukupni rast industrijske proizvodnje zavisice od kretanja u ostatku industrije koji nije bio povoljan ni u 2013. godini. Ukoliko pad ostatka industrije bude isti kao u 2013. godini, verovatno će ukupna stopa rasta zbog prehrambene industrije i proizvodnje motornih vozila ostati blago pozitivna. Ukoliko se pad ostatka industrije dodatno produbi, što nije isključeno, moguće je da će ukupna industrijska proizvodnja u 2014. stagnirati ili možda čak ostvariti manji pad.

Građevinarstvo

Građevinarstvo je u krizi...

Poslednji podaci RZS-a iz statistike građevinarstva pokazuju međugodišnji pad ovog dela privrede u Q4 od 8,5%. Ovaj pad međutim predstavlja poboljšanje u odnosu na rezultate iz Q3, kada je zvanična statistika građevinarstva zabeležila pad od preko 20%. Podatke za Q4 ipak uzimamo sa određenom rezervom, jer je građevinska aktivnost zbog sezonskih činilaca u Q4 (kao i u Q1) niža nego u Q2 i Q3. Podaci za čitavu 2013. godinu ukazuju na nesporno visok pad građevinske aktivnosti.

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	78,7	127,6	93,5	94,9

Izvor: RZS

...ali su rezultati u Q4 ipak nešto bolji nego u ostatku 2013.

Zbog teškoća u praćenju građevinske aktivnosti, kao dodatni indikator njenog kretanja koristimo indeks proizvodnje cementa⁶ (Tabela T2-9). Naime, u građevinskoj delatnosti posluje veliki broj malih i srednjih preduzeća čije je statističko praćenje veoma nepouzdan i često su van

⁶ Ispravan indikator bila bi potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa prilično dobro aproksimira potrošnju.

- Proizvodnja cementa potvrđuje pad građevinarstva...** vidokruga 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.
- ... Ali ukazuje da je on manji nego što zvanična statistika prikazuje** Proizvodnja cementa je u Q4 bila za 6,5% manja nego u istom periodu prethodne godine, (Tabela T2-9) što je u skladu sa zvaničnom ocenom kretanja građevinske delatnosti u Q4. Posmatrano na nivou čitave 2013. godine uočavamo da je proizvodnja cementa bila za svega 5% manja nego u 2012. godini, što ukazuje na manji pad građevinarstva od onog na koji ukazuje zvanična statistika. Zbog toga za otkrivanje stvarnog trenda građevinske aktivnosti kombinujemo obe metode i zaključujemo da je građevinska aktivnost u 2013. godini bila nesporno u velikom padu, ali da taj pad najverovatnije nije bio veći od 20% (na šta ukazuje zvanična statistika) – već možda oko 10%.

3. Zaposlenost i zarade

Podaci zvanične statistike o kretanjima na tržištu rada tokom 2013. godine su izrazito divergentni - prema podacima oktobarske ARS stanje na tržištu rada se značajno poboljšava, dok prema podacima iz mesečnih izveštaja formalna zaposlenost blago opada. Podaci sadržani u oktobarskoj Anketi u radnoj snazi (ARS) se na slažu sa drugim makroekonomskim podacima. Prema podacima ARS zaposlenost je u oktobru 2014 povećana za 3,4 procentna poena, dok je nezaposlenost smanjena za 4 procenta poena u odnosu na april iste godine. Rast zaposlenosti prema ARS dogodio se u sivoj ekonomiji, kod pomažućih članova domaćinstva u poljoprivredi i u slučaju samozaposlenih. Mada su ovakva poboljšanja na tržištu rada u principu moguća, ocenjujemo da su ona malo verovatna, pa stoga izražavamo rezerve prema njima. Ovako velika poboljšanja na tržištu rada, u kratkom periodu, događaju se retko i to u periodima kada dolazi do naglog i oporavka privrede, a to u Srbiji nije slučaj. Dodatnu sumnju u podatke sadržane u ARS unose i podaci o rastu zaposlenosti po delatnostima. Tako npr. prema ARS zaposlenost u u građevinarstvu u oktobru 2013 je veća za 4% nego u oktobru prethodne godine dok svi drugi podaci ukazuju da je aktivnost u građevinarstvu opala između 15-25%! Slično, visok rast broja zaposlenih u zdravstvu, obrazovanju i državnoj upravi u kratkom periodu je teško objasniti. Stoga ocenjujemo da i ako je bilo određenih poboljšanja na određenim segmentima tržišta rada (samozaposleni, pomažući članovi porodice, siva ekonomije) tokom 2013. godine da su ta poboljšanja znatno manja nego što to pokazuje ARS. Na međugodišnjem nivou prosečna mesečna bruto zarada je realno viša za 3%. U okviru delatnosti, zarade su najviše porasle u sektoru stručnih, naučnih i tehničkih delatnosti i informisanja i komunikacija, kako u odnosu na prethodni kvartal tako i u odnosu na Q4 2012.

Prema ARS stopa zaposlenosti u oktobru 2013. iznosi 49,2%

Na osnovu podataka iz oktobarske Ankete o radnoj snazi (ARS) stopa zaposlenosti u oktobru iznosi 49,2%, dok je broj zaposlenih je porastao u odnosu na april 2013. za 140 hiljada, a stopa zaposlenosti za 3,4 procentna poena. Mada je moguće da je nivo zaposlenosti u oktobru (49,2%) adekvatno izmeren u ARS, ocenjujemo da je malo verovatno da je broj zaposlenih u periodu april-oktobar povećan za 140 hiljada (Tabela T3-1). Visok rast zaposlenosti u relativno kratkom roku nije u skladu sa drugim makroekonomskim podacima (privredna aktivnost, potrošnja), a ocenjeni rast zaposlenosti po delatnostima i segmentima tržišta rada dodatno potkrepljuje sumnju u podatke sadržane u ARS. Ovako velika poboljšanja na tržištu rada u kratkom roku od samo dva kvartala događaju se retko i to u situacijama kada se privredna aktivnost značajno oporavlja. Jedan od retkih istorijskih primera je rast zaposlenosti u baltičkim zemljama tokom 2010. godine koji je koincidirao sa snažnim oporavkom njihovih privreda, nakon dubokog pada BDP na samom početku krize. U Srbiji tokom 2013. godine nemamo takav rast privredne aktivnosti, a delatnosti u kojim privredna aktivnost raste (poljoprivreda, automobilska industrija) imaju skroman rast zaposlenosti.

Zaposlenost

Tabela T3-1. Srbija: zaposlenost i nezaposlenost po Anketi o radnoj snazi¹⁾, 2008-2013

		Ukupan broj zaposlenih 15-64 god. ²⁾	Broj zaposlenih poljoprivrednika i pomažućih članova u poljoprivredi 15-64 ³⁾ god.	Stopa zaposlenosti 15-64 god.			Ukupan broj nezaposlenih 15-64 god.	Stopa nezaposlenosti 15-64 god.		
				Ukupno	Muškarci	Žene		Ukupno	Muškarci	Žene
		1	2	3			4	5		
2008	April	2.652.429	..	54,0	62,3	46,0	432.730	14,0	12,4	16,1
	Oktobar	2.646.215	443.243	53,3	62,2	44,7	457.204	14,7	12,7	17,3
2009	April	2.486.734	437.957	50,8	58,7	43,3	486.858	16,4	15,0	18,1
	Oktobar	2.450.643	411.303	50,0	57,4	42,7	516.990	17,4	16,1	19,1
2010	April	2.278.504	326.623	47,2	54,3	40,3	572.501	20,1	19,4	21,0
	Oktobar	2.269.565	352.724	47,1	54,4	39,9	565.880	20,0	19,0	21,2
2011	April	2.191.392	340.528	45,5	52,2	38,8	649.155	22,9	22,7	23,1
	Oktobar	2.141.920	329.378	45,3	52,5	37,9	690.782	24,4	23,5	25,6
2012	April	2.083.604	317.879	44,2	51,1	37,1	735.209	26,1	25,6	26,7
	Oktobar	2.201.760	345.883	46,4	53,7	39,1	661.698	23,1	22,1	24,5
2013	April	2.127.649	315.109	45,8	53,6	38,1	707.440	25,0	23,1	27,3
	Oktobar	2.268.750	349.742	49,2	56,2	42,1	602.651	21,0	20,2	22,0

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

Napomene:

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

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

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

Kretanje zaposlenosti po delatnostima dodatno potkopava verodostojnost objavljenih podataka

Podaci o kretanju zaposlenosti po delatnostima dodatno potkopavaju verodostojnost podataka o ukupnoj zaposlenosti. Podaci o kretanju zaposlenosti u nekim delatnostima drastično odstupaju od kretanja privredne aktivnosti - prema podacima ARS zaposlenost u građevinarstvu u oktobru 2013. godine povećana je za 4% u odnosu na isti mesec prethodne godine, dok podaci o kretanju aktivnosti u građevinarstvu i proizvodnji građevinskog materijala ukazuju na pad aktivnosti u ovoj delatnosti od oko 20%! Broj pomažućih članova domaćinstva je dupliran u odnosu na isti period prethodne godine, a više nego udvostručen u odnosu na april 2013. Godine. Takođe, teško je poverovati da je broj zaposlenih u obrazovanju povećan za blizu 7% u prethodnih godinu dana. Zaposlenost u zdravstvu u socijalnoj zaštiti pokazuje neuobičajene oscilacije, jer se ne radi o delatnostima sa izraženom sezonskom komponentom - u aprilu 2013. je broj zaposlenih u ovoj delatnosti opao za 12% u odnosu na oktobar 2012, da bi u oktobru 2013. porastao za 9,5% u odnosu na april.

Tabela T3-2. Kretanje zaposlenosti po delatnostima

	Okt. 2012	Apr. 2013	Okt. 2013	Okt 2013/ okt 2012, indeks
UKUPNO	2.299.038	2.227.432	2.394.004	104,1
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	494.700	461.819	522.084	105,5
Rudarstvo	25.092	21.173	23.065	91,9
Preradivačka industrija	394.992	389.193	399.654	101,2
Snabdevanje električnom energijom, gasom i parom	35.159	37.751	37.206	105,8
Snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama	35.203	30.436	36.866	104,7
Građevinarstvo	121.659	92.977	126.620	104,1
Trgovina na veliko i malo, popravka motornih vozila	307.136	305.132	288.606	94,0
Saobraćaj i skladištenje	125.748	137.980	130.882	104,1
Usluge smeštaja i ishrane	66.555	55.737	61.973	93,1
Informisanje i komunikacije	35.172	45.266	50.140	142,6

Finansijska delatnost i delatnost osiguranja	43.676	40.860	44.566	102,0
Poslovanje nekretninama	2.885	3.012	2.028	70,3
Stručne, naučne i inovacione delatnosti	50.896	61.194	63.185	124,1
Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti	47.076	47.919	49.175	104,5
Državna uprava i obavezno socijalno osiguranje	125.469	129.761	132.950	106,0
Obrazovanje	146.867	142.490	156.867	106,8
Zdravstvena i socijalna zaštita	140.297	124.628	136.455	97,3
Umetnost, zabava i rekreacija	36.387	33.040	44.823	123,2
Ostale uslužne delatnosti	43.722	47.561	45.177	103,3
Delatnost domaćinstva kao poslodavca	20.377	18.632	41.003	201,2

Prema Anketi zaposlenost raste najviše zbog povećanja broja samozaposlenih lica i pomažućih članova domaćinstva..., dok opada zaposlenost kod poslodavaca

Prema Anketi o radnoj snazi tokom 2013. godine značajno je promenjena struktura zaposlenosti prema profesionalnom statusu (Tabelu T3-2). Prema ARS počevši od oktobra 2012. raste procenat samozaposlenih i pomažućih članova domaćinstva. Istovremeno, opada procenat zaposlenih, odnosno lica koja rade za platu kod poslodavca. Ovakva promena strukture zaposlenosti može se ocenjivati sa stanovišta pouzdanosti merenja, kao i sa stanovišta kvaliteta radnih mesta. Merenje broja samozaposlenih i pomažućih članova porodice je u principu manje pouzdano od merenja zaposlenosti kod poslodavca, što implicira da je i rast ukupne zaposlenosti koji je posledica rasta broja samozaposlenih i pomažućih članova porodice manje pouzdan. Takođe, **kvalitet zaposlenosti**, naročito u slučaju pomažućih članova domaćinstva, je po pravilu slab, jer se često radi o slabo produktivnim radnim mestima.

Tabela T3-3. Struktura zaposlenih lica prema profesionalnom statusu

	2012, oktobar	2013, april	2013, oktobar
Samozaposleni	24	24,1	25,4
Pomažući članovi domaćinstva	7,3	7,3	8,1
Zaposleni radnici	68,7	68,6	66,5

... pozitivni pomaci u segmentu samozaposlenih i pomažućih članova domaćinstava, mogli bi samo delimično da održavaju promene na strani ponude rada

U meri u kojoj su navedena kretanja stvarna, moglo bi se zaključiti da su glavni pokretači pozitivnih pomaka u zaposlenosti posledica kretanja na strani ponude rada. Mnogobrojni faktori mogu da utiču na povećanje ponude rada, a kretanje neradnih dohodaka, poput penzija, doznaka ili naknada za nezaposlenost je svakako jedan od najznačajnijih. Podaci o doznakama koje objavljuje Narodna Banka Srbije pokazuju da su one kontinuirano opadale od 2009. godine na ovamo. Nadalje, prema podacima Ministarstva finansija, nakon 2009., poslednje godine kada je izvršeno značajno nominalno povećanje penzija od 12%, i penzije su u realnom iznosu počele da opadaju. Najzad, sve manja izdvajanja države za naknadu za nezaposlenost počevši od 2010. godine, uz istovremeni rast broja korisnika, dovela je do pada prosečne realne naknade. Ukratko, prema Anketi o radnoj snazi, postoje indikativni pokazatelji da je presušivanja izvora neradnog dohotka, podstakle ponudu rada, odnosno da je porasla spremnost ljudi da se sami snalaze i prihvati bilo kakav posao. Međutim, i ovo objašnjenje se može prihvatiti sa određenom rezervom jer je pad neradnih dohodaka počeo mnogo ranije bio je najveći u 2009-2010., a navodni promene na tržištu rada su se dogodile tokom 2013. godine i to u roku od samo dva kvartala

U strukturi zaposlenih povećava se učešće privatnog sektora, ..., ali samo po osnovu raste zaposlenosti u sivoj ekonomiji

Prema Anketi o radnoj snazi učešće države u ukupnoj zaposlenosti opada, dok učešće privatnog sektora raste, što je generalno dobro. Međutim, **rast učešća privatnog sektora u ukupnoj zaposlenosti** generisan je isključivo po osnovu rasta zaposlenosti u sivoj ekonomiji, dok učešće formalne zaposlenosti u privatnom sektoru. Mada su ovakve tendencije u skladu sa drugim zapažanjima o rastu sive ekonomije, malo je verovatno da su se one dogodile u tako kratkom vremenskom periodu. Ipak, rezultati ankete bi mogli da ukažu na pogoršanje uslova poslovanja u regularnom privatnom sektoru, ali i na relativno visoku toleranciju države prema sivoj ekonomiji.

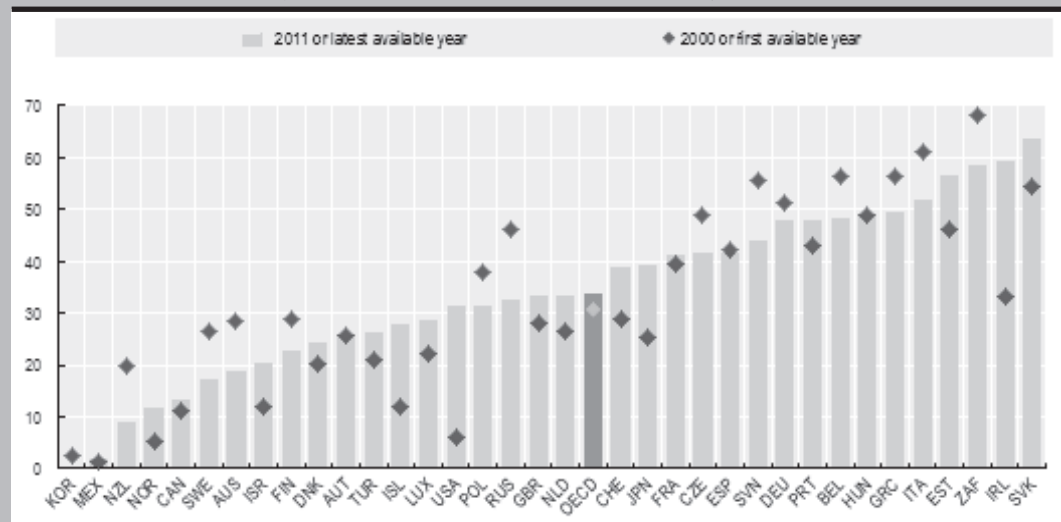
Tabela T3-4. Struktura zaposlenih lica prema obliku svojine, u %

	2012, oktobar	2013, april	2013 oktobar
Privatna registrovana svojina	54,6	53,9	53,9
Neregistrovana privatna svojina	11	12,3	13,6
Državna svojina	31,7	31,6	30,3
Ostali oblici svojine	1,9	2,2	2,2

Izvor: ARS

Okvir br 1. Učešće dugoročne nezaposlenosti u ukupnoj nezaposlenosti

Učešće dugoročne nezaposlenosti predstavlja procenat nezaposlenih godinu dana i duže u ukupnom broju nezaposlenog stanovništva. Ova stopa je uglavnom niža za zemlje koje beleže visoke stope ekonomskog rasta u nekoliko uzastopnih godina. Međutim, dugoročna nezaposlenost može opasti i na početku perioda ekonomske krize s obzirom na pojačan priliv novih nezaposlenih pojedinaca a onda sa produblivanjem krize rasti, kao što je slučaj sa većinom zemalja OECD (Grafik T3-1).

Grafik T3-1. Učešće dugoročne nezaposlenosti, OECD zemlje

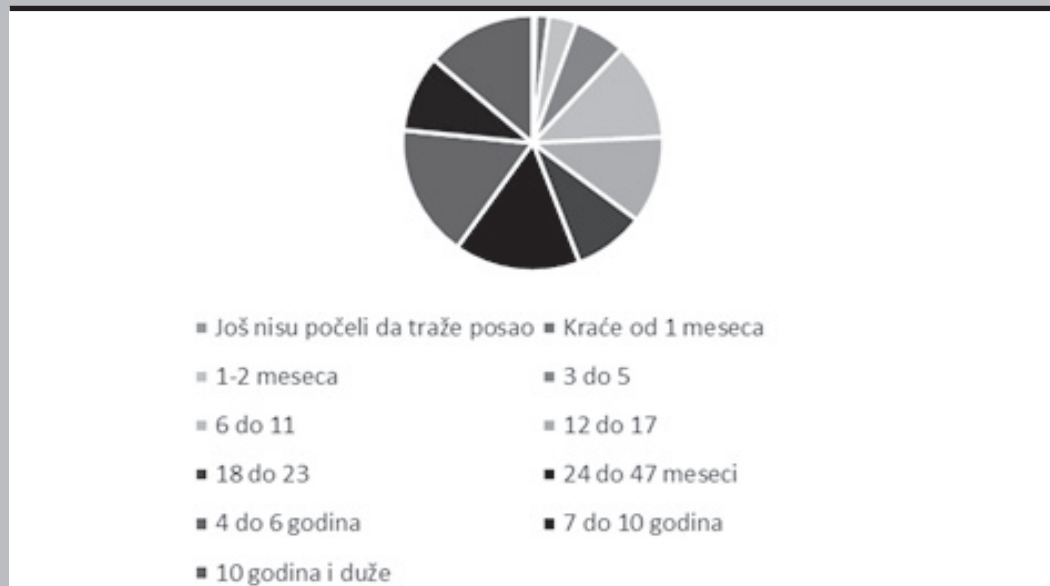
Na Grafiku vidimo da je više od polovine zemalja imalo učešća dugoročne nezaposlenosti oko ili iznad proseka OECD. Za zemlje poput Estonije, Irske, Italije i Slovačke stope idu i preko 50%. Zanimljivo je da u Nemačkoj učešće dugoročne nezaposlenosti uporno ostaje na visokom nivou od 48%, uprkos rastućem trendu stope zaposlenosti od 2005. godine. Ovo može biti posledica izdašnih naknada za nezaposlenost koje su dostupne duži vremenski period, što smanjuje podsticaje za traženje posla.

U Srbiji, učešće dugoročne nezaposlenosti je veoma visoko, 75,7%, znatno više od bilo koje zemlje OECD, ali najniže u poređenju sa zemljama u regionu. Na osnovu podataka iz nacionalnih Anketa o radnoj snazi, ova stopa iznosi 82% u Makedoniji i Bosni i Hercegovini a 84% u Crnoj Gori.

Visoko učešće dugoročne nezaposlenosti u ukupnoj nezaposlenosti govori o neefikasnom funkcionisanju tržišta rada. Ali sasvim je izvesno da i druge politike utiču na duge boravke u statusu nezaposlenosti. Izdašnost naknade za nezaposlenost nije jedan od faktora visokog učešća nezaposlenosti u Srbiji, jer kao što smo već napomenuli država u proseku sve manje izdvaja za ovu meru. Takođe, maksimalna dužina trajanja naknade je 12 meseci, a kao što se vidi na Grafiku

T3-2, među nezaposlenim osobama koje traže posao duže od godinu dana, najviše ima onih koji ga traže između dve i šest godina, ali i duže od 10 godina što je znatno duže od maksimalnog trajanja naknade. Drugim rečima, među dugoročno nezaposlenima nema puno onih koji primaju naknadu za nezaposlenost.

Grafik T3-2. Struktura nezaposlenih lica prema dužini traženja posla



Izvor: ARS, oktobar 2013

Prethodno rečeno sugerise da je dohodak od rada u neformalnoj ekonomiji najverovatnije izvor prihoda za preživljavanje dugoročno nezaposlenih. Visoko učeće dugoročne nezaposlenosti i rastuća neformalna privreda su povezani sa podsticajima za prihvatanje (formalnog) posla u Srbiji. Naime, visoko poresko opterećenjem dohoda od rada i naglo umanjenje socijalnih naknada nakon što pojedinci ostvari i najmanji iznos dohotka od rada doprinose visokim oportunističkim troškovima pronalaska formalnog zaposlenja.

Prema Anketi o radnoj snazi stopa nezaposlenosti iznosi 21% i opala je odnosu na april 2013. za čak 4 procentna poena, ..., malo je verovatno da se ovakva promena nezaposlenosti dogodila

Prema Anketi o radnoj snazi nezaposlenosti u oktobru 2013. godine iznosi 21% i ona je za čak 4 procenta poena niža nego u aprilu iste godine, a manja je za dva procenta poena u odnosu na isti period 2012. godine. Anketa ukazuje na to da je stopa nezaposlenosti u oktobru 2013. godine bila najniža od oktobra 2010. godine, kao i da je ona povezana se rastom zaposlenosti u sivoj ekonomiji, kao i kod samozaposlenih i pomažućih članova domaćinstva. Sve prethodno navedene rezerve u pogledu visokog rasta zaposlenosti tokom 2013. godine odnose se i na registrovano smanjenje nezaposlenosti.

Zarade

Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, na međugodišnjem nivou prosečna mesečna bruto zarada u Q4 je nominalno viša za 5,1%, a realno za 3%. (Tabela T3-5). Prosečna mesečna neto zarada u poslednjem kvartalu 2013. iznosila je 46 hiljada dinara ili 399 evra. U celoj 2013. Godine prosečna zarade u Srbiji su nominalno porasle za 5,7%, dok su realno opale za 1,9%. Smanjenje realnih zarada tokom 2013. godine održava dominirajuće negativne tendencije u većem delu privrede, kao u tržištu rada, ali u rastući udeo sive ekonomije, koji je naročito prisutan u segmentu malih preduzeća i preduzetnika.

Prosečna mesečna bruto zarada realno viša za 3% u odnosu na isti kvartal prethodne godine

T3-5. Realne desezonirane neto zarade, sektori delatnosti

	Prosečna mesečna zarada (RZS) ¹⁾				Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade (RZS) ²⁾	
	Ukupni troškovi rada ³⁾ , u din.	Neto, u din.	Ukupni troškovi rada, u evrima	Neto, u evrima	Nominalni	Realni
	1	2	3	4	5	6
2008	47.882	29.174	586	357	117,8	104,8
2009	52.090	31.758	554	337	108,8	100,6
2010	55.972	34.159	543	332	107,5	101,2
2011	62.213	38.000	610	373	111,1	100,0
2012	67.724	41.386	599	366	108,9	101,4
2012						
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
2013						
Q1	67.704	41.419	606	371	106,0	94,6
Q2	72.143	44.248	644	395	105,9	95,9
Q3	71.469	43.939	626	385	105,9	99,1
Q4	75.089	46.185	648	399	105,1	103,0

Prosečna mesečna bruto zarada realno manja za 0,9% u odnosu na isti kvartal prethodne godine

Interesantno je da su međugodišnji kvartalni indeksi nominalnih zarada tokom 2013. godine relativno stabilni, dok realne indeksi ostvaruju znatan rast tokom godine. Iz prethodnog sledi da se rast međugodišnjih realnih zarada uglavnom može objasniti, naglim obaranjem inflacije tokom 2013. godine – stabilni indeksi nominalnih zarada su deljeni sa sve nižim indeksima cena. Prema tome realne zarade tokom 2013. godine nisu rasle zbog toga što za nominalne zarade rasle nego zbog toga što je inflacija opadala.

Na međugodišnjem nivou najveći rast zarada u sektoru informisanja i komunikacija

Međugodišnji indeks neto zarada pokazuje da su zarade ostvarene u Q4 2013. u odnosu na isti period prošle godine porasle u svih devetnaest sektora. Najveći rast beleže sektori informisanja i komunikacija (12,8%), ostale uslužne delatnosti (10,9%) i stručne, naučne i tehničke delatnosti (10,3%). U ostalim sektorima rast nije veći od 5% (Tabela T3-6).

Tabela T3-6: Međugodišnji indeks realnih neto zarada

2011-2013	Stručne, naučne i tehničke delatnosti	Ostale uslužne delatnosti	Informisanje i komunikacije
	2012, Q1	108,6	106,6	104,3
2012, Q2	114,4	108,2	116,5
2012, Q3	105,0	99,6	97,1
2012, Q4	102,7	96,3	105,5
2013, Q1	91,5	97,2	95,8
2013, Q2	105,5	103,4	95,9
2013, Q3	102,5	103,5	114,6
2013, Q4	110,3	110,9	112,8

Zarade najviše porasle u stručnim, naučnim i tehničkim delatnostima

Posmatrano po delatnostima, kao što se vidi iz Tabele T3-7, u Q4 2013. u odnosu na prethodni kvartal, neto zarade su najviše porasle u stručnim, naučnim i tehničkim delatnostima i to za 17,5%. Rast zarada od 5,3% beleži sektor informisanja i komunikacija dok su ostali sektori imali rast do jednog procenta. Najveći pad zarada od 7,2% beleži se u oblasti poslovanja nekretninama, a zatim i u finansijama i osiguranju u iznosu od 4%. U ostalim sektorima pad zarada se kreće u intervalu od 0.5 do 1.1%.

Tabela T3-7: Međugodišnji indeks nominalnih neto zarada

	Stručne, naučne i tehničke delatnosti	Informisanje i komunikacije	Poslovanje nekretninama	Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja
2012, Q1	106,89201	103,061046	104,541566	106,639936
2012, Q2	102,94142	104,4022938	103,560818	95,366857
2012, Q3	95,962883	91,93509773	91,9229062	94,5908223
2012, Q4	97,333157	103,7359959	97,7051048	97,6902022
2013, Q1	94,310793	99,12122665	105,745097	101,473767
2013, Q2	100,95682	101,3764895	97,1591386	99,2037039
2013, Q3	100,73621	98,08931379	104,05263	102,452746
2013, Q4	117,45046	103,272816	96,8143905	98,4490083

Izvor: obračun QM

4. Platni bilans i spoljna trgovina

U 2013. godini značajno je smanjen deficit tekućeg računa - prema procenama NBS tekući deficit u 2013 iznosi 1,6 milijardi evra (5,1% BDP-a), što je dvostruko niže od ostvarene vrednosti u 2012. godini. Značajno smanjenje tekućeg deficita u 2013 duguje se prvenstveno povoljnim spoljnotrgovinskim tokovima - ekspanziji izvoza uz umereni rast uvoza. Ipak, brz trend smanjenja deficita zabeležen u prva tri kvartala 2013 (8,2% BDP-a, 3,5% BDP-a, 1,9% BDP-a, respektivno) prekinut je u Q4, kada deficit dostiže nivo od 6,3% BDP-a. Viši nivo deficita na kraju 2013 posledica je primetnog usporavanja izvoza, usled usporavanja rasta izvoza automobila - s obzirom na to da je mogućnost rasta izvoza ovih proizvoda u velikoj meri iscrpljena. Priliv kapitala tokom 2013 bio je veoma skroman i nedovoljan za pokrivanje i dalje visokog, mada smanjenog, tekućeg deficita. To je posledica veoma visokog odliva na računu ostalih investicija usled intenzivnog razduživanja banaka i privrede, kao i skromnog priliva SDI, uprkos znatnijem prilivu portfolio investicija (najvećim delom po osnovu zaduživanja države). U 2014. godini trendovi ukazuju da će se deficit zadržati na približnom istom nivou od oko 5% BDP-a, imajući u vidu ograničene mogućnosti rasta i izvoza i uvoza. Pritom, dalje prisutna politička i, posledično, makroekonomska neizvesnost i nestabilnost će u velikoj meri negativno da utiču na strana ulaganja u prvoj polovini godine, dok bi nastavak pregovora o članstvu u EU i eventualno sklapanje aranžmana sa MMF-om dali pozitivan signal investitorima. Stoga, ukoliko se nešto značajnije ne promeni, smatramo da postoji velika verovatnoća da se u 2014 ponovi skroman rezultat po osnovu priliva kapitala.

U 2013. godini značajno je smanjen deficit tekućeg računa usled povoljnih spoljnotrgovinskih tokova - ekspanzije izvoza i umerenog rasta uvoza

U 2013. godini ostvaren je relativno nizak deficit tekućeg računa. U periodu od januara do novembra¹ 2013. godine, deficit tekućeg računa platnog bilansa iznosi 1.247 miliona evra. Tekući deficit čini 4,2% BDP-a i za 6,6 procentnih poena je niži od ostvarenog deficita u 2012. godini. Na nivou cele 2013. godine NBS procenjuje da tekući deficit iznosi 5% BDP-a. Iako dvostruko niži od ostvarenog tekućeg deficita u 2012, deficit od 5% BDP je i dalje visok i verovatno nije dugoročno održiv. Deficit na ovom nivou bi bio dugoročno održiv samo uz visoke SDI i visok rast BDP, a ni na jedan od ovih uslov nije moguće pozdano računati. Najveći deo poboljšanja deficita u 2013 duguje se rastu neto izvoza, pre svega ekspanziji izvoza automobilske industrije.

Tekući deficit u 2014. godini iznosiće oko 5% BDP-a, što je još uvek visok spoljni deficit

U 2014. godini NBS procenjuje da će učešće tekućeg deficita biti na nivou od 5% BDP-a. Naime, na rast izvoza u narednom periodu će sa jedne strane nepovoljno uticati iscrpljivanje rasta izvoza automobilske industrije, dok će se sa druge strane pozitivno odraziti očekivani oporavak zemalja zone evra.

Priliv kapitala veoma skroman i nedovoljan za pokrivanje tekućeg deficita

Priliv kapitala u 2013. godini bio je veoma skroman i nedovoljan za pokrivanje tekućeg deficita. Ukupan neto priliv kapitala od januara do novembra iznosi 873 miliona evra i rezultat je skromnog priliva SDI (643 miliona evra), znatnijeg priliva portfolio investicija (1.134 miliona evra - pretežno po osnovu zaduživanja države) i odliva na računu ostalih investicija (usled intenzivnog razduživanja banaka i privrede). U 2014. godini i dalje prisutna politička i, posledično, makroekonomska neizvesnost i nestabilnost u prvoj polovini godine će u velikoj meri negativno da utiču na strana ulaganja, dok bi nastavak pregovora o članstvu u EU i eventualno sklapanje aranžmana sa MMF-om dali pozitivan signal investitorima. Ipak, ukoliko se u 2014. godini nešto značajnije ne promeni, smatramo da postoji velika verovatnoća da se i u ovoj godini ponovi skroman rezultat po osnovu priliva kapitala iz 2013. godine.

U oktobru i novembru 2013 tekući deficit u blagom porastu

Deficit tekućeg računa u oktobru i novembru 2013. godine iznosi 172 miliona evra, tj. 3,1% BDP-a (Tabela T4-1). Ostvareni deficit je za 2,4 pp niži u odnosu na nivo iz istog perioda prethodne godine (oktobar-novembar 2012) i znatno niži u poređenju sa kvartalnim učešćima deficita u BDP-u u 2012 i u Q1 2013. Ipak, u poređenju sa Q3 ostvareni deficit je u blagom porastu (1,2 pp BDP-a). Najveći deo poboljšanja tekućeg deficita i dalje je posledica smanjenja spoljnotrgovinskog deficita usled porasta izvoza, dok je priliv tekućih transfera na nepromenjenom nivou.

¹ U trenutku predaje QM u štampu još uvek nisu objavljeni podaci o tekućem računu za 2013. godinu, ali su dostupni podaci o nekim njegovim elementima (trgovinski bilans). Stoga se u ovom Poglavlju analizira platni bilans za period januar-novembar 2013. i daju procene za celu 2013. godinu.

Izvoz beleži znatan rast tokom 2013, i na kraju godine dostiže ¾ vrednosti uvoza

Robni deficit iznosi 651 miliona evra, odnosno 11,9% BDP-a, što je 4,0 pp BDP-a niže od ostvarenog učešća u oktobru i novembru 2012. godine. Smanjenje robnog deficita posledica je brzog rasta izvoza, praćenog umerenim rastom uvoza. Tokom oktobra i novembra 2013 izvezeno je robe u vrednosti od 2.049 miliona evra. Tako je izvoz u ovom periodu viši za skoro 1/4 vrednosti ostvarene u istom periodu prethodne godine. Uvoz je u posmatranom dvomesečnom periodu u 2013 iznosio 2.700 miliona evra, što je za 7,9% iznad vrednosti ostvarene u istom periodu 2012. godine.

Da bi spoljnotrgovinski deficit nastavio smanjenje u 2014. godini, izvoz treba da beleži rast po stopi koja je za najmanje trećinu veća od stope rasta uvoza

Učešće izvoza u BDP-u je od sredine 2013 godine na visokom nivou od oko 37% BDP-a, što je visoko u odnosu na istorijske podatke za Srbiju, ali je i dalje manje nego u malim otvorenim privredama u okruženju². U posmatranom dvomesečnom periodu (oktobar-novembar 2013. godine) ono dostiže 37,3% BDP-a. To je 5,6 pp iznad ostvarenog učešća u istom periodu 2012. godine. Učešće uvoza u BDP-u iznosi 49,1% i za samo jedan pp je iznad zabeležene vrednosti iz istog perioda 2012 (Tabela T4-1). Iako je pokrivenost uvoza izvozom bitno viša na kraju 2013 godine, i dalje je izvoz za ¼ ispod vrednosti uvoza. Stoga, da bi spoljnotrgovinski deficit nastavio smanjenje u 2014. godini, izvoz treba da beleži rast po stopi koja je za najmanje trećinu veća od stope rasta uvoza.

Konstantan priliv tekućih transfera i doznaka

Tokom oktobra i novembra 2013. učešće neto priliva tekućih transfera iznosi 10,0% BDP-a. Tako je ovo učešće veoma stabilno na nivou od 10% BDP-a još od 2011. godine.

Doznake u oktobru i novembru, kao i u 2012. i 2013. godini, čine oko 7% BDP-a. Time se potvrđuje da je u Srbiji, kao i u drugim zemljama u razvoju priliv doznaka i tekućih transfera dominantan i stabilan priliv inostranog kapitala. Takođe, ovim se potvrđuje, kao što je navedeno u ekonomskoj literaturi, da su ovi prilivi znatno manje osetljivi na privredne cikluse i ekonomske šokove nego strane direktne investicije i drugi privatni i državni tokovi kapitala. S obzirom na to, Srbija bi trebalo u većoj meri da utiče na njihovo usmeravanje u štednju i investicije, kako bi se pored direktnog uticaja - koji ovi prilivi imaju na tekuću potrošnju, njihovim preusmeravanjem u produktivne namene doprinelo i privrednom rastu i razvoju zemlje u dugom roku.

Nizak priliv kapitala posledica skromnog neto priliva SDI i portfolio investicija, uz neto odliv ostalih investicija

Od januara do novembra neto priliv kapitala iznosio je 873 miliona evra i bio je nedovoljan da pokrije tekući deficit u istom periodu, usled čega su devizne rezerve opale za 214 miliona evra. Neto priliv SDI je iznosio 643 miliona evra (2,2% BDP-a). Istovremeno, neto odliv ostalih investicija bio je veoma visok i iznosio 905 miliona evra. Uz to, portfolio investicije bile su vrlo nestabilne (v. Tabelu T4-1).

U oktobru i novembru zabeležen je priliv kapitala od 158 miliona evra. Stoga, i pored izuzetno smanjene vrednosti tekućeg deficita ostvareni priliv kapitala nije bilo dovoljan za njegovo pokrivanje, što je uslovalo smanjenje deviznih rezervi za 24 miliona evra (Tabela T4-1). Nizak priliv kapitala posledica je skromnog neto priliva SDI i portfolio investicija, uz neto odliv ostalih investicija. Priliv portfolio investicija u oktobru novembru iznosi 202 miliona evra i duguje se blago povećanom interesovanju stranih investitora za ulaganje u dinarske državne (NBS i trezor) hartije od vrednosti (videti deo o Monetarnoj politici), usled eksternih faktora – odluka FED-a u septembru o odlaganju smanjenja kvantitativnih olakšica, tako i internih faktora – visoke dinarske kamatne stope uz kredibilnu politiku NBS sprečavanja naglih deprecijacija dinara. SDI su i dalje niske i iznose 125 miliona evra, dok je zabeležen neto odliv na račun ostalih investicija iznosi od 169 miliona evra. U okviru ostalih investicija, ostvaren je skroman priliv na račun trgovinskih kredita, praćen odlivom po osnovu finansijskih kredita i na račun gotov novac i depoziti.

Negativan saldo neto finansijskih kredita dominantno posledica razduživanja NBS po osnovu otplate duga prema MMF-u

Negativan saldo neto finansijskih kredita od 177 milion evra u najvećoj meri je posledica razduživanja Narodne banke Srbije po osnovu otplate duga prema MMF-u (iz deviznih rezervi po ovom osnovu je isplaćeno 122 miliona evra). Banke su se neto zadužile u iznosu od 17 miliona evra neto, gde je zabeleženo zaduživanje po osnovu kratkoročnih kredita (45 miliona evra), a razduživanje po osnovu dugoročnih kredita (28 miliona evra). Privreda se razdužila za 64 miliona evra, neto. Na račun Gotov novac i depoziti zabeleženo smanjenje od 146 miliona evra, neto.

² Videti prethodni broj QM

Tokom 2013 devizne rezerve su povećanje za 274 miliona evra

Od januara do novembra devizne rezerve NBS su smanjene 214 miliona evra (Tabela T4-1), dok su na nivou cele godine povećane za 274 miliona evra³ (pre svega usled dodatnog zaduživanja države u decembru). I pored toga što je tokom 2013 ostvareno izrazito veće razduživanje po osnovu ostalih investicija nego u 2012 (do novembra je razduživanje po osnovu ostalih investicija iznosilo 905 miliona evra – devet puta više nego u 2012), znatno niži tekući deficit, kao i nešto viši priliv SDI nego u 2012. godini uz kumulativno visok priliv portfolio investicija (prvenstveno kao posledica zaduživanja države), doprineli su zabeleženom rastu deviznih rezervi u 2013.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2011	2012	jan-nov 2013	2012		2013			
				Q3	okt-nov	Q1	Q2	Q3	okt-nov
u milionima evra									
TEKUĆI RAČUN	-2.870	-3.185	-1.247	-551	-291	-625	-290	-160	-172
Roba	-5.318	-5.480	-3.492	-1.191	-834	-1.151	-1.005	-685	-651
Izvoz robe, f.o.b ¹⁾	8.440	8.732	10.058	2.221	1.669	2.235	2.685	3.089	2.049
Uvoz robe, f.o.b ¹⁾	-13.758	-14.212	-13.551	-3.412	-2.503	-3.386	-3.690	-3.774	-2.700
Usluge	163	152	271	34	57	34	79	90	68
Prihodi	3.032	3.090	3.061	839	532	698	826	948	590
Rashodi	-2.869	-2.938	-2.790	-805	-475	-664	-747	-857	-522
Dohodak	-758	-798	-932	-156	-121	-190	-244	-362	-137
Prihodi	428	548	436	138	78	102	146	110	79
Rashodi	-1.186	-1.346	-1.368	-293	-200	-291	-389	-472	-215
Tekući transferi-neto	3.043	2.941	2.906	762	607	681	879	797	549
od čega: zvanična pomoć	206	144	111	43	26	30	32	30	18
od čega: poslata sredstva (doznake)	2.065	1.934	2.008	483	428	457	630	554	367
KAPITALNI RAČUN- neto	-3	-11	11	-1	-1	-2	9	4	0
FINANSIJSKI RAČUN	2.694	2.999	1.087	479	245	602	235	62	187
Direktne investicije- neto	1.827	242	643	117	158	155	139	224	125
Portfolio investicije	1.619	1.720	1.134	-37	1.450	1.402	-347	-123	202
Ostale investicije	1.049	-101	-905	60	-474	-95	-443	-202	-164
Trgovinski krediti	493	506	278	16	-42	68	12	39	159
Finansijski krediti	-413	-434	-887	-160	-91	-366	-291	-53	-177
NBS	45	-219	-600	-111	-105	-150	-148	-180	-122
Vlada	687	261	469	86	20	162	42	273	-8
Banke	-729	-476	-503	-28	102	-308	-43	-169	17
Dugoročni	419	-323	-256	-46	-37	-179	-1	-48	-28
Kratkoročni	-1.148	-154	-246	18	139	-129	-41	-121	45
Ostali sektori (privreda)	-416	0	-253	-108	-109	-70	-142	22	-64
Gotov novac i depoziti	970	-172	-295	204	-341	203	-165	-188	-146
Ostala aktiva i pasiva	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sredstva rezervi (- povećanje)	-1.801	1.137	214	340	-890	-859	886	164	24
GREŠKE I PROPUSTI- neto	179	197	149	73	47	25	46	94	-16
UKUPNI BILANS	1.801	-1.137	-214	-340	890	859	-886	-164	-24
PRO MEMORIA									
u % BDP-a									
Bilans tekućih transakcija	-9,1	-10,8	-4,2	-7,5	-5,5	-8,2	-3,5	-1,9	-3,1
Bilans robne razmene	-16,9	-18,6	-11,7	-16,2	-15,9	-15,1	-12,0	-8,2	-11,9
Izvoz robe	26,8	29,6	33,6	30,2	31,7	29,3	32,1	36,8	37,3
Uvoz robe	-43,6	-48,2	-45,3	-46,3	-47,6	-44,4	-44,1	-45,0	-49,2
Bilans robe i usluga	-16,3	-18,1	-10,8	-15,7	-14,8	-14,6	-11,1	-7,1	-10,6
Tekući transferi - neto	9,7	10,0	9,7	10,3	11,5	8,9	10,5	9,5	10,0

Izvor: NBS

1) Izvoz 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 kursa NBS).

Tokom 2013 jedino u Q1 došlo je do rasta deviznih rezervi kao posledica bitnijeg zaduživanja države u februaru. Inače da se država nije zadužila u februaru prodajom hartija od vrednosti u iznosu od 1.165 miliona evra, pad deviznih rezervi bi tokom 2013. godine do novembra iznosio 1,38 milijardi evra. U periodu od Q2 do novembra devizne rezerve su smanjene za 1,1 milijardu evra. Kumulativno smanjenje deviznih rezervi tokom oktobra i novembra iznosi 24 miliona evra. U ova dva meseca najveći odliv deviznih rezervi nastao je usled povlačenja više izdvojene obavezne rezerve banaka, po osnovu isplate dospelih hartija od vrednosti RS denominovanih u evrima, izmirenja obaveza prema ino kreditorima i po osnovu otplate duga prema MMF-u. Značajniji devizni priliv posledica je prodaje hartija od vrednosti RS nominovanih u evrima i

3 NBS, sa međuvalutnim promenama – tekući kurs.

dinarima⁴ na domaćem finansijskom tržištu. U oktobru dinar je nominalno aprecirao, dok je u novembru zadržao gotovo nepromenjenu vrednost prema evru. Da bi održala stabilnost kursa, NBS je od sredine 2013. godine snažno intervenisala kupovinom i prodajom deviza na međubankarskom deviznom tržištu.

Izvoz

Izvoz i dalje beleži znatan međugodišnji rast u Q4, iako usporava u odnosu na Q3

Prema podacima RZS-a tokom Q4 izvoz iznosi 2.958 miliona evra, tj. beleži međugodišnji porast od 22,2%. Time, nakon snažnog rasta izvoza iz prethodnog kvartala (38,5% međugodišnje) izvoz usporava rast u Q4 (Tabela T4-2). U Q4, kao i u celoj 2013. godini glavni pokretač rasta izvoza je izvoz automobilske industrije. Pored automobila, veliki doprinos rasta izvoza u 2013 posledica je efekata prethodnih ulaganja u naftnu industriju. Uz to, relativno dobra poljoprivredna sezona i time povećan izvoz ovih proizvoda povoljno je uticao na rast ukupnog izvoza u drugoj polovini 2013. godine.

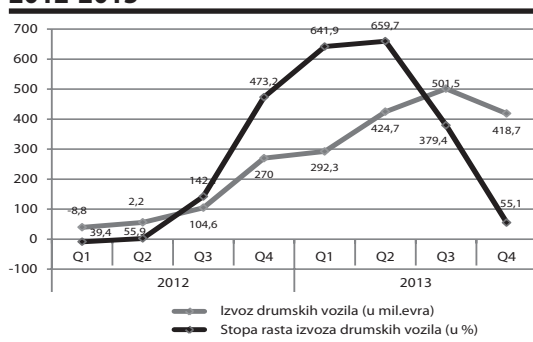
Tabela T4-2. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2011–2013

	Učešće u ukupnom izvozu u 2013 u %	2011	2012	2013	2012		2013		2012		2013	
					Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4
					u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	8.441	8.822	11.076	2.255	2.422	3.125	2.958	4,5	11,9	38,5	22,2
Ukupno bez drum. vozila	85,2	8.253	8.352	9.439	2.151	2.152	2.623	2.540	1,7	1,7	22,0	18,0
Energija	4,7	310	303	523	65	90	145	151	-6,0	48,2	125,3	68,2
Intermedijarni proizvodi	33,7	3.980	3.187	3.731	812	758	1.012	901	-19,8	-16,7	24,5	18,8
Kapitalni proizvodi	26,9	1.001	1.667	2.983	410	623	859	793	63,9	102,1	109,4	27,2
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	12,2	813	1.197	1.346	306	353	358	374	47,9	35,2	17,0	5,9
Trajni proizvodi za široku potrošnju	4,8	347	395	529	106	111	142	147	18,5	19,1	33,8	32,5
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	21,8	2.118	2.230	2.412	598	611	675	674	4,6	5,2	12,8	10,3
Ostalo	8,1	686	1.039	898	264	229	292	293	60,6	8,8	10,7	28,0

Izvor: RZS

Izvoz drumskih vozila naglo je započeo rast krajem 2012. godine (Grafikon T4-3). U Q2 i Q3 2013 ovaj izvoz dostiže veoma visok nivo, da bi u Q4 blago opao. Tako, nakon izuzetno visokih međugodišnjih stopa rasta u prvoj polovini 2013 godine, rast usporava u Q3, da bi u Q4 gotovo u potpunosti bio iscrpljen (usled obuhvata izvoza iz Q4 2012 kao visoke baze). Stoga, kako je rast iscrpljen, u najboljem slučaju u narednom periodu možemo očekivati stagnaciju izvoza ovih proizvoda.

Grafikon T4-3. Izvoz drumskih vozila, 2012–2013



Izvor: RZS, QM

Izvoz svih izvoznih grupa, sa izuzetkom izvoza Ostalih proizvoda, usporava rast u odnosu na prethodni kvartal

Izvoz Kapitalnih proizvoda naglo usporava rast. Nakon međugodišnjeg rasta od preko 100% četiri kvartala za redom, u Q4 2013 međugodišnje stopa rasta iznosi 27%. Izvoz *Kapitalnih proizvoda* po isključenju drumskih vozila beleži međugodišnji rast po stopi od 5,9%. To predstavlja usporavanje rasta u odnosu na prethodni kvartal, ali i na rast zabeležen u prva dva kvartala 2013. godine. Izvoz *Intermedijarnih proizvoda*, nakon međugodišnjeg rasta u Q3 od 24,5%, u Q4 beleži rast od 18,8%.

⁴ Deo investitora unosi devize u Srbiju i prodaje ih na deviznom tržištu, kako bi došao do dinara kojima kupuje hartije od vrednosti NBS i Trezora. Ovakvo ponašanje investitora ukazuje na to da oni očekuju da će kamatne stope na dinarske hartije od vrednosti biti (znatno) veće od zbira kamatnih stopa na svetskom tržištu i očekivane deprecijacije dinara.

Izvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* takođe usporava rast u odnosu na Q3, mada ubrzava u odnosu na prvu polovinu godine. Rast izvoza *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* i dalje je visok i iznosi 32,5%

Izvoz proizvoda svrstanih u *Ostali izvoz* beleži znatno ubrzanje rasta. Naime, izvoz proizvoda svrstanih u ovu grupu u Q4 je viši za 28,0% u odnosu na vrednost iz Q4 2012. godine.

U 2013. godini znatno smanjen spoljnotrgovinski deficit, a pokrivenost uvoza izvozom dostigla 72%

Na nivou godine zabeležen je izrazito brži rast izvoza od uvoza, čime je znatno povećana pokrivenost uvoza izvozom i smanjen tekući deficit. Izvoz u 2013 iznosi 11.076 miliona evra, što je rast od 25,6% u odnosu izvoz ostvaren tokom 2012. godine. Istovremeno, uvoz iznosi 15.478 miliona evra (rast od 4,8% međugodišnje). Time se pokrivenost uvoza izvozom povećala: sa 60% - koliko je iznosila na nivou 2012, na 72% u 2013. godini. Ovo je najveća pokrivenost uvoza izvozom u novijem periodu, ali je neophodno dodatno poboljšanje jer je deficit tekućeg bilansa od 5% BDP i dalje visok. Spoljnotrgovinski deficit je u 2013. godini za četvrtinu (tj. za 1,55 milijardi evra) niži u odnosu na 2012. godinu.

Uvoz

U Q4 2013 međugodišnji rast uvoza iznosi 5,6%...

Uvoz u Q4 iznosi 4.215 miliona evra, što je 5,6% iznad vrednosti iz Q4 2012 (Tabela T4-4). Nakon ubrzanja rasta zabeleženog u prva tri kvartala 2013. godine, uvoz u Q4 usporava rast. Kao razlog tome prvenstveno navodimo i dalje nisku domaću tražnju, koja je posledica do sada preduzetih mera fiskalne konsolidacije.

...koji će u narednom periodu biti bitnije ograničen

Smatramo da će rast uvoza u 2014. godini s jedne strane biti ograničen niskom domaćom tražnjom usled usporavanja rasta proizvodnje automobilske industrije, što će se odraziti kroz usporavanje rasta uvoza automobilskih komponenti. Isti uticaj na uvoz će imati niska (čak negativna)⁵ kreditna aktivnost ako se nastavi u 2014. godini. Uz to privatna i državna potrošnja će opadati, a to će usporavati rast izvoza⁶.

Uvoz Energije ubrzava rast

Period međugodišnjeg smanjenja uvoza Energije prekinut je u Q3 2013 - kada uvoz energenata beleži rast od 5,3%, a koji ubrzava na kraju godine. Naime, uvoz ovih proizvoda je u Q4 9,5% iznad vrednosti iz Q4 2012. To objašnjavamo činjenicom da su pretežno iscrpljeni efekti ranijih investicija u naftnoj industriji i da se Q4 2013 poredi sa niskom prošlogodišnjom bazom. Tako je uvoz bez energije zabeležio međugodišnji rast od 4,8%, što je izraženo usporavanje rasta ovako posmatranog uvoza u odnosu na rast iz prethodnog kvartala.

Tabela T4-4. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2011–2013

	Učešće u uvozu 2013	2011	2012	2013	2012		2013		2012		2013	
					Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4
	u %	u milionima evra										u %
Ukupno	100,0	14.250	14.771	15.478	3.554	3.990	3.913	4.215	1,6	1,4	10,1	5,6
Energija	15,1	2.846	2.583	2.339	535	678	563	742	-10,6	-20,7	5,3	9,5
Intermedijarni proizvodi	32,4	5.030	5.131	5.010	1.301	1.291	1.321	1.254	-0,7	4,5	1,5	-2,9
Kapitalni proizvodi	23,3	2.812	2.994	3.600	726	887	913	982	5,8	12,4	25,7	10,7
Trajni proizvodi za široku potrošnju	1,9	320	322	301	80	82	70	79	0,5	-15,0	-12,9	-3,4
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,2	2.176	2.168	2.197	551	625	558	599	-5,0	3,7	1,3	-4,1
Ostalo	13,1	1.066	1.573	2.031	360	427	489	558	47,6	20,3	35,7	30,5
Uvoz bez energije	84,9	11.404	12.189	13.139	3.019	3.312	3.350	3.472	4,1	7,6	11,0	4,8

Izvor: RZS

U čak tri kategorije uvoz je smanjen

Međugodišnje posmatrano, u čak tri kategorije – Intermedijarni proizvodi, kao i Trajni i Netrajni proizvodi za široku potrošnju – uvoz je smanjen (Tabela T4-4). Opadanje uvoza Intermedijarnih proizvoda može da ukaže na usporavanje proizvodnje u narednom periodu. Kapitalni proizvodi rastu po stopi od 10,7% međugodišnje. To je ipak usporeni rast u poređenju sa prethodnim kvartalima. Ovo usporenje se duguje smanjenom uvozu komponenti za proizvodnju automobila, kao i tome što se u Q4 već poredi sa visokom bazom.

⁵ v. deo Monetarni tokovi i politika.

⁶ v. deo Privredna aktivnost i deo Fiskalni tokovi i politika.

Proizvodi svrstani u Ostali uvoz i dalje imaju značajan rast

Ipak, proizvodi svrstani u Ostali uvoz i dalje imaju značajan rast od 30,5% međugodišnje. Kao što smo napomenuli u prethodnim brojevima QM-a, pored u Kapitalne proizvode, komponente za proizvodnju FIAT automobila su takođe svrstane u ovu grupu.

Spoljni dug

Spoljni dug Srbije na kraju decembra iznosi 25,8 milijardi evra, tj. 79,2% BDP-a

Na kraju decembra 2013. godine, spoljni dug Srbije iznosi 25,8 milijardi evra, tj. 79,2% BDP-a⁷.

Rast spoljne zaduženosti u 2013 duguje se rastu spoljnog duga javnog sektora...

Tokom 2013. godini ukupni spoljni dug uvećan je za 121 miliona evra, neto, s tim što je spoljna zaduženost javnog sektora povećana za 986 miliona evra, a privatnog sektora smanjenja za 865 miliona evra. Stoga, rast spoljne zaduženosti zemlje u 2013. isključivo je posledica rasta spoljnog duga javnog sektora. Privatni sektor, i banke i preduzeća, su smanjila iznos inostrane zaduženosti, kako po osnovu dugoročnog, tako i po osnovu kratkoročnog duga.

...najvećim delom ostvarenog tokom Q1 dok se privatni sektor razdužuje

Dugoročni spoljni dug privatnog sektora smanjen je za 584 miliona evra, od čega se najveći deo smanjenja duguje razduživanju bankarskog sektora (koje su se u 2013. godini razdužile za 443 miliona evra). Privreda je smanjila iznos dugoročnog spoljnog duga za 142 miliona evra. U poređenju sa 2012. godinom nivo kratkoročnog zaduživanja je znatno manji, kako banaka (za 257 miliona evra), tako i privrede (za 25 miliona evra).

Porast spoljnog duga i tokom Q4 isključivo posledica rasta spoljnog duga javnog sektora

Tokom Q4 ukupni spoljni dug porastao je za 156 miliona evra, tj. za 0,4 pp BDP-a. Ovaj porast isključivo je posledica rasta spoljnog duga javnog sektora (rast za 387 miliona evra, tj. za 0,8 pp). Ovo neto povećanje je s jedne strane posledica priliva sredstava po osnovu prodaje hartija od vrednosti Republike Srbije na međunarodnom i domaćem finansijskom tržištu u decembru od 845 miliona evra, koji je sa druge strane umanjeno odlivom sredstava po osnovu otplate duga usled dospelih hartija od vrednosti i razduživanja NBS prema MMF-u. Istovremeno privatni sektor je smanjio zaduženost prema inostranstvu za 231 miliona evra, od čega 263 miliona evra po osnovu dugoročnog zaduživanja, dok je kratkoročno zaduživanje blago povećano. Banke su se razdužile po osnovu dugoročnih kredita za 234 miliona evra, a privreda za 29 miliona evra. Kratkoročno zaduživanje banaka uvećano za 34 miliona evra, a privrede neznatno smanjeno - za 5 miliona evra, u odnosu na stanje u Q3 (Tabela T4-5).

U 2014 imajući u vidu planirani nivo fiskalnog deficita procenjuje se da će se nastaviti rast duga javnog sektora. On će biti praćen smanjenjem duga privatnog sektora, ukoliko se nastavi dosadašnji trend intenzivnog razduživanja banaka i privrede. Iako će razduživanje privatnog sektora u velikoj meri da kompenzuje rast duga javnog sektora, nepovoljna struktura ukupnog duga u korist javnog sektora će biti u većoj meri izražena u 2014. Stoga, prava mera rizika u narednom periodu u Srbiji nije sam nivo spoljnog duga, već njegova struktura, koja odslikava nepovoljno stanje u privredi – već duže vreme relativno neaktivan privatni sektor, koji ne ukazuje na potencijalne preokrete i bitnije pokretanje aktivnosti, i velike i rastuće potrebe javnog sektora, koje praćene izostankom aktivnosti ostatka privrede teže da postanu neodrživo samogenerišuće.

⁷ Najnovijim revizijama statistike podaci o nominalnom BDP su korigovani na dole, što ima za posledicu povećanje učešća svih makroekonomskih varijabli u BDP. S obzirom da je revizija BDP objavljena neposredno pred štampanje QM u ovom broju su korišćeni stari nerevidirani podaci o BDP.

Tabela T4-5. Srbija: struktura spoljnog duga, 2010–2013

	2010	2011	2012	2013			
				Mar.	Jun	Sep.	Dec.
	stanja, u milionima evra, kraj perioda						
Ukupan spoljni dug	23.786	24.125	25.721	26.722	26.072	25.686	25.842
(U% BDP-a) ⁴⁾	85,1	76,5	87,1	88,1	83,4	79,6	79,2
Javni spoljni dug ¹⁾	9.076	10.773	12.187	13.483	12.914	12.786	13.173
(U% BDP-a) ⁴⁾	32,5	34,2	41,3	44,5	41,3	39,6	40,4
Dugoročni	9.076	10.773	12.187	13.483	12.914	12.786	13.173
od čega MMF	1.529	1.618	1.389	1.245	1.079	890	697
od	449	459	452	454	447	441	434
Kratkoročni	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug ²⁾	14.710	13.352	13.534	13.240	13.158	12.900	12.669
(U% BDP-a) ⁴⁾	52,6	42,3	45,9	43,7	42,1	40,0	38,8
Dugoročni	12.880	12.704	13.040	12.879	12.849	12.719	12.457
od čega banke	3.362	3.782	3.672	3.530	3.511	3.463	3.229
od čega privreda	9.518	8.922	9.369	9.348	9.336	9.255	9.227
od čega ostali	0	0	0	1	1	1	1
Kratkoročni	1.830	648	493	361	309	180	212
od čega banke	1.731	582	428	303	261	135	171
od čega privreda	100	66	65	58	47	45	41
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	49,3	38,3	50,2	49,1	49,3	47,2	44,9

Napomena: Spoljni dug Republike Srbije obračunava se po principu „dospelog duga“, koji obuhvata iznos duga po glavnici i iznos obračunate kamate koja nije plaćena u momentu ugovorenog dospeća.

Izvor: NBS, QM

1) Spoljni dug javnog sektora Republike Srbije obuhvata dug države (u koji je uključen dug Kosova i Metohije po kreditima koji su zaključeni pre dolaska misije KFOR-a, neregulisan dug prema Libiji i klirinški dug prema bivšoj Čehoslovačkoj), Narodne banke Srbije, lokalne samouprave, fondova i agencija koje je osnovala država i dug za koji je izdata državna garancija.

2) Spoljni dug privatnog sektora Republike Srbije obuhvata dug banaka, preduzeća i ostalih sektora, za koji nije izdata državna garancija. Spoljnim dugom privatnog sektora nisu obuhvaćeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (836,3 mln evra, od čega se 383,2 mln evra odnosi na domaće banke, a 453,1 mln evra na domaća preduzeća).

3) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

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

5. Cene i devizni kurs

Od početka 2013. godine inflacija u Srbiji je bila izrazito niska; ovaj trend je nastavljen sve do kraja godine, kada je inflacija iznosila rekordno niskih 2,2%, što je neznatno ispod ciljnog koridora NBS. Na usporavanje inflacije i na njeno obaranje na istorijski najniži nivo najviše su uticali niska domaća tražnja kao i relativna stabilnost dinara. Iako je u januaru 2014. godine inflacija iznosila relativno visokih 1,5%, ocenjuje se da je ovaj skok privremenog karaktera, budući da je izazvan sezonskim rastom cena hrane, kao i jednokratnim rastom cena energenata i komunalnih usluga i samo manjim delom povećanjem posebne stope PDV-a i akciza. Prvenstveno zbog niske domaće tražnje, prouzrokovane realno nižom planiranom javnom potrošnjom za zarade, penzije i robu i usluge, kao i zbog stagnacije zarada prouzrokovanih visokom nezaposlenošću, može se očekivati da u narednom periodu neće doći do izlaska inflacije van dozvoljenog koridora NBS. Nominalni kurs je sve do decembra bio relativno stabilan, dok se od tada uočava trend depresijacije koji traje poslednja tri meseca. Snažni depresijacijski pritisci su u najvećoj meri izazvani globalnim faktorima, ali su na njih u određenoj meri uticali i nepovoljna kretanja u platnom bilansu Srbije. Stoga nije očigledno da li je slabljenje dinara samo privremeno ili će se taj trend nastaviti i u narednim mesecima, što bi onda moglo na duži rok da deluje i na inflaciju. Iako je u januaru privremeno realno apresirao u odnosu na decembar, dinar je u odnosu na njegovu vrednost u januaru 2013. godine realno slabiji za oko 0,8%, dok se i u februaru očekuje njegova dalja blaga depresijacija.

Cene

Inflacija je u Q4 pala ispod donje granice ciljanog koridora NBS

Usporavanje inflacije je nastavljeno i u Q4 i na kraju godine je iznosila 2,2%. Nakon što je u septembru dostignut ciljni nivo inflacije, u oktobru je ona pala ispod granice dozvoljenog odstupanja od cilja ($4 \pm 1,5\%$) i tu je i ostala sve do kraja 2013. godine (Tabela T5-1). Ovako niskoj

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2008–2014

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2008					
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
2009					
dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
2010					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
2011					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
2012					
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
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
mar	175,1	11,2	1,2	0,0	4,7
jun	178,2	9,7	2,9	1,0	7,3
sep	177,3	4,8	2,4	0,0	-2,0
okt	177,6	2,2	2,6	0,2	2,3
nov	176,5	1,6	2,0	-0,6	-1,8
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
jan	179,5	3,1	1,5	1,5	4,4

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

...dok se u januaru vratila u okvir dozvoljenog koridora

inflaciji doprinos su dali niska domaća tražnja, relativna stabilnost kursa dinara, negativna uvozna inflacija u Q3 i Q4, pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda usled dobre poljoprivredne sezone u zemlji i svetu, kao i oprezno i relativno sporo ublažavanje restriktivnosti monetarne politike tokom 2013. godine.

Nakon dostizanja rekordno niske vrednosti međugodišnje inflacije od 1,6% u novembru 2013. godine, došlo je do njene stabilizacije oko donje granice ciljanog koridora, pa je u januaru iznosila 3,1%. Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkohola, duvana i energenata) se takođe nalazi u okviru dozvoljenih vrednosti i u januaru iznosi 3,4%, što je njen najniži nivo u poslednjih nekoliko godina (Grafikon T5-2). U narednim mesecima se može

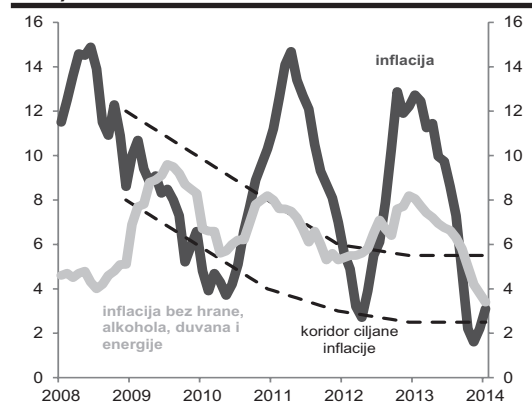
NBS nastavlja s postepenim ublažavanjem restriktivnosti monetarne politike

očekivati dalji umereni rast ukupne i stabilizacija noseće inflacije i njihovo kretanje u granicama koridora. Na rast inflacije bi mogli uticati dalji (sezonski očekivani) rast cena hrane, efekat preliivanja usled depresijacije dinara u periodu decembar-februar i usled povećanja posebne stope PDV-a i akciza, koji su se većim delom ispoljili u januaru. S druge strane, niska domaća tražnja može uticati da se ovaj efekat, kao što se desilo i tokom prethodne godine, i u narednom periodu ne ispolji u potpunosti.

Relativno skromno smanjenje referentne kamatne stope u poslednjih nekoliko meseci i njeno zadržavanje na nivou od 9,5% (Grafikon T5-3) ukazuje na opreznost NBS u održavanju inflacije u granicama ciljanog koridora, budući da i dalje postoje značajni rizici vezani za kredibilitno sprovođenje mera fiskalnog prilagođavanja, pad likvidnosti na međunarodnim finansijskim tržištima, kao i za dalje postojanje spoljne neravnoteže i potrebe za eksternim finansiranjem. Takođe, postoji rizik da visoke neravnoteže koje postoje u privredi Srbije destabilizuju kurs dinara, što bi se dalje, zbog visoke evroizacije ubrzo prenelo na inflaciju. Tokom Q4 je referentna kamatna stopa smanjena u tri navrata za po 50 baznih poena u oktobru, novembru i decembru, dok je od početka 2014. sve do kraja februara zadržana na decembarskom nivou od 9,5%. Spoljni deficit je značajno smanjen, prvenstveno zahvaljujući rastu izvoza (ali je mogućnost rasta izvoza po osnovu postojećih kapaciteta uglavnom iscrpljena), dok postojanje višegodišnjeg visokog fiskalnog deficita i ubrzani rast javnog duga Srbije, kao i rast udela loših kredita u ukupnim kreditima u privredi stvaraju nepovoljne uslove za održavanja niske inflacije. U navedenim uslovima se mora sprovođiti restriktivna monetarna politika čak i kada je inflacija na rekordno niskom nivou, što ima negativne posledica po dugoročni privredni rast. Kako bi se očuvala makroekonomska stabilnost, dalje smanjenje restriktivnosti monetarne politike putem smanjenja referentne kamatne stope i stope obaveznih rezervi moralo bi da bude praćeno rešavanjem problema strukturnih neravnoteža – prvenstveno smanjenjem previsokog fiskalnog deficita i ublažavanjem spoljne neravnoteže.

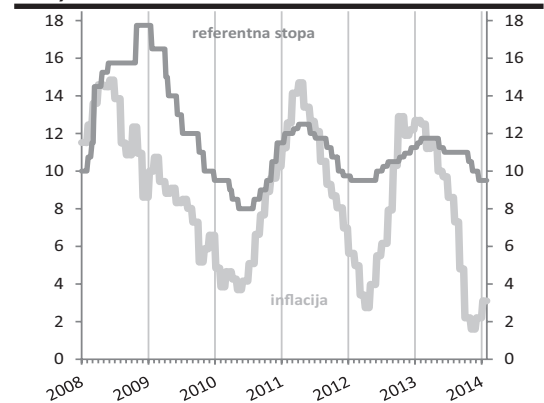
Tokom perioda u kom se primenjuje režim ciljane inflacije od strane NBS, može se uočiti visoka varijabilnost inflacije. U većem delu ovog perioda inflacija se kretala van ciljanog koridora (videti Grafikon T5-2), dok se i noseća inflacija u značajnom vremenskom intervalu takođe kretala van ovog koridora (veći deo 2012. i 2013. godine). Glavni izvor varijabilnosti inflacije bile su varijacije kursa, a povremeno i varijacije cena hrane i energenata, čiji se rast preliivao i na cene znatnog dela ostalih proizvoda, pa je tako rasla i noseća inflacija.

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2008–2014



Izvor: NBS i proračun QM-a

Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2014



Izvor: NBS

...dok je u oktobru je pala ispod donje granice ciljanog koridora

Ukupni pad cena od oko 0,2% u Q4 praćen je relativno visokom inflacijom u januaru od oko 1,5%, tako da anualizovana 3m inflacija iznosi oko 4,4%. Tokom Q4 najveći deflatorni doprinos dao je pad cena iz grupe hrane i bezalkoholnih pića (Tabela T5-4) i to najvećim delom u novembru mesecu. Tokom decembra su cene hrane počele da rastu, što je nastavljeno i tokom

januara, tako da je ukupno smanjenje ovih cena tokom Q4 poništeno januarskim povećanjem (doprinos inflaciji od -0,7 pp u Q4 i +0,8 pp u januaru). Sličan efekat su dale i promene cena naftnih derivata, čiji je pad od oko 1,5% u Q4 delovao deflaciono sa oko 0,1 pp, dok je januarski rast od 1,4% povećao inflaciju za istovetan iznos od 0,1pp. Značajniji efekat u Q4 na inflaciju imao je i sezonski rast cena odeće i obuće od oko 2,8% (0,1 pp). Pored rasta cena hrane (naročito je izražen inflatorni efekat rasta cena povrća od oko 12%, odnosno 0,6 pp) i naftnih derivata, u januaru je značajniji inflatorni doprinos dao i rast cena duvana (9,6%, odnosno 0,4 pp) i drugih proizvoda na koje su uticali povećanje posebne stope PDV-a i akciza. U januaru su cene računara, računarske opreme, audiovizuelnih i fotografskih uređaja porasle za 4,1%, a sličan rast su ostvarile i cene knjiga (4,7%), dok su cene komunalnih usluga takođe povećane, što je dalo ukupan doprinos inflaciji od oko 0,1 pp.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2013.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u januaru 2014.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	-0,2	-0,2	1,5	1,5
Hrana i bezalkoholna pića	34,5	-2,0	-0,7	2,3	0,8
Hrana	30,9	-2,0	-0,6	2,5	0,8
Alkoholna pića i duvan	7,8	1,2	0,1	5,9	0,5
Duvan	4,2	1,1	0,0	9,6	0,4
Odeća i obuća	4,6	2,8	0,1	-1,1	0,0
Stanovanje, voda struja	13,0	0,3	0,0	0,8	0,1
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćir	4,1	0,8	0,0	-0,4	0,0
Zdravstvo	6,4	0,1	0,0	1,2	0,1
Transport	12,3	-0,8	-0,1	1,0	0,1
Gorivo i mazivo	5,1	-1,5	-0,1	1,4	0,1
Komunikacije	5,0	0,7	0,0	-0,5	0,0
Ostalo	12,2		0,2		0,0

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Ukupna, kao i noseća
inflacija su na relativno
niskom nivou**

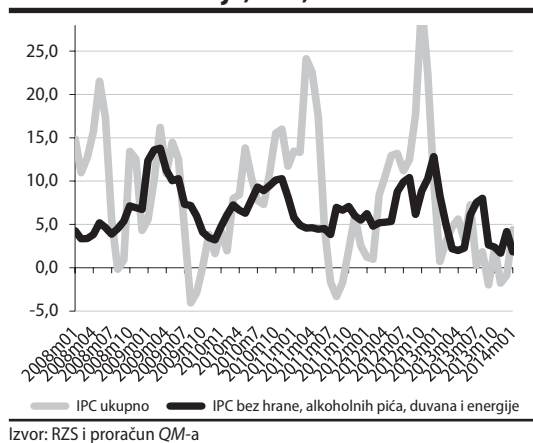
Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) se od novembra stabilizovala na relativno niskom nivou, tako da u januaru 3m proseki iznosi 0,46%, odnosno 1,8% analizovano (Grafikon T5-5), dok je ukupna inflacija iznosila 1,08%, odnosno oko 4,4% analizovano. Na ovako nisku noseću inflaciju je uticao relativno stabilan kurs dinara, kao i pad inflatornih očekivanja građana, privrede i finansijskog sektora u poslednjim mesecima 2013. godine. Međutim, kurs dinara je od početka 2014. godine umereno depresirao, a takođe su porasla inflatorna očekivanja sva tri sektora¹, kako zbog smanjenja kreditnog rejtinga Srbije od strane *Fitch* agencije, tako i zbog rasta premije rizika za Srbiju (mereno EMBI indeksom), pa bi se u narednim mesecima mogao očekivati umereni rast noseće inflacije, koja bi ipak ostala u granicama koridora. Inflatorni pritisci bi mogli da neznatno porastu i zbog očekivanog sezonskog rasta cena neprerađene hrane (povrća) i tokom februara meseca, ali bi ovo bilo praćeno sličnim deflacionim pritiscima u narednim mesecima, kada bi se cene istih proizvoda smanjile. S druge strane, gotovo je izvesno da neće postojati snažniji inflatorni pritisci sa strane tražnje, budući da će ukupna domaća tražnja realno opadati usled planiranog realnog pada državne potrošnje koja utiče na tražnju za robom i uslugama (plate, penzije, rashodi za robu i usluge).² Takođe, kretanje zarada u privatnom sektoru neće imati inflatorni uticaj, budući da se očekuje njihova stagnacija usled visoke stope nezaposlenosti. Povećanje posebne stope PDV-a sa 8% na 10%, kao i povećanje administrativno kontrolisanih cena (komunalnih usluga i prirodnog gasa) uticali su na rast inflacije u januaru, ali je njihov ukupni efekat bio skroman.

¹ Izveštaj o inflaciji NBS, februar 2014.

² Kvartalni monitor br. 34., poglavlja 2 i 5.

Kontrola inflacije u Srbiji se većim delom sprovodi preko kursa

Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2008-2014



Izvor: RZS i proračun QM-a

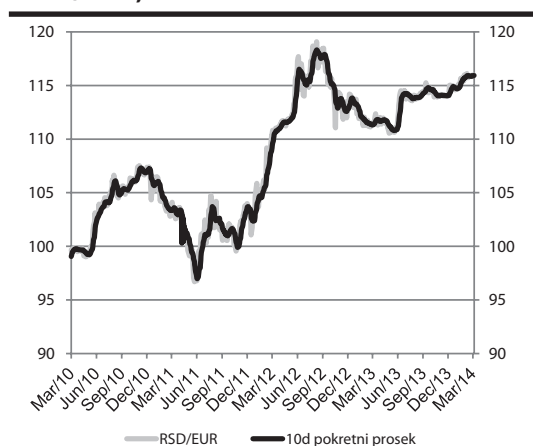
– slabljenje dinara (deprecijacija) se u znatno većem stepenu prenosi na inflaciju nego njegovo jačanje (aprecijacija). Sa obzirom na uticaj kursa na inflaciju NBS interveniše na deviznom tržištu češće i intenzivnije nego što to rade druge centralne banke, uključujući, naročito češće od onih koje sprovode model ciljane inflacije. Intenzitet intervencija NBS na deviznom tržištu znatno prevazilazi obim koji bi se mogao objasniti namerom da se spreče prekomerne dnevne oscilacije kursa. Očigledno je da je NBS snažnim intervencijama u više navrata videti deo monetarnoj politici) pokušavala, i više ili manje uspevala, da utiče na dugoročnije kretanje kursa, a ne samo da oblaži dnevne oscilacije.

Devizni kurs

Umerena depresijacija dinara od decembra

Kurs dinara je od jula do kraja novembra bio relativno stabilan, ali su se početkom decembra pojavili depresijacijski pritisci koji i dalje traju. Od kada je kurs dinara naglo oboren u septembru i oktobru 2012. godine, sa umerenom apresijacijom se nastavilo sve do prvog značajnijeg šoka u junu 2013. godine, kada je došlo do depresijacije od oko 3%. Od tada, pa sve do decembra je kurs dinara bio relativno stabilan, na nivou od oko 114 dinara za evro. Međutim, početkom decembra može se uočiti blagi trend depresijacije, u januaru je pređen nivo od 115 dinara za evro, a do kraja februara u odnosu na početak decembra, dinar je depresirao za oko 1,6% (Grafikon T5-6). Na apresijacijske pritiske koji su delovali sve do decembra, NBS je odgovorila kupovinom ukupno 525 mln evra. Na ovaj način NBS je sprečila slabljenje konkurentnosti privrede Srbije, ublažila buduće depresijacijske pritiske, ali i formirala devizne rezerve za sprečavanje nagle depresijacije u budućnosti. Od decembra su usledili depresijacijski pritisci, „odbrana“ kursa dinara

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010–2014



Izvor: NBS

Snažna korelacija između kretanja kursa i inflacije, ukazuje na to da u uslovima visoke evroiziranosti, u Srbiji nije moguće sprovoditi čist model ciljane inflacije. Model ciljane inflacije podrazumeva da centralna banka, pre svega, preko referentne kamatne stope utiče na kamatne stope poslovnih banaka, a kamatne stope poslovnih banaka utiču na kretanje domaće tražnje (investicija, lične potrošnje) i inflacije. U uslovima visoke evroiziranosti, uticaj NBS na inflaciju ostvaruje se indirektno - kamatnim stopama i intervencijama na deviznom tržištu se utiče na kretanje kursa, a kretanje kursa ključno utiče na inflaciju. U takvim okolnostima varijacije kursa prenose se u velikom stepenu na varijacije inflacije, pri čemu je taj uticaj asimetričan

i prodaja deviznih rezervi. Intervencije NBS na međubankarskom tržištu su se intenzivirale u februaru, pa je tako od decembra 2014 do kraja februara, NBS prodala preko 600 mln evra, dok je kurs dostigao nivo od oko 116 dinara za evro.

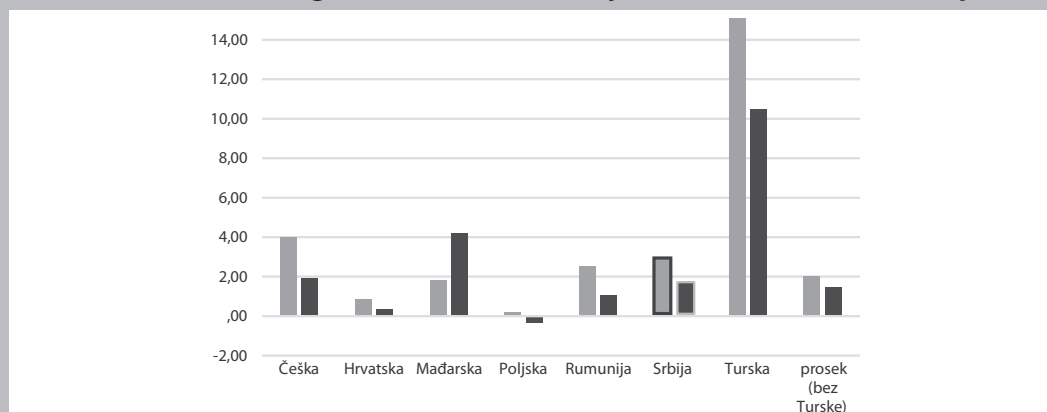
Globalni faktori su imali najveći uticaj na kretanje kursa dinara i tokom perioda apresijacije i tokom perioda depresijacije kursa. Nakon odluke FED-a o odlaganju smanjenja obima kvantitativnih olakšica, javili su se apresijacijski pritisci kao rezultat smirivanja reakcije međunarodnog finansijskog tržišta. Od januara, FED je otpočeo s postepenim smanjenjem obima kvantitativnih olakšica, što je dovelo do depresijacijskih pritisaka ne samo u Srbiji već i

u većini zemalja sa tržištima u usponu (eng. *emerging markets*). Srbija je naročito izložena uticaju monetarne politike FED-a zbog visoke fiskalne neravnoteže i činjenice da se veliki deo državnih hartija od vrednosti nalazi u posedu nerezidenata.

Okvir 1. Devizni kurs u zemljama centralne i istočne Evrope

Posmatrajući devizni kurs u zemljama centralne i istočne Evrope u kojima se sprovodi politika fleksibilnog kursa, u proseku se uočava trend blage depresijacije (izuzetak je Turska, gde snažna depresijacija lire traje od juna 2013. godine), a posmatrano u pojedinačnim zemljama, kurs varira u zavisnosti od specifičnih faktora - diskretnih mera i okolnosti u privredi konkretne zemlje. U posmatranoj grupi zemalja (Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska, Rumunija, Turska, videti Grafikon T5-7.) do najveće depresijacije došlo je u Turskoj - nakon izbijanja socijalnih nemira u Istanbulu proteklog leta, političke nestabilnosti i korupcionih afera članova turske vlade, kao i zbog neadekvatnih i nekredibilnih mera centralne banke (odluka prvo da se ne poveća referentna kamatna stopa, već da se poveća samo deo obavezne rezerve banaka u stranim valutama, a zatim donošenje nužne odluke da se referentna stopa ipak poveća za znatan iznos) došlo je do toga da lira nastavi da ubrzano slabi sve do danas. U ostalim, politički stabilnijim izabranim zemljama, do značajnije depresijacije došlo je u Češkoj krajem 2013. godine i u Mađarskoj u februaru 2014. Pored kretanja na globalnom finansijskom tržištu (smanjena obima kvantitativnih olakšica od strane FED-a), u obe zemlje je na depresijaciju valuta znatno uticalo i sprovođenja mera centralnih banaka: u Češkoj veće ponude domaće valute, kako bi se podstakao privredni rast i izbegla očekivana deflacija; a u Mađarskoj smanjenja referentne kamatne stope na rekordno nisku vrednost, mada je na slabljenje Forinte uticala i kriza u susjednoj Ukrajini. S druge strane, u Poljskoj je devizni kurs bio relativno stabilan i ostvarena je neznatna depresijacija u periodu decembar 2013. – februar 2014. godine. Stabilnost kursa u Poljskoj je rezultat visokog privrednog rasta, niske inflacije i poboljšanja spoljno-trgovinskog bilansa u odnosu na prethodne godine, a verovatno je delom i rezultat prebacivanja interesovanja stranih investitora na tržišta stabilnijih istočnoevropskih zemalja sa sve nestabilnijeg ruskog tržišta (zbog krize političkih odnosa između Rusije i Amerike i EU, što je već dovelo do povlačenja kapitala iz Rusije i pada Rublje).

Grafikon T5-7. Nominalna depresijacija kursa (u %) u periodu jun-novembar 2013. i decembar-februar 2014. godine u izabranim zemljama centralne i istočne Evrope



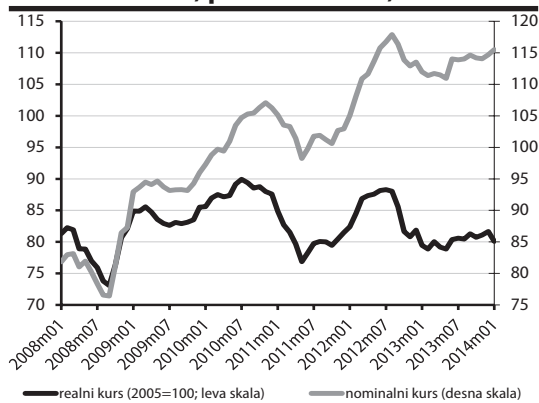
Napomena: plavom bojom je označena nominalna depresijaciju u periodu jun – novembar 2013. godine; crvenom bojom je označena nominalna depresijacija u periodu decembar 2013. – februar 2014. godine.
Izvor: Eurostat, NBS

Kada se izuzme ekstremni slučaj depresijacije u Turskoj (zbog specifičnih faktora koji su uticali na nestabilnost u toj zemlji) dobija se prosečan umeren trend depresijacije u oba posmatrana perioda u zemljama centralne i istočne Evrope. Srbija se nalazi neznatno iznad ovog proseka, pa bi se moglo zaključiti da je depresijacija dinara u najvećoj meri posledica opštih međunarodnih kretanja a samo manjim delom posledica specifičnih faktora vezanih za Srbiju. Poboljšanje činilaca koji negativno utiču na stabilnost finansijskog tržišta u Srbiji, kao što su loše stanje javnih finansija, (ubrzano rastući javni dug i visok fiskalni deficit), nizak kreditni rejting zemlje, nizak privredni rast i dr. moglo bi, kao u slučaju Poljske, kompenzovati uticaj globalnih trendova i rezultovati stabilnim kursom domaće valute.

Preterano davanje značaja svakodnevnom praćenju kursa dinara prema evru od strane svih vrsta medija i dramtizirano izveštavanje u kome se insistira na promenama kursa od svega nekoliko desetih delova promila, za svrhu može imati samo popunjavanje slobodnog medijskog prostora, i najčešće ne sadrži nikakvu relevantnu informaciju koja bi bila od koristi domaćim privrednicima, stranim investitorima ili građanima uopšte. Ono što bi, za razliku od paušalnih procena kretanja kursa dinara, zasnovanih samo na dnevnim promenama njegove vrednosti, imalo određenu težinu jesu dugoročnije analize kretanja kursa od strane ekonomskih stručnjaka, koje se svakako ne mogu menjati i saopštavati na dnevnom nivou, i na takvim analizama bi trebalo da se zasniva i ozbiljno ekonomsko novinarstvo.

Realna depresijacija je dostigla maksimum na kraju Q4

Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2008-2013



Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a
Napomena: porast predstavlja depresijaciju

realne depresijacije dinara bi poboljšao konkurentnost privrede uz prihvatljive troškove na strani inflacije i troškova kredita.³

Dinar je prema evru tokom Q4 realno depresirao za 0,3% i na kraju decembra se nalazio približno na istom nivou kao na kraju 2012. godine (Grafikon T5-8). Međutim, od početka 2014. godine je, kako zbog nešto više inflacije u Srbiji, tako i zbog visoke deflacije u evrozoni, u januaru dinar realno apresirao za oko 2%. Očekuje se da će ovo jačanje dinara biti samo privremeno, budući da se u Srbiji očekuje smanjenje mesečne stope inflacije, dok bi u evrozoni bilo neodrživo dalje deflatorno kretanje (u januaru je mesečna deflacija iznosila 1,15%). Takođe, dinar je i tokom februara nastavio sa nominalnom depresijacijom, a značajniji „pad“ kursa je sprečen znatnim intervencijama NBS na međubankarskom tržištu. Nastavak ovog trenda umerene

³ v. Kvartalni monitor br. 34, poglavlja 2 i 5.

6. Fiskalni tokovi i politika

Fiskalni deficit je u 2013. godini iznosio 211 mlrd. dinara, tj. 5,7% BDP, što je najviši fiskalni deficit u Centralnoj i Istočnoj Evropi. Visok deficit je ostvaren uprkos određenim uštedama na diskrecionim rashoda (za subvencije, robu i usluge i kapitalne rashode) u drugoj polovini prošle godine, jer su prihodi znatno opali, kako realno tako i u odnosu na BDP. Postoje indicije da je deo ušteda ostvaren kašnjenjem države u izmirivanju obaveza, što znači da je fiskalni deficit za prošlu godinu veštački smanjen (verovatno za oko 0,5% BDP), a da će fiskalni deficit u ovoj godini biti veći za isti iznos. Realni pad prihoda je posledica recesije u većem delu privrede, nelikvidnosti preduzeća, rasta sive ekonomije, ali i olako datih poreskih oslobađanja u prethodnim godinama. Javni dug je na kraju januara 2014. godine iznosio 63,5% BDP. Procenjuje se da bi bez primene dodatnih mera fiskalne konsolidacije, uz ostale nepromenjene makroekonomske okolnosti, deficit u 2014. mogao biti veći od planiranih 7,1% BDP, te da bi u tom slučaju javni dug krajem godine mogao preći 70% BDP. Za vraćanje javnih finansija na održivu putanju i stvaranje uslova za privredni rast, neophodno je već u 2014. godini obezbediti dodatne trajne uštede od oko 1% BDP, što neće biti moguće bez umanjenja velikih kategorija tekućih javnih rashoda (za penzije i zarade u javnom sektoru), te bez hitne finansijske i poslovne konsolidacije javnih i državnih preduzeća i znatnog unapređenja sistema nadzora bankarskog sistema od strane NBS.

Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

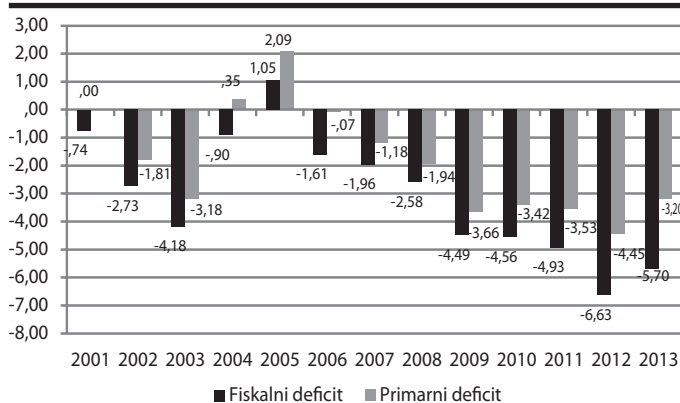
Fiskalni deficit u Q4 iznosi 4,3% kvartalnog BDP

U Q4 2013. ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 40,2 mlrd. dinara (oko 4,3% kvartalnog BDP), što je manje od planiranog. Na relativno nizak deficit u Q4 uticalo je privremeno usporavanje pada prihoda i znatno smanjenje diskrecionih rashoda države (subvencija, nabavki roba i usluga, javnih investicija) od septembra 2013. godine, sprovedeno sa ciljem da se fiskalni deficit u celoj godini održi u planiranim okvirima. Smanjenje subvencija se ocenjuje kao ekonomski opravdano, ali je potrebno da bude postepeno i praćeno snažnom reformom poslovnog okruženja. Uštede na kupovini roba i uslugama su takođe opravdane, ali je neophodno da se one sprovedu sistematski kako ne bi dovele do nestašica u javnom sektoru (zdravstvo) ili docnji u izumiranju obaveza države. Smanjenje kapitalnih rashoda ocenjuje kao ekonomski neopravdano, budući da su oni već niski (3,4% BDP), a da je infrastruktura u Srbiji zapuštena i neizgrađena, što nepovoljno utiče na privredni ambijent i usporava privredni rast.

Rast docnji u izmirivanju obaveza države baca senku na ostvarene uštede

Senku na ostvarene uštede u poslednjem kvartalu prethodne godine baca rast docnji u izmirivanju obaveza države. Docnje predstavljaju grub primer finansijske nediscipline od strane države što je neprimereno uređenoj tržišnoj privredi, jer bi država trebala redovnim izmirenjem obaveza

Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans i primarni fiskalni bilans (% BDP)¹



Izvor: Obračun QM-a

¹ Primarni deficit (deficit bez kamata) predstavlja razliku između ukupnih javnih prihoda i ukupnih javnih rashoda iz kojih su isključeni rashodi na kamate.

da predstavlja primer svim učenicima na tržištu. U uslovima krize docnje dodatno pogoršavaju likvidnost privrede i produbljuju recesiju. Ocenjuje se da su uštede koje se odnose na docnje privremene, a sličan je slučaj i sa smanjenjem javnih investicija, koje su nakon promena lokalnih vlasti u najvećim gradovima značajno opale. Izmirenje obaveza po osnovu docnji, kao i ponovno aktiviranje lokalnih investicija, do koga bi moglo doći u drugoj polovini godine uticaće na rast fiskalnog deficita u 2014 godini, pod ostalim nepromenjenim uslovima.

Konsolidovani fiskalni deficit u 2013. iznosi oko 5,7% BDP, a sa docnjama oko 6,2%

Konsolidovani fiskalni deficit u 2013. godini iznosio je 211 mlrd. dinara, tj. 5,7% BDP¹, a da je država regularno izmirila sve svoje ugovorne i zakonske obaveze fiskalni deficit bi iznosio oko 6,2% BDP. Značajnu komponentu u okviru ostvarenog deficita (0,9% BDP) predstavljaju rashodi po osnovu sanacije banaka i pokrivanja gubitaka javnih i drugih preduzeća u državnom vlasništvu (kroz plaćanja njihovih obaveza, po osnovu prethodnih zaduživanja za koje je država dala garancije, i sl.). Posmatrano po nivoima države, najveći deficit je ostvaren u budžetu Republike, dok su suficit ostvarili fond zdravstvenog osiguranja i lokalne samouprave. Deficit u budžetu Republike je tesno povezan sa deficitom penzijskog fonda jer su transferi budžeta Republike penzijskom fondu u prošloj godini bili veći od konsolidovanog fiskalnog deficita. Suficit na lokalnom nivou države delimično je posledica usporavanja realizacije lokalnih javnih investicija usled promene vlasti u nekoliko najvećih gradova, pa se stoga može oceniti da je privremenog karaktera. Ukupni fiskalni deficit se može razložiti na dve komponente: primarni fiskalni deficit i fiskalni deficit po osnovu kamata.

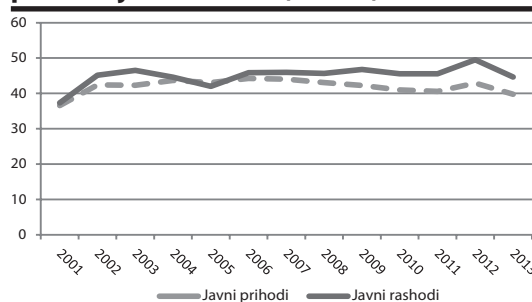
Primarni fiskalni deficit u 2013. iznosi 3,2% BDP, a sa docnjama oko 3,7% BDP

Primarni fiskalni deficit predstavlja važan indikator fiskalne pozicije neke zemlje jer pokazuje koliko iznosi fiskalni deficit, ako se iz njega isključe rashodi za kamate. Primarni fiskalni deficit u 2013. godini iznosio 3,2% BDP, a sa docnjama čak 3,7% BDP što ukazuje da postoji visoka neravnoteža između prihoda i rashoda, koje nije posledica javnog duga. Primarni fiskalni deficit pokazuje koliki bi bio fiskalni deficit u hipotetičkom slučaju kada bi javni dug Srbije bio jednak nula. Visok primarni fiskalni deficit ukazuje na to da se fiskalna konsolidacija u Srbiji, kao i u drugim zemljama, dominantno mora zasnivati na smanjenju nekamatnih rashoda (plata, penzija, subvencija, rashoda za robe i usluge).

Rashodi za kamate su dostigli 2,5% BDP - bez smanjenje primarnog fiskalnog deficita rast javnog duga može da postati samogenerišući

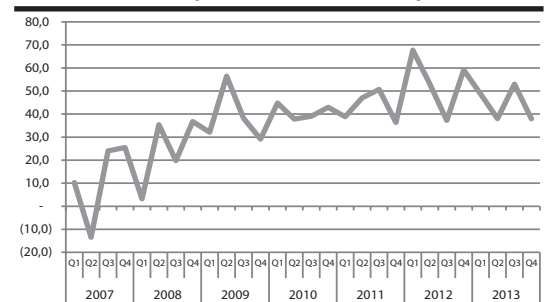
Rashodi za kamate su u 2013. godini dostigli čak 2,5% BDP, dok su u pretkriznoj 2008. godini iznosili samo 0,7% BDP. Povećanje rashoda na kamate najvećim delom je posledica povećanje javnog duga i povećanje kamatnih stopa². Iz prethodnog sledi da je i za usporavanje rasta rashoda za kamate ključno da se zaustavi rast javnog duga, a osnovni uslov za to je da se relativno naglo obori primarni fiskalni deficit. Ukoliko se to ne realizuje rashodi po osnovu kamata će i dalje rasti pa postoji rizik da, rast javnog duga postane samogenerišući – tj. da se država sve više zadužuje da bi vraćala kamate.

Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a

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



Izvor: Obračun QM-a

Za održivost javnih finansija neophodno je u 2014. napraviti dodatne trajne uštede od 1% BDP

Održivost javnih finansija zemlje se ocenjuje na osnovu nivoa i kretanja javnog duga. Osim toga, novija empirijska istraživanja pokazuju da je za uspostavljanje dugoročnog privrednog rasta i izbegavanje većih oscilacija u privrednoj aktivnosti, bitnija održivost putanje javnog duga od njegove visine.³ Stoga je za vraćanje javnih finansija Srbije na održivu putanju i stvaranje uslova za dugoročni rast privrede, potrebno obezbediti smanjenje fiskalnog deficita koje će u srednjem roku (do tri godine) zaustaviti relativni rast javnog duga, a nakon toga dovesti do njegovog smanjenja.

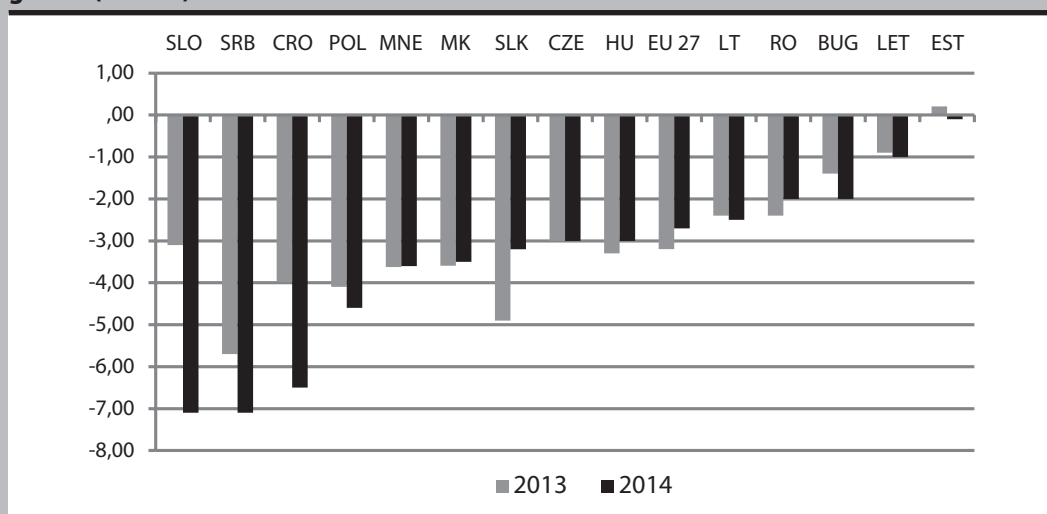
¹ U zvaničnim podacima Ministarstva finansija rashodi po osnovu sanacije preduzeća i banaka ne iskazuju se kao deo ukupnih rashoda, zbog čega zvanični fiskalni deficit iznosi 4,8% BDP. Ocenjujemo da bi sa stanovišta transparentnosti i kredibilitnosti fiskalna politike u Srbiji bilo dobro da se svi podaci iskazuju u skladu sa međunarodnim računovodstvenim standardima.

² Na kretanje učešća rashoda za kamate u BDP utiče i kretanje BDP kao i promene realnog kursa dinara (oko 80% javnog duga je u stranim valutama), ali je uticaj ovih faktora bio manji.

³ Pescatori, A., Sandri, D. and J. Simon (2014) „Debt and Growth: Is there a Magic Threshold?“. IMF Working Paper 14/34

Okvir 1. Fiskalni deficiti zemalja Centralne i istočne Evrope u 2013. i 2014. godini

Fiskalni deficit u Srbiji u 2013. godini, je već drugu godinu zaredom, bio je najveći među zemljama Centralne i Istočne Evrope. Planirani fiskalni deficit od 7,1% BDP u 2014. godini u Srbiji je duplo veći u odnosu na prosečan iznos fiskalnog deficita u zemljama Centralne i Istočne Evrope. Pored Srbije toliko visok deficit planiraju još samo Slovenija i Hrvatska, pri čemu je u Sloveniji deficit u velikoj meri posledica potrebe za intervencijama u bankarskom sistemu, dok je u Srbiji i Hrvatskoj deficit većim delom sistemskog karaktera, a ne posledica jednokratnih faktora. Pored toga, kao negativno se ocenjuje to što je u Srbiji planirani fiskalni deficit u 2014. veći u odnosu na prethodnu godinu. Osim toga, ocenjuje se da postoji rizik da bez primene dodatnih mera fiskalne konsolidacije, deficit u Srbiji u 2014. godini bude veći od planiranog (usled izostanka restrukturiranja javnih i državnih preduzeća i sl.), što bi fiskalni deficit u Srbiji u 2014. i njegov prirast u odnosu na prethodnu godinu učinilo među najvišim u Evropi.

Grafikon T 6-4. Srbija i zemlje Centralne i Istočne Evrope: Fiskalni deficit u 2013. i 2014. godini (% BDP)

Izvor: European Economic Forecasts (2013) i Ministarstvo finansija Republike Srbije

...kroz smanjenje plata, penzija, konsolidaciju državnih preduzeća i unapređenja nadzora nad bankama

U tom smislu, neophodno je već u 2014. godini obezbediti strukturno (trajno) smanjenje deficita za oko 1% BDP u odnosu na plan, što je izvodljivo samo kroz značajno smanjenje velikih tekućih izdataka (za plate i penzije) u drugoj polovini godine, hitno finansijsko i poslovno restrukturiranje javnih i državnih preduzeća koja su veliki korisnici državnih garancije, te značajno unapređenje sistema nadzora i kontrole banaka od strane NBS.

Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

U 2013. godini prihodi padaju...pad se usporava u Q4, ali je usporavanje privremeno

Nakon pada u prethodnim kvartalima, u Q4 2013. kretanje javnih prihoda je blago stabilizovano. Tako su u ovom kvartalu javni prihodi zabeležili blagi realan (desezoniran) rast (za 0,3%) u odnosu na prethodni kvartal, dok je u odnosu na isti period prethodne godine pad prihoda usporio na 0,1%. Na nivou čitave godine, prihodi su realno opali za 3%, tako da su u 2013. godini bili za oko jednu milijardu evra manji od inicijalno planiranih (prilikom izrade budžeta za 2013.). Znatno pad prihoda u 2013. u odnosu na prethodnu godinu, kao i u odnosu na plan posledica je recesije u većem delu privrede, opšte nesolventnosti i nelikvidnosti privrede, te rasta sive ekonomije.

...ali se pad prihoda ponovo nastavlja u januaru 2014.

U januaru 2014. realni desezonirani javni prihodi opali su za 0,4% u odnosu na prethodni mesec, pre svega usled pada prihoda od poreza na dohodak, doprinosa, te ostalih poreskih i neporeskih prihoda.

Prihodi od PDV nastavljaju da padaju...

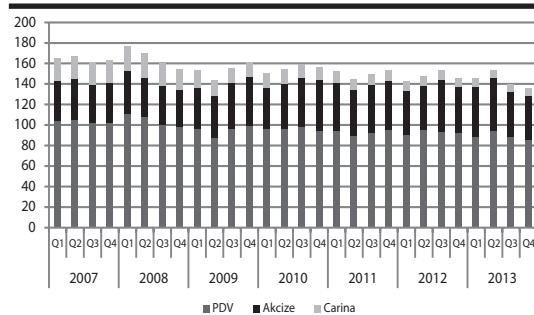
Realni desezonirani prihodi od PDV su u Q4 zabeležili rast u odnosu na Q3 (za 5,8%), što je u velikoj meri posledica izmirenja svih obaveza države po osnovu povraćaja PDV za prethodne mesece, izvršenog u septembru, usled čega je osnovica za poređenje u Q4 (prosek za Q3) znatno niži. Zbog toga je ocenu kretanja prihoda od PDV u Q4 adekvatnije vršiti na osnovu međugodišnjeg poređenja. Ti podaci pokazuju da su prihodi od PDV u Q4 2013. realno opali za 5,2% u odnosu na isti period prethodne godine.

...što je u velikoj meri posledica povećanja sive ekonomije i rasta poreskih dugova

Nastavak pada prihoda od PDV u Q4, i pored blagog rasta privredne aktivnosti, gotovo nepromenjene realne vrednosti kursa dinara, te realnog i relativnog (% BDP) rasta uvoza ukazuje da je pad prihoda od PDV u znatnoj meri posledica rasta sive ekonomije, opšte finansijske nediscipline. Na nivou cele 2013. godine prihodi od PDV su takođe zabeležili znatan realan pad (za 3,8%) u odnosu na prethodnu godinu, usled smanjenja domaće tražnje, blage realne apresijacije kursa dinara, porasta sive ekonomije i finansijske nediscipline, te posledičnog rasta tekućih poreskih dugova (poreza koje su obveznici prijavili, a nisu platili). Pad domaće tražnje posledica je pre svega pada realnih dohodaka i kredita, i ne može se u znatnijoj meri pripisati povećanju stope PDV u 2012. godini (procenjuje se da je povećanje PDV stope sa 18% na 20% u 2012. godini moglo da utiče na pad domaće tražnje za najviše 0,3%, što objašnjava tek jednu desetinu ukupnog pada tražnje).

Prihodi od akciza rastu

Grafikon T 6-5. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na potrošnju (u cenama iz 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

Realni desezonirani prihodi od akciza su u Q4 2013. blago porasli (za 0,4%) u odnosu na prethodni kvartal, a znatan realan rast je zabeležen i u odnosu na isti period prethodne godine (za 8,2%). Rast prihoda od akciza u Q4 u odnosu na Q3 može predstavljati posledicu niske osnovice za poređenje, budući da ne nema indicija da je došlo do povećanja tražnje za ovim proizvodima, ni sistemskog suzbijanja sive ekonomije u ovom domenu. Na nivou cele godine, prihodi od akciza su realno porasli (za 5,1%), što je posledica povećanja stopa akciza, te činjenice da je stopa inflacije u 2012. bila visoka (usled čega je i indeksacija stopa akciza bila visoka), a da je u 2013. godini inflacija opala.

Prihodi od carina nastavljaju da padaju

Prihodi od carina (realni, desezonirani) su u Q4 blago opali (za 1,8%) u odnosu na prethodni kvartal, a znatan realan pad (za 9,3%) je zabeležen i u odnosu na isti period 2012. godine, što predstavlja nastavak višegodišnjeg trenda. U uslovima stabilnog realnog deviznog kursa, i umerenog rasta uvoza, nastavak pada prihoda od carina (u odnosu na prethodni kvartal) može predstavljati posledicu promenu strukture uvoza, po vrsti dobara i zemlji porekla, ka većem učešću dobara na koja se primenjuje niža carinska stopa i ka robi koja se uvozi iz zemalja sa kojima Srbija ima zaključen sporazum o slobodnoj trgovini. Na nivou čitave 2013. godine prihodi od carina su realno opali za 15,6%, na šta je uticalo usporavanje uvoza (domaće tražnje), blaga realna apresijacija kursa dinara i dalje fazno smanjenje carinskih stopa na uvoz robe iz EU (prema Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju).

Prihodi od poreza na dohodak i doprinosa rastu...

Prihodi od poreza na dohodak građana su u Q4 (realno, desezonirano) porasli (za 4,9%) u odnosu na prethodni kvartal, dok su u odnosu na Q4 2012. prihodi od ovog poreza znatno realno opali (za 11,6%). Istovremeno, i prihodi od doprinosa za obavezno socijalno osiguranje su u Q4 (realno, desezonirano) porasli (za 3,1%) u odnosu na prethodni kvartal, dok je u odnosu na isti kvartal prethodne godine zabeležen znatan realan rast (za 10,9%), pre svega usled povećanja stope doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje.

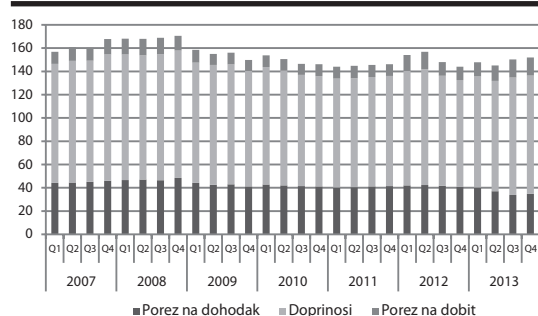
...usled povećanja isplata dohotka u javnom sektoru, a moguće i usled dobre poljoprivredne sezone

Rast prihoda od poreza na dohodak i doprinosa u Q4 u odnosu na prethodni kvartal posledica je umerenog realnog povećanja zarada u javnom sektoru (usled nominalnog povećanja zarada za 0,5% i deflacije zabeležene u tom periodu), povećanja broja zaposlenih u javnom sektoru, ubrzanja određenih isplata dohodaka u javnom sektoru u decembru (pre uvođenja solidarnog poreza),

a moguće i blagog rasta isplata licima angažovanim u privatnom sektoru u poljoprivredi, usled dobre poljoprivredne sezone. Na rast prihoda od doprinosa, i pad prihoda od poreza na dohodak u odnosu na isti period prethodne godine, pored navedenih faktora uticalo je i smanjenje stope poreza na zarade (i povećanja neoporezovog dela zarade) i povećanja stope doprinosa od juna 2013. Na nivou cele 2013. godine prihodi od poreza na dohodak su znatno realno opali (za 12,2%), dok su prihodi od doprinosa umereno porasli (za 2,6%) u odnosu na 2012. godinu, što predstavlja neto efekat smanjenja formalne zaposlenosti i realnih dohodaka, te preraspodele fiskalnog opterećenja sa poreza na dohodak ka doprinosima za socijalno osiguranje.

Prihodi od poreza na dobit u Q4 blago opadaju, što može predstavljati indiciju pogoršanja performansi privrede

Grafikon T 6-6. Srbija: Kretanje konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na faktore proizvodnje (mlrd. RSD, u cenama iz 2013.)



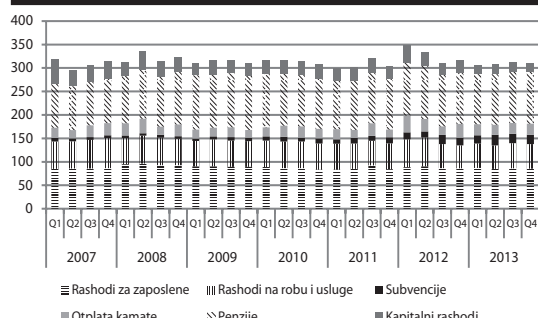
Izvor: Obračun QM-a

Realni desezonirani prihodi od poreza na dobit su umereno opali (za 0,9%) u odnosu na Q3, dok je u odnosu na isti period 2012. ostvaren značajan realan rast (za 44,9%). Na nivou cele godine, prihodi od poreza na dobit su umereno realno porasli (za 2,9%). Blagi pad prihoda od poreza na dobit u Q4 u odnosu na prethodni kvartal posledica je nelikvidnosti privrede, a moguće i indikator nastavka pogoršanja performansi privrede, usled čega su preduzeća procenila da će ukupna dobit u 2013. biti manja od planirane, zbog čega su revidirala (na niže) iznos akontacija koje plaćaju po ovom osnovu. Rast prihoda od poreza na dobit u odnosu na prethodnu godinu u najvećoj meri je posledica povećanja stope poreza na dobit, počev od januara 2013. godine. Rast prihoda od poreza na dobit u najvećoj meri predstavlja posledicu povećanja stope poreza na dobit sa 10% na 15%, koje će se odnositi na dobit ostvarenu u 2013. godini, ali se odražava i na iznos akontacija koje preduzeća plaćaju po ovom osnovu u toku 2013. godine.

Ostali poreski prihodi (realni desezonirani) su u Q4 zabeležili umereni rast (za 0,8%) u odnosu na Q3, što može ukazivati na povećanje stepena iskorišćenosti izvornih i ustupljenih javnih prihoda od strane lokalnih zajednica, zbog gubitka dela prihoda od poreza na zarade i drugih kvazifiskalnih dažbina. Neporeski prihodi (realni, desezonirani) su u Q4 zabeležili blagi pad (za 0,6%), usled izostanka određenih uplata u budžet po osnovu dividendi. Na nivou cele 2013. godine i ostali poreski prihodi i neporeski prihodi beleže umereni pad (za 5,2% i 8,7% respektivno) u odnosu na prethodnu godinu, usled ukidanja kvazifiskalnih dažbina krajem 2012. godine i pogoršanja performansi javnih i državnih preduzeća (i posledičnog pada prihoda od dividende).

Realni desezonirani javni rashodi su u Q4 bili umereno opali (za 3,5%) u odnosu na prethodni kvartal, a znatan realan pad (za 5,8%) je ostvaren i u odnosu na isti period prethodne godine. Na nivou cele godine javni rashodi su realno manji za 5,5% u odnosu na prethodnu godinu.

Grafikon T 6-7. Srbija: Kretanje konsolidovanih desezoniranih javnih rashoda (u cenama iz 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

U cilju održanja fiskalnog deficita u planiranim okvirima, država je u Q4 pristupila ograničenju diskrecionih rashoda. U tom smislu, realni desezonirani rashodi na subvencije su znatno smanje-

Javni rashodi u Q4 umereno opadaju, usled štednje na diskrecionim rashodima, ..., problem je što rastu docnje

Subvencije opadaju – usled ukidanja podsticaja za investicije i zapošljavanje i smanjenja subvencija lokalnim javnim preduzećima

Smanjenje ukupnih rashoda u Q4 ostvareno je kroz značajno smanjenje subvencija, kapitalnih rashoda i blago umanjenje izdataka za robu i usluge i za zaposlene. Ocenjuje se da su uštede na diskrecionim rashodima delom ostvarene kod opravdano otkazivanje određenih projekata, a delom kroz odlaganje realizacije nekih projekata ili odlaganja plaćanja za izvršene nabavke (docnje). U meri u kojoj se ostvarene uštede odnose na odlaganje realizacije neophodnih projekata ili odlaganja plaćanja po izvršenim nabavkama, uštede ostvarene u 2013. mogu dovesti do povećanja deficita u 2014. godini.

ni (za 11%) u odnosu na Q3, dok su u odnosu na Q4 2012. godine znatno umanjeni (za 29,5%). Kao posledica znatnog umanjenja subvencija krajem godine, ukupni rashodi na subvencije su u 2013. bili za 15,6% manji nego prethodne godine. Smanjenje rashoda na subvencije je ostvareno kroz ukidanje programa podsticaja za investicije i zapošljavanje, umanjenje subvencija za turizam i sl, kao i kroz smanjenje subvencija lokalnim javnim preduzećima iz budžeta lokalnih samouprava. Ocenjuje se da su uštede na pojedinim subvencijama privremene, budući da je u Q4 došlo do nagle obustave pojedinih programa (podsticaja za investicije i zapošljavanje i sl.), a da uvođenje određenih vidova podsticaja za slične namene ponovo najavljuje.

Smanjenje subvencija poželjno, ali neophodno je da bude postepeno i propraćeno reformama poslovnog okruženja

Umanjenje izdašnog, fiskalno neodrživog sistema subvencija se ocenjuje kao neophodno, ali je zarad obezbeđenja predvidljivosti uslova poslovanja i sprečavanja naglog pada stranih direktnih investicija, bilo potrebno da to ukidanje subvencija bude izvršeno postepeno i istovremeno propraćeno radikalnom reformom poslovnog okruženja.

U Q4 su umanjeni i kapitalni rashodi, što je ekonomski neopravdano

Osim toga, uštede na javnim rashodima su u Q4 ostvarene i kroz smanjenje kapitalnih izdataka, koji su u tom periodu bili znatno (za 24,2%) realno desezonirano manji nego u Q3, a za čak 46,7% realno manji nego u istom kvartalu 2012. godine. U celoj 2013. godini kapitalni rashodi su bili realno manji za 38,2% nego u prethodnoj godini, i iznosili su svega 3,4% BDP, što je znatno manje od neophodnog nivoa. Iako je smanjenje izdataka u cilju održanja fiskalnog deficita u planiranim okvirima opravdano, ekonomski je neadekvatno da se to ostvaruje kroz smanjenje ulaganja u fizički i ljudski kapital (javne investicije i obrazovanje), budući da su to pokretači dugoročnog privrednog rasta.

A uštede su ostvarene i na rashodima za robu i usluge

Rashodi na robu i usluge su u Q4 (realno desezonirano) opali za 4,7% u odnosu na Q3, dok je u odnosu na Q4 2012. godine ostvaren realan rast od 4%. Na nivou cele godine ostvaren je znatan realan pad ovih rashoda za 6,6%, što je u nominalnim iznosu (1,3 mlrd. dinara) ipak znatno manje od najavljenih ušteda (od nekoliko desetina milijardi dinara) po osnovu novog sistem javnih nabavki. Pad rashoda za robu i usluge u Q4 u odnosu na prethodni kvartal rezultat je obustavljanja i/ili smanjenja onih nabavki koje nisku urgentno neophodne za funkcionisanje javnog sektora, u cilju održanja deficita u planiranim okvirima. Takođe se procenjuje da su određene uštede ostvarene i po osnovu objedinjene nabavke lekova i drugog medicinskog materijala. Uštede na robi u uslugama su poželjne, u meri u kojoj ne ugrožavaju normalno funkcionisanje javnog sektora, niti dovode do gomilanja obaveze prema privredi.

Rashodi za zaposlene takođe blago opadaju

Realni desezonirani rashodi za zaposlene su u Q4 bili za 2,5% niži nego u Q3, a realan pad ovih rashoda (za 2,1%) je zabeležen i u odnosu na Q4 prethodne godine. Na kretanje rashoda na zaposlene u Q4 divergentno je uticalo povećanje zarada za 0,5% u oktobru, i s druge strane specifična dinamika isplata zarada u zdravstvu, a moguće i povećan oprez državnih institucija kod angažovanja lica i isplata dohodaka, nakon uvođenja registra zaposlenih u javnom sektoru, koji omogućava pojačanu kontrolu.

Rashodi na penzije u Q4 blago rastu, usled indeksacije nominalnog iznosa penzija i blage deflacije

Rashodi za penzije su u Q4 (realno desezonirano) bili veći za 0,5% u odnosu na Q3, a u odnosu na Q4 2012. godine su realno porasli za 1,2%. Rast rashoda na penzije u Q4 posledica je rasta broja penzionera i indeksacije penzija u oktobru (za 0,5%), što je u uslovima blage deflacije uticalo na njihov veći realni rast. Na nivou cele godine, rashodi za penzije su realno opali za 2,3%, usled sporije indeksacije zarada od stope inflacije. Iako je izmenama Zakona o budžetskom sistemu, usvojenim krajem decembra, predviđen nastavak niske indeksacije plata i penzija u 2014. i 2015. godini (po 0,5% u oktobru i aprilu), u uslovima niske inflacije ova restriktivna politika indeksacija neće obezbediti neophodne realne i relativne uštede, usled čega bi za sprovođenje kredibilne fiskalne konsolidacije bilo neophodno njihovo nominalno smanjenje.

Rashodi kamata u Q4 rastu usled dospeća šestomesečnih kupona

Realni desezonirani rashodi za kamate su u Q4 znatno porasli (za 10%) u odnosu na prethodni kvartal, a u odnosu na isti kvartal 2012. godine za 26,7%, što je posledica dospeća za naplatu šestomesečnih kupona na prethodne emisije evroobveznica.

Na nivou cele godine rashodi na kamate su u 2013. bili realno veći za čak 28,8% u odnosu na prethodnu godinu, usled rasta apsolutnog iznosa javnog duga, promene strukture duga (smanjuje se učešće jeftinih obaveza kao što je stara devizna štednja, a raste učešće novih, skupih zajmova),

...a rashodi kamata snažno rastu i na godišnjem nivou, usled rasta zaduženosti zemlje i pogoršanja uslova zaduživanja

Centralni nivo države (osim RFZO) ostvaruje deficit, a subcentralni nivoi suficit

RFZO je u 2013. ostvario visok suficit usled specifične dinamike isplate zarada i ušteda na nabavci lekova

Efekte fiskalne decentralizacije iz 2011. nisu u potpunosti otklonjeni...moguća dodatna preraspodela prihoda/rashoda od 0,1-0,2% BDP

te pogoršanja uslova zaduživanja zemlje (usled visokog fiskalnog deficita, a u manjoj meri i usled pogoršanja uslova na svetskim finansijskim tržištima).

Analiza fiskalnih kretanja po nivoima države

U 2013. godini centralni nivo države (osim RFZO) je ostvarivao deficit, dok su subcentralni nivoi države (APV i lokalne samouprave) ostvarivale suficit. Deficit Budžeta Republike je u 2013. godini bio u okvirima planiranim rebalansom, slično kao i finansijski rezultati Fonda PIO i Nacionalne službe za zapošljavanje.

S druge strane RFZO je u 2013. godini ostvario suficit od gotovo 9 mlrd. dinara, što je znatno više od planiranog, i to usled specifične dinamike isplate zarada, ali i usled ušteda koje su ostvarene po osnovu centralizovane nabavke lekova i medicinskog materijala. Ove uštede su znatnim delom posledica uvođenja novog sistema nabavki, ali postoje indicije da je to istovremeno dovelo i do određenih nestašica i docnji.

Budžet APV je takođe ostvario blagi suficit, usled usporavanja realizacije određenih kapitalnih projekata. Jedinice lokalne samouprave su u 2013. godini ostvarile suficit od 6,3 mlrd. dinara, iako je bilo planirano da ostvare deficit. Relativno visok suficit jedinica lokalne samouprave može ukazivati na to da još uvek nije u potpunosti ispravljena vertikalna neravnoteža nastala usled fiskalne decentralizacije sprovedene 2011. godine. Ipak, stvaran iznos viška prihoda lokalnih samouprava u odnosu na obim njihovih nadležnosti može odstupati od ostvarenog suficita, jer su prema mišljenju Državne revizorske institucije lokalne samouprave u obavezi da obezbede celokupna sredstva za svaki kapitalni projekat koji realizuju, pre raspisivanja tendera. S druge strane, svesne rizika dodatne preraspodele sredstava od lokalnog ka centralnom nivou države, jedinice lokalne samouprave su u Q4 verovatno povećale rashode, kako bi svoj nominalni suficit učinile nižim. Ipak, imajući sve navedeno u vidu, procenjuje se da je moguće izvršiti dodatnu preraspodelu prihoda (od lokalnog ka centralnom nivou države) ili nadležnosti (u suprotnom smeru) u iznosu od 0,1-0,2% BDP (4-8 mlrd. dinara), a da pri tom ne bude ugroženo funkcionisanje jedinica lokalnih samouprava, i da ne dođe do nastanka docnji.

Tabela T6-8 Srbija: Fiskalni suficit (deficit) različitih nivoa države (mlrd. RSD)

Godina	Budžet RS	Fond PIO	NSZ	RFZO	APV	Lokalne samouprave
2010	-108,0	-1,0	-0,1	1,9	-9,6	-11,5
2011	-144,3	0,2	1,3	2,1	-0,7	-15,6
2012	-213,0	-0,4	0,8	4,0	1,1	-0,3
2013	-194,4	-1,2	-0,5	8,7	1,3	6,3

Izvor: Obračun QM na osnovu podataka Ministarstva finansija

Prihodi budžeta Republike i lokalnih samouprava opadaju, a prihodi fondova socijalnog osiguranja rastu

Prihodi budžeta Republike su u Q4 2013. zabeležili realan pad (za 2,5%) u odnosu na isti period prethodne godine, kao i prihodi lokalnih samouprava, koji su takođe realno opali (za 5,5%). S druge strane RFZO i Fond PIO beleže rast prihoda, po osnovu doprinosa. Pad prihoda budžeta Republike i lokalnih samouprava, i rast prihoda Fonda PIO u velikoj meri je posledica smanjenja stope poreza na zarade i povećanja stope doprinosa za PIO od juna 2013. godine. Pored toga, lokalne samouprave beleže i dalji pad neporeskih prihoda, što je posledica reforme sistema kvazifiskalnih dažbina sprovedene krajem 2012. godine. Istovremeno je zabeležen umereni rast prihoda od poreza na imovinu (za 5,5%), što može ukazivati na povećanje napora lokalnih samouprava na naplati ovog poreza, u uslovima pada prihoda po osnovu ustupljenih prihoda i transfera.

Rashodi na svim nivoima države u Q4 realno opadaju, usled pada prihoda...

U Q4 2013. je ostvaren realan pad rashoda (u odnosu na isti kvartal 2012.) na svim nivoima države, pri čemu je taj pad bio najveći na nivou Republike (12,8%) i lokalnih samouprava (6,2%). Pad rashoda na nivou Republike posledica je znatnog smanjenja direktnih subvencija, usporavanja realizacije planiranih javnih investicija, te nastojanja da se smanjenjem drugih diskrecionih rashoda fiskalni deficit održi u planiranim okvirima.

...najveće uštede na lokalnom nivou se ostvaruju na subvencijama i kapitalnim rashodima

Lokalne zajednice su se padu prihoda prilagodile smanjenjem izdataka na subvencije, što se ocenjuje kao poželjno, ali i smanjenjem kapitalnih izdataka, što je negativno iz perspektive lokalnog ekonomskog razvoja, dok najveće kategorije (neproduktivnih) tekućih rashoda na lokalnom nivou – za zarade i robu i usluge nisu značajnije opale (rashodi za robu i usluge su čak i blago porasli). Iako su uštede na kapitalnim rashodima manje ekonomski opravdane od ušteda na drugim rashodima, u uslovima visokog deficita je opravdano izvršiti odlaganje realizacije određenih kapitalnih projekata i izvršiti prioritizaciju.

Opisana fiskalna kretanja na različitim nivoima države ukazuju na potrebu sistemskog (pre) uređenja finansiranja lokalnih samouprava i APV, tako da se u njihovo finansiranje uvede predvidljivost (pre svega u pogledu iznosa transfera), ali i da raspodela sredstava bude uslovljena stepenom angažovanosti lokalnih samouprava na iskorišćenju izvornih prihoda, kao i načinom upotrebe javnih prihoda, tako da se one podstaknu na veće usmeravanje sredstava na lokalne javne investicije, a manje na zaposlene, robu i usluge i subvencije.

Analiza kretanja javnog duga

Javni dug Srbije u januaru 2014. iznosio je 20,2 milijarde evra (63,5% BDP-a)

Prema zvaničnim podacima Ministarstva finansija, na kraju januara 2014. javni dug Srbije iznosio je 20,2 mlrd. evra (oko 63,5% BDP), što je za oko 1,3 mlrd. evra više nego na kraju Q3 2013, i tu pre svega usled povećanja direktnog duga države. Relativna visina javnog duga (kao % BDP) je u posmatranom periodu takođe porasla (za 3,6% BDP), pre svega usled rasta apsolutnog iznosa javnog duga, jer je kurs u navedenom veoma malo realno apresirao, dok je realan rast BDP bio relativno mali, da bi značajnije uticao na ovaj odnos. Rast javnog duga u periodu oktobar-januar je bio znatno veći od fiskalnog deficita, koji je u tom periodu iznosio oko 350 miliona evra, što je posledica velike emisije evroobveznica Srbije u novembru, u cilju obezbeđenja sredstava za finansiranje deficita i u narednim kvartalima. To potvrđuju i podaci o povećanju depozita države u periodu oktobar-januar (vidi: Monetarni tokovi i politika).

Tabela T6-9. Srbija: Javni dug¹ 2000-2014.

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra										
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Jan-14
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	12,36	15,07	17,3	17,4
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,12	6,5	7,0	7,1
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	7,24	8,6	10,2	10,4
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	2,11	2,60	2,8	2,8
III. Ukupan javni dug (I+II)	14,17	10,28	9,38	8,88	8,78	9,85	12,17	14,47	17,67	20,1	20,2
Javni dug / BDP² (MF)	169,3%	50,2%	36,2%	29,4%	25,6%	31,3%	41,5%	45,1%	59,3%	61,2%	62,3%
Javni dug / BDP (QM)³	169,3%	52,1%	37,8%	30,9%	29,2%	34,8%	44,6%	46,9%	60,0%	62,4%	63,5%

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

Nastavlja se pojačano interesovanje portfolio investitora za trezorske zapise na domaćem tržištu, usled visokih realnih prinosa...

U periodu oktobar 2013-januar 2014. nivo direktnog zaduživanja države je porastao za 1,3 mlrd. evra, od čega se nešto više od polovine (oko 750 miliona evra) odnosi na zaduživanje u inostranstvu, a ostatak (oko 500 miliona evra) na zaduživanje u zemlji. Relativno visok rast zaduživanja u zemlji, koji je pre svega ostvaren kroz emitovanje trezorskih zapisa, predstavlja nastavak trenda iz Q3 i posledica je relativno stabilnog kursa dinara i visoke kamatne stope na trezorske zapise, što obezbeđuje relativno visoke stope prinosa.

...ali postoji rizik njihovog naglog povlačenja, zbog čega je potrebno obezbediti alternativne izvore finansiranja

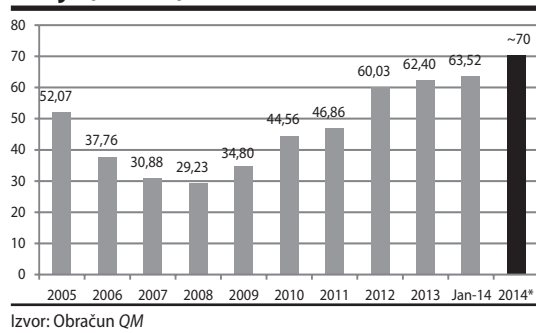
Ipak, u uslovima rastuće neizvesnosti na svetskim finansijskim tržištima (usled smanjenja ekspanzivnosti politike Fed) i odsustva snažnije fiskalne konsolidacije u Srbiji, postoji rizik brzog povlačenja portfolio investitora u kratkom periodu, tako da bi za obezbeđenje likvidnosti budžeta bilo neophodno obezbediti i alternativne izvore finansiranja.

Nakon što je u Q3 stagnirao, indirektni dug države je u periodu oktobar 2013-januar 2014. zabeležio blagi pad (za oko 100 miliona evra), što se ocenjuje kao pozitivno budući da je ovaj dug u prethodnim godinama kontinuirano rastao. Ipak, procenjuje se da je stagnacija, pa zatim smanjenje indirektnog duga države privremenog karaktera, budući da nisu otklonjeni glavni po-

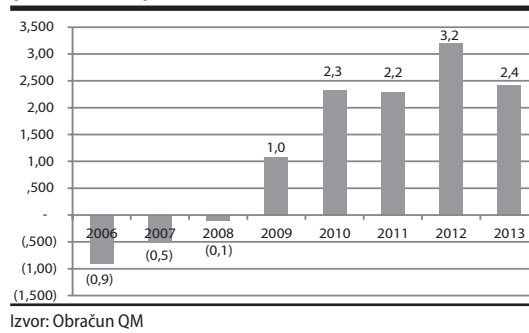
Indirektni dug države blago opada, ali glavni uzroci njegovog dugoročnog rasta nisu otklonjeni

kretači njegovog rasta. Indirektni dug države u prethodnom periodu je uglavnom rastao usled izdavanja garancija države za zaduživanje javnih i državnih preduzeća (Srbijagas, Železara, Galenika, EPS, i dr.). Izdavanjem relativno velikog iznosa garancija u prvoj polovini 2013. godine, obezbeđena su sredstva za finansiranje funkcionisanja ovih preduzeća (pre svega Srbijagasa i Železare) do kraja 2013. i početkom 2014. godine. Budžetom Republike Srbije za 2014. godinu predviđeno je izdavanje garancija za njihovo finansiranje do sredine 2014. godine, do kada je trebalo da se završi restrukturiranje ovih preduzeća, koje bi obezbedilo njihovu dugoročnu finansijsku održivost (Srbijagas) i privatizaciju (Železara, Galenika). S obzirom da još uvek nisu napravljeni planovi njihovog restrukturiranja, ocenjuje se da je malo verovatno da se do sredine godine obezbedi njihova samostalna finansijska održivost, što će dovesti do potrebe izdavanja novih garancija od strane države za njihovo funkcionisanje. S obzirom na to da godišnji izdaci konsolidovanog budžeta za podršku ovim preduzećima rastu i da se trenutno mere stotinama miliona evra godišnje, ocenjuje da bez njihove finansijske i poslovne konsolidacije nije moguće sprovesti sveobuhvatnu fiskalnu konsolidaciju u Srbiji, jer će u suprotnom znatan deo ušteda po drugim osnovama biti neutralisan rastućim izdacima za pomoć ovim preduzećima.

Grafikon T 6-10: Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)



Grafikon T 6-11. Prirast javnog duga Srbije (mlrd. evra)



Pored visine javnog duga, procenjuje se da je i njegova dinamika izrazito nepovoljna, budući da Srbija već četiri godine zaredom beleži godišnji rast javnog duga od preko 2,3 mlrd. evra (prosečan godišnji rast javnog duga u periodu 2010–2013. iznosio oko 2,6 mlrd. evra), pri čemu je taj rast u 2012, ali i u 2013. veći nego u prethodnim godinama. Relativni rast javnog duga (u procentnim poenima BDP) je bio nešto sporiji, usled umerene realne apresijacije kursa dinara prema evru i blagog kumulativnog rasta BDP.

Javni dug na kraju 2014. iznosiće oko 70% BDP

Ukoliko fiskalni deficit u 2014. godine bude bio približan planiranom (oko 7% BDP), prirast indirektnih obaveza države približan prirastu ostvarenom u 2013. godini, inflacija bude u planiranim okvirima, kurs dinara ostao realno nepromenjen, a BDP bude realno stagnirao, procenjuje se da će javni dug Srbije na kraju 2014. iznositi oko 70% BDP. Zaključivanje aranžmana sa MMF-om će pretpostavljati da deficit u 2014. bude manji za oko 1% BDP u odnosu na plan, te bi i javni dug na kraju godine mogao biti manji. S druge strane, u slučaju osetnije depresijacije kursa dinara, pada privredne aktivnosti ili potrebe za većim indirektnim zaduživanjem (za pomoć državnim preduzećima, bankama i sl.), javni dug bi na kraju godine mogao da bude i veći od ovog predviđanja.

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

	Q4 2013/Q4 2012			
	Konsolidovani budžet	Budžet Republike	RFZO	Lokalne samouprave
A Ukupni prihodi (I)+(II)+(III)+(IV)	0,1	-2,5	0,9	-5,5
I Tekući prihodi (1)+(2)	1,7	0,4	1,4	-8,7
1. Poreski prihodi	2,9	0,2	2,3	-5,9
1.1. Carine	-9,3	-9,3	-	-
1.2. Porez na dohodak građana	-11,6	-13,3	-	-10,6
1.3. Porez na dobit pravnih lica	44,9	43,9	-	-
1.4. PDV	-5,2	-5,2	-	-
1.5. Akcize	8,2	8,2	-	-
1.6. Porezi na imovinu	5,5	-	-	5,5
1.9. Ostali poreski prihodi	10,2	4,4	-	26,3
1.10. Doprinosi za socijalno osiguranje	10,9	-	2,3	-
2. Neporeski prihodi	-5,4	1,4	-26,4	-16,2
II Kapitalni prihodi	-91,3	-	-66,3	-3,3
III Transferi sa ostalih nivoa države	-	-	-0,3	8,0
IV Donacije	-49,4	-80,1	-	184,9
B Ukupni javni rashodi (I)+(II)+(III)+(IV)	-5,8	-12,8	-1,0	-6,2
I Tekući rashodi	-1,0	-7,6	-1,0	-1,1
1.1. Zarade	-2,1	-3,0	-1,6	-0,3
1.2. Kupovina roba i usluga	4,0	6,2	-0,6	1,2
1.3. Otplata kamate	4,0	27,9	-91,7	-0,2
1.4. Subvencije	26,7	-37,1	0,0	-14,4
1.5. Socijalno osiguranje i socijalna pomoć	-29,5	11,6	6,6	-5,4
1.6. Transferi ostalim nivoima vlasti	1,7	-13,9	-	-
1.7. Ostali tekući rashodi	10,6	-11,2	-36,4	31,7
II Kapitalni rashodi	-46,7	-41,1	-18,6	-26,2
III Strateške rezerve	-	-99,0	-	-9,2
IV Neto pozajmice	-20,7	-61,0	-	665,0

Izvor: Obračun QM-a
Indeks potrošačkih cena (Q4/Q4)

7. Monetarni tokovi i politika

U četvrtom kvartalu 2013. godine nastavljen je trend izrazito niske inflacije, koji je privremeno prekinut jednokratnim skokom cena u januaru 2014. godine. Na deviznom tržištu se od sredine 2013 godine smenjuju deprecijacijski i aprecijacijski pritisci, ali je kurs dinara relativno stabilan usled snažnih intervencija NBS na deviznom tržištu. Nakon smanjenja referentne kamatne stope za 1,5 procentnih poena u Q4, na početku 2014. godine izostala su dodatna smanjena kamatne stope NBS. Zadržavanje referentne kamatne stope na nivou od 9,5% pri međugodišnjoj stopi inflacije od oko 3%, odražava nameru NBS da preko REPO stope ublaži snažne deprecijacijske pritiske na deviznom tržištu, koji postoje od početka 2014. godine. Politika visokih kamatnih stopa NBS u uslovima niske inflacije, ukazuje na to da se u Srbiji ne primenjuje čist model ciljane inflacije - umesto preko kamatnih stopa NBS na inflaciju utiče dominantno preko kursa. NBS u okviru postojećeg modela monetarne politike nema mogućnosti da podstakne kreditnu aktivnost banaka, čak i u periodima kada ona snažno opada, pa se legitimno postavlja pitanje da li je postojeći model monetarne politike optimalan za Srbiju. Visok pad realne vrednosti kredita odobrenih privredi od oko 10% međugodišnje, pojačava problem nelikvidnosti preduzeća i produbljuje recesione tendencije u značajnom delu privrede. Finansijski problemi u grupi velikih privatnih preduzeća prenose se na banke, pa je NBS krajem prošle i na početku ove godine oduzela dozvole dvema malim bankama. Pad učešća loših kredita u Q4 je posledica oduzimanja dozvola za rad problematičnim bankama, pa ga stoga ocenjujemo kao privremen. Ukoliko država ne stvori odgovarajuće mehanizme za efikasnije rešavanje problema nelikvidnosti i nesolventnosti očekujemo nastavak trenda rasta loših kredita, a to će imati za posledicu pad proizvodnje i zaposlenosti, ali i ozbiljne probleme u bankarskom sektoru. Finansijski problemi u preduzećima negativno utiču na javne finansije, jer nelikvidna preduzeća ne plaćaju poreze, a kada se problemi prenese na banke država ima značajne rashode po osnovu isplate osiguranih depozita.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Niske stope inflacije u Q4 omogućile dalje relaksiranje monetarne politike ...

... ali je NBS indirektno ciljala i nivo kursa usled čega je izostalo veće smanjenje referentne kamatne stope

U Q4 su se nastavili pozitivni trendovi vezani za smanjenje inflacije koji su uticali i na postepeno relaksiranje monetarne politike u vidu snižavanja referentne kamatne stope NBS. Kombinacija dobre poljoprivredne sezone u zemlji i inostranstvu, niske domaće tražnje ali i pada cene sirove nafte u Q4 uticali su da međugodišnja stopa inflacije do kraja godine bude ispod ciljanog okvira od $4 \pm 1,5\%$. Usled toga NBS je u tri navrata korigovala referentnu stopu za ukupno 1,5 procentnih poena (p.p.), nakon čega se ona na kraju godine našla na nivou od 9,5% (Tabela T7-1). Iako je inflacija na početku 2014. godine bila bliža donjoj vrednosti ciljanog okvira, NBS nije nastavila sa relaksiranjem monetarne politike. Restriktivna politika se može objasniti namerom NBS da se višak likvidnosti banaka preusmeri sa tražnje za devizama ka REPO hartijama NBS. Zadržavanjem referentne kamatne stope na relativno visokom nivou, NBS de facto kontroliše i nivo kursa na trenutnom nivou putem sterilizacije jednog dela likvidnosti bankarskog sektora koji bi u suprotnom bio upotrebljen za kupovinu deviza. Ako imamo u vidu činjenicu da je veliki deo transakcija u privredi evroizovan (preko 70%) stiće se utisak da je NBS referentnu kamatnu stopu počela da primenjuje pre u funkciji ciljanja deviznog kursa nego ciljanja inflacije. To potvrđuje i stanje REPO stoka koji je u Q4 povećan za 134 miliona evra. Kurs dinara se u Q4 kretao u pravcu jačanja usled čega je NBS intervenisala kupovinom deviza u vrednosti od 525 miliona evra uz jednu intervenciju prodaje 10 miliona evra koja je zabeležena u decembru. Sprečavanja jačanja vrednosti dinara u situaciji kada bi većina građana podržala njegovo jačanje, ocenjujemo kao odgovorno ponašanje NBS jer bi se u suprotnom kurs dinara dodatno udaljio od svoje ravnotežne vrednosti i time ugrozio dugoročnu poziciju privrede. Intervencije na međubankarsko devizno tržište (MDT) u Q4 su uticale da na nivou cele godine NBS po prvi put u prethodnih pet godina postane neto kupac deviza sa iznosom od 180 miliona evra, mada je već u januaru i februaru NBS

intervenisala na MDT prodajom 610 miliona evra usled znatno jačih deprecijacijskih pritisaka (Grafikon T7-2). Visoke varijacije tražnje na deviznom tržištu jednim delom održavaju promene na međunarodnom tržištu kapitala, dok drugim delom održavaju specifičnost Srbije - visok deficit u tekućem bilansu u kombinaciji sa vrlo niskim prilivom kapitala, neizvesnost oko toga kakva ekonomska politika će se sprovesti nakon izbora i dr.

Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2011-2013

	2011				2012				2013			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
Repo stok (u milionima evra)	549,77	746,09	1.000,42	1.174,84	1.055,98	111,98	2,29	354,16	678,86	663,82	832,03	966,40
Repo stopa NBS	12,25	12,00	11,25	9,75	9,50	10,00	10,50	11,25	11,75	11,00	11,00	9,50
repo stopa korigovana za inflaciju	-9,74	6,76	12,59	7,15	1,11	-2,77	-5,74	1,11	6,95	3,31	13,24	10,38
repo stopa korigovana za promene kursa	25,66	28,86	5,17	2,61	-18,43	-7,27	-6,50	-3,99	19,25	12,85	12,83	9,25
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	5,00	-30,00	-30,00	-30,00	-498,50	-1.288,80	-1.348,30	-1.343,30	10,00	-215,00	-140,00	375,00
	kumulativni, u % od stanja početnog M2¹⁾											
Neto sopstvene rezerve ²⁾	-8,9	14,0	26,8	73,9	-17,6	-45,4	-35,6	-6,0	12,5	7,1	17,9	43,2
Neto Domaća aktiva (NDA)	-0,7	-15,5	-28,6	-51,8	2,4	61,3	65,8	41,3	-15,3	-3,9	-16,2	-31,3
Dinarski depoziti države ³⁾	-4,6	-3,3	3,6	2,7	-5,1	6,1	4,3	-4,3	1,0	-1,2	-4,7	-19,9
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	-6,9	-15,3	-32,2	-47,5	2,2	53,7	59,3	40,2	-16,0	-14,7	-23,8	-30,7
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	10,9	3,1	0,0	-7,0	5,3	1,5	2,3	5,4	-0,3	12,0	12,4	19,3
Primarni novac	-9,6	-1,5	-1,8	22,1	-15,2	15,9	30,2	35,3	-2,8	3,3	1,7	12,0
od čega: gotovina u optčaju	-5,8	-4,2	1,3	12,4	-3,3	-4,0	-1,4	-1,6	-3,9	-0,7	1,0	5,4
od čega: slobodne rezerve	-3,8	2,5	-5,5	6,3	-13,6	-1,6	-1,1	5,4	0,6	2,1	-1,4	4,4
	u milionima evra, kumulativni od početka godine											
Narodna banka Srbije, neto	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01	-1.041,50	-106,98
Bruto rezerve	15,50	308,18	1.426,15	2.333,77	-1.138,11	-2.090,09	-2.536,57	-1.324,15	-385,77	-1.576,91	-1.822,60	-1.083,82
Obaveze	40,91	-26,49	-51,69	-130,63	67,51	2,64	152,60	273,20	415,78	584,90	781,10	976,83
MMF	36,90	-32,40	-58,53	-131,88	58,24	-6,44	138,99	258,95	401,14	568,40	759,83	954,55
Ostale obaveze	4,01	5,90	6,85	1,24	9,27	9,07	13,61	14,25	14,65	16,50	21,27	22,28
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS												
1. Narodna banka Srbije, neto	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01	-1.041,50	-106,98
1.1 Depoziti poslovnih banaka	21,84	226,33	108,59	-461,78	459,45	740,45	1.030,19	907,59	911,80	967,01	1.058,25	1.148,01
1.2 Depoziti države	-232,50	-257,55	-1.009,24	-455,09	263,40	488,43	683,75	28,63	-811,79	47,05	209,55	-331,19
1.3 NBS sopstvene rezerve	-154,25	250,47	473,81	1.286,27	-347,74	-858,58	-670,03	-114,73	130,02	22,06	226,30	709,84
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)												

Izvor: NBS.

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

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

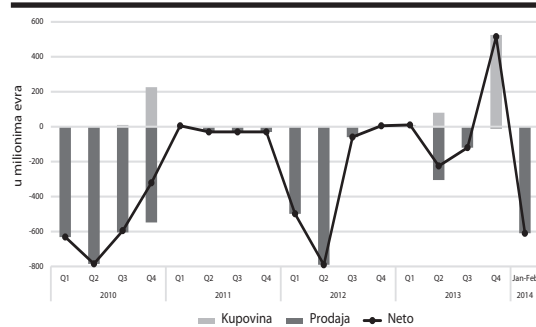
3) U „država“ uključeni su svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

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

5) 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.

U Q4 usled kupovine deviza sopstvene rezerve NBS rastu, ..., ali od početka 2014. godine opadaju

Grafikon T7-2. Srbija: NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2014



Izvor: NBS

Kupovine deviza na MDT uticala je pozitivno na nivo neto sopstvenih rezervi NBS koje su u Q4 povećanje za oko 484 miliona evra (u Q3 neto sopstvene rezerve povećane za 104 miliona evra). Od početka 2014. godine devizne rezerve NBS se smanjuju. Sa druge strane država je veći deo sredstava koji je prikupila prodajom trezorskih zapisa i evroobveznica zadržala na računu kod NBS usled čega se i beleži povećanje depozita države u iznosu od oko 540 miliona evra. Rast depozita države u kombinaciji sa dodatnim plasmanima poslovnih banaka u REPO negativno su uticali na neto domaću aktivu (NDA)

koja beleži smanjenje od 15,1% od vrednosti primarnog novca sa početka godine. Ipak, ukupan efekat na kreiranje primarnog novca u Q4 je bio pozitivan usled većeg rasta neto sopstvenih rezervi usled čega je i nivo primarnog novca na kraju godine zabeležio povećanje od 12% od svoje vrednosti na početku godine.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Novčana masa na kraju godine zabeležila blagi rast...

Novčana masa M2 je u Q4 povećana za 0,8% u odnosu na nivo sa početka godine (u Q3 zabeležen rast od 2,8%, Tabela T7-4). Celokupan rast novčane mase generisan ja na osnovu rasta neto strane aktive (NSA) kod koje se na kraju godine beleži kvartalni porast od 5,4% dok je na nivou cele godine on iznosio 10,6%. Sa druge strane neto domaća aktiva (NDA) je zabeležila značajno smanjenje koje na nivou Q4 iznosi -4,6%.

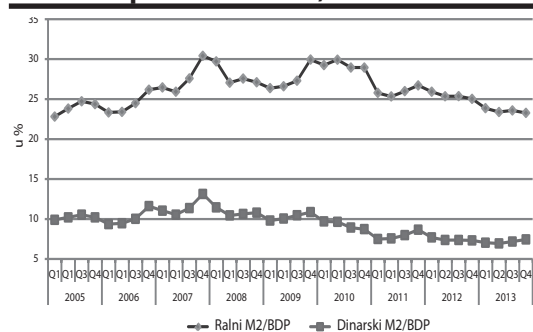
... zahvaljujući
isključivo
povećanju NSA

U Q4 je ostvaren
rast novčane mase
na međugodišnjem
nivou...

... ali krediti
privatnom sektoru
opadaju konstantno i
značajno

Međugodišnja nominalna stopa rasta novčane mase M2¹ iznosila je 4,7% u Q4 uprkos činjenici da krediti privatnom (nedržavnom) sektoru u Q4 nastavljaju da beleže pad od -5% u odnosu na isti periodu pre godinu dana, (Tabela T7-4).

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



Izvor: Proračun QM-a

Kada se uzme u obzir nivo inflacije u Q4 realna stopa rasta M2 iznosi 2,5% međugodišnje dok se kod kredita nedržavnom sektoru beleži pad od -6,5%. Celokupan pad kreditne aktivnosti odnosi se na kreditne plasmane privredi kod koje se u Q4 beleži pad od 10,7% međugodišnje dok je kod stanovništva stanje gotovo nepromenjeno. Pad kredita privatnom sektoru u Q4 je nastavak trenda sa početka 2012. godine za koji još uvek ne postoje indikacije da će se uskoro zaustaviti ako znamo da u budžetu za 2014. nema sredstava za nastavak programa subvencionisanja kamata za nove kredite.

Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2011-2013

	2011				2012				2013			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
M2 ¹⁾					12-m, u %							
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	8,0	3,7	8,1	10,1	14,0	18,1	13,8	9,6	8,2	4,5	6,1	4,7
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	19,3	11,6	8,3	7,7	14,4	14,0	16,6	9,8	1,9	-0,5	-4,4	-4,5
Domaćinstva	16,7	13,0	11,7	8,1	8,6	4,6	7,0	3,8	1,6	0,6	-4,1	-5,0
Privreda	25,1	20,6	17,8	5,7	5,7	3,3	3,0	2,5	3,0	2,9	2,9	2,6
Privreda	12,8	9,4	8,8	9,3	10,1	5,3	9,1	4,4	0,9	-0,6	-7,6	-8,8
M2 ¹⁾					12-m realni, u %							
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	10,1	12,0	3,4	-2,2	-2,6	-4,7	1,2	2,5
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	4,5	-1,0	-1,1	0,5	10,5	8,1	5,9	-2,0	-8,2	-9,2	-8,9	-6,5
Domaćinstva	1,8	0,2	2,2	0,9	4,9	-1,2	-3,6	-8,1	-8,7	-8,2	-8,5	-7,0
Privreda	9,2	7,0	7,8	-1,3	2,0	-2,4	-7,2	-9,2	-7,5	-6,1	-1,9	0,4
Privreda	-1,6	-3,0	-0,5	2,1	6,3	-0,5	-1,7	-7,5	-9,3	-9,3	-11,8	-10,7
Novčana masa: M2 ¹⁾					u milijardama dinara na kraju perioda							
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	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	1.659,8	1.705,8	1.719,3
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	382,7	402,0	433,8	486,5	445,0	444,6	467,4	480,6	478,8	492,5	519,5	550,0
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	932,9	942,8	978,3	1.011,5	1.054,7	1.144,0	1.140,2	1.161,1	1.143,8	1.167,3	1.186,3	1.169,3
M2 ¹⁾					kumulativni, u % od početnog M2⁴⁾							
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-3,3	-1,2	3,8	10,1	0,1	6,1	7,3	9,6	-1,2	1,1	3,9	4,7
Neto domaća aktiva (NDA)	-1,9	-1,4	9,5	11,9	-5,6	-4,5	-7,9	0,2	7,2	2,7	5,2	10,6
Neto domaća aktiva (NDA)	-1,4	0,2	-5,7	-1,8	5,7	10,5	15,2	9,4	-8,4	-1,6	-1,3	-5,9

Izvor: NBS

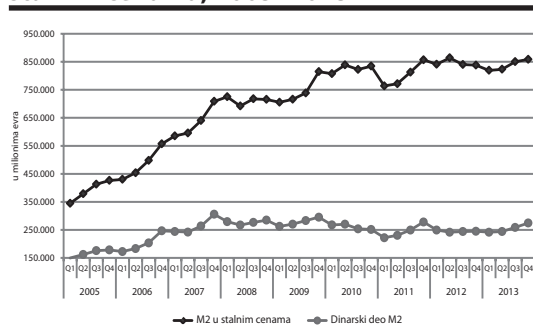
1) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

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.

Grafikon T7-5. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2005-2013



Izvor: Proračun QM-a

U okviru rasta nominalnog M2 na međugodišnjem nivou od 4,72%, najveći doprinos se duguje rastu M1 koji u Q4 iznosi 4,87 p.p. Na porast učešća M1 uticale su intervencije NBS koja je na MDT u Q4 kupovala devize usled aprecijacijskih pritisaka na kurs dinara kao i povećana potražnja za gotovinom koja je karakteristična za kraj godine. Sa druge strane izostao je rast deviznih depozita koji se mogao očekivati u nedelji štednje usled čega je ovaj element doprineo rastu M2 samo sa 0,5 p.p. dok su dinarski štedni i oročeni depoziti imali negativan uticaj na rast M2 od -0,65 p.p.

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.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Nastavljen je trend razduživanja privrede...

... pri čemu je u Q4 postavljen rekord sa 312 miliona evra

Plasmani bankarskog sektora u Q4 zabeležili su blago povećanje od 87 miliona evra, što je nešto manje od iznosa koje su poslovne banke plasirale u prethodnom kvartalu (u Q3 plasirano 102 miliona evra, Tabela T7-6). Sama struktura plasmana banaka je i dalje nepovoljna jer se privreda i dalje razdužuje, a plasmani banaka rastu isključivo po osnovu ulaganja u REPO hartije i trezorske zapise. Negativan trend razduživanja preduzeća koji je počeo u 2012. godini nastavljen je tokom 2013. godine u kojoj su se preduzeća razdužila za 1.040 miliona evra od čega 312 miliona evra iznosi razduživanje na nivou Q4 što ujedno predstavlja i kvartalni rekord. Visok pad kredita u Q4 se delimično duguje i činjenici da je Privredna banka Beograd u oktobru izgubila dozvolu za rad usled čega su njeni plasmani isključeni iz bilansa bankarskog sektora ali je nastavak razduživanja prisutan i kada bi posmatrali samo preostale banke u sistemu. Prema podacima za oktobar i novembar zabeleženo je razduživanje privrede i po osnovu prekograničnih kredita u iznosu od 64 miliona evra. Analiza domaćeg bankarskog sektora u Q4 pokazuje da se pored privrede i stanovništvo razduživalo u iznosu od 34 miliona evra što se delimično može objasniti i sezonskim efektom dok su na nivou godine plasmani pozitivni i iznose 143 miliona evra.

Tabela T7-6. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2011-2013

	2011			2012				2013				
	Mar	Jun	Sep	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	
u milionima evra, kumulativni od početka godine												
Izvori sredstava (-, povlačenje)	603	69	-822	-1.083	672	692	472	-384	109	341	213	420
Domaći depoziti	206	-148	-844	-1.169	589	146	15	-459	4	-56	-325	-394
Depoziti stanovništva	-92	-295	-483	-655	-49	-189	-296	-578	-87	-132	-252	-423
dinarski depoziti	24	13	-68	-182	30	69	36	11	16	-34	-110	-279
devizni depoziti	-116	-308	-416	-473	-79	-258	-332	-589	-102	-98	-141	-144
Depoziti privrede	298	147	-361	-513	638	336	311	120	91	76	-73	29
dinarski depoziti	176	13	-128	-350	362	304	230	99	-11	-11	-109	-162
devizni depoziti	122	134	-233	-164	275	31	81	21	102	87	36	191
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	580	634	678	545	3	345	335	127	357	406	588	806
Kapital i rezerve	-183	-416	-656	-459	80	200	123	-52	-252	-9	-50	8
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-720	-674	-517	-923	-199	371	164	284	-278	-104	84	-304
Plasmani¹⁾	309	1.270	2.158	2.771	409	-424	201	521	123	-169	-67	20
Ukupno privreda i stanovništvo	216	1.030	1.554	1.940	309	136	784	589	-23	-348	-551	-897
Privreda	191	766	1.189	1.607	375	161	741	552	-71	-463	-728	-1.040
Stanovništvo	25	263	365	333	-67	-25	42	37	48	115	177	143
Plasmani u hartije NBS ²⁾	86	268	529	720	-28	-944	-1.052	-701	321	319	492	628
Neto kreditiranje države ³⁾	7	-28	75	111	128	385	470	632	-175	-140	-8	290
PRO MEMORIA												
Obavezne rezerve i depoziti	-157	-429	-210	391	-552	-418	-451	-265	-17	-87	-443	-399
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	17	123	2	110	-199	-20	-42	58	-154	-85	118	102
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	22	123	-3	100	-187	45	54	10	-151	-96	60	48
Ostale stavke ⁵⁾	-136	-195	-246	-601	150	222	56	146	100	50	54	124
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	23	21	21	24	22	23	23	23	25	24	22	23

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.

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

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

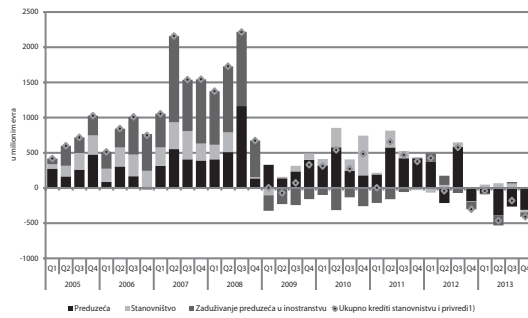
6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

Stabilnost kursa i cena tokom Q4, u kombinaciji sa lošim stanjem u privredi, podstakla je banke da povećaju plasmane u REPO i trezorske zapise

Povećanu likvidnost banke su u Q4 plasirale u REPO i to za 136 miliona evra usled čega je na nivou godine iznos REPO stoka povećan za 628 miliona evra. Snažnim intervencijama na deviznom tržištu tokom trećeg kvartala NBS je investitorima poslala poruku da će sprečiti naglu deprecijaciju dinara. Najavljena stabilnost dinara u kombinaciji sa visokim dinarskim kamatnim stopama, učinila je plasmane u REPO papire i trezorske zapise nerizičnim (u odnosu na promenu kursa) i vrlo isplativim. Zadržavanje referentne kamatne stope na 9,5% u kombinaciji sa snažnim intervencijama na deviznom tržištu, ocenjujemo kao signal investitorima da će kurs dinara biti stabilan, bar u kratkom roku. Takođe, jedan deo likvidnosti banaka se prelio u kupovinu trezorskih zapisa – u Q4 vrednost prodatih trezorskih zapisa emitovanih u dinarima iznosila je

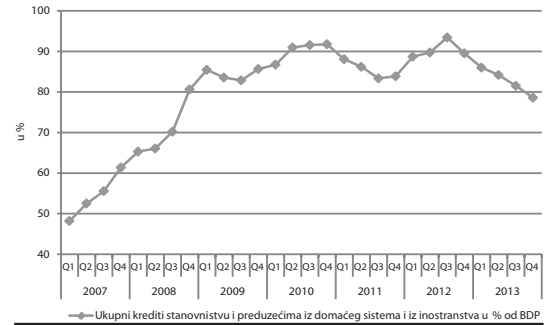
oko 1,052 milijarde evra, pri čemu oko 600 miliona predstavlja prirast ulaganja u trezorske zapise. Takođe, u istom periodu emitovane su zapisi denominovani u evrima u iznosu od 334,7 miliona evra, od toga, veći deo od oko 247 miliona evra iskorišćen je za isplatu ranije emitovanih evro zapisa, dok prirast ulaganje u trezorske zapise iznosi oko 88 miliona evra. Sumirajući prethodno, sledi da su banke tokom Q4 prošle godine povećali ulaganja u dinarske i devizne trezorske zapise za oko 700 miliona evra.

Grafikon T7-7. Srbija: prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2013



Izvor: Proračun QM-a
V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5.

Grafikon T7-8. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2007-2013



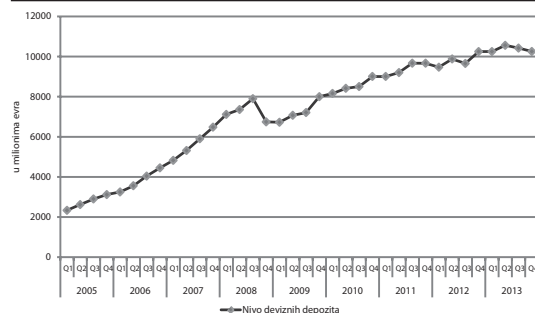
Izvor: Proračun QM-a

Poslovne banke su u Q4 pored smanjenja plasmana privredi i stanovništvu zabeležile i smanjenje na strani izvora za nove plasmane. U poslednja tri meseca 2013. godine izvori za nove plasmane smanjeni su za 207 miliona evra dok je na nivou cele godine ovaj iznos 420 miliona evra, Tabela T7-6. Izvori za plasmane su smanjeni jer su domaće banke u stranom vlasništvu smanjile svoje obaveze po osnovu kredita uzetih od centrala u inostranstvu za 218 miliona evra, a osim toga smanjeni su kapital i rezerve banaka za 58 miliona evra. Sa strane domaćih izvora, depoziti stanovništva su povećani u Q4 za 171 milion evra koji su gotovo u celini bili u dinarskom znaku dok je samo 3 miliona evra bilo deponovano u stranoj valuti. Iako je ovaj period, u prethodnim godinama, zbog nedelje štednje bio karakterističan po rastu deviznih depozita, kamatna stopa na štednju u evrima je bila znatno manja nego na štednju u dinarima što je uz očekivanu stabilnost kursa i visoke kamatne stope na dinarsku štednju uticalo da stanovništvo izabere štednju u dinarima. Ovo ocenjujemo kao pozitivnu promenu u ponašanju stanovništva koje je do sada redovno svoje poverenja stavljalo na stranu štednje u stranoj valuti i pored činjenice da je dinarska štednja u proteklih pet godina bila u proseku više isplativa. Na smanjenje izvora za nove plasmane delovalo je i povlačenje depozita privrede koje se redovno javlja na kraju godine, koje je u Q4 iznosilo 102 miliona evra. Ukoliko posmatramo podatke o izvorima i plasmanima u toku 2013. godine možemo zaključiti da visoki prinosi na REPO i državne hartije od vrednosti, u kombinaciji sa lošim finansijskim stanjem u preduzećima, usmerava poslovne banke ka kreditiranju države, a ne privrede. Ovakvo stanje u kome se država zadužuje, a privreda razdužuje nije dugoročno održivo. Stoga su neophodne mere

za smanjenje fiskalnog deficita kako bi se država manje zaduživala u budućnosti, ali i mere za rešavanje finansijskih problema u sektoru preduzeća, kako bi se podstakao rast kreditiranja preduzeća od strane banaka, a time i rast investicija i zaposlenosti.

Ako znamo da prema trenutnim performansama najveći deo srpske privrede još uvek nije izašao iz recesije i kasni u otplati kredita, postavlja se pitanje da li i ima prostora za nove linije kredita uz postojeći nivo zaduženosti i po trenutnim kamatnim stopama. Odgovor na ovo pitanje je negativan i on je već dat od strane

Grafikon T7-9. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2013



Izvor: NBS

Neophodno je aktivno učestće države u rešavanju problema prezaduženosti u velikim preduzećima

banaka tokom prethodne dve godine. Sa druge strane ukoliko se država ne uključi aktivno u rešavanje finansijskih problema velikih privatnih preduzeća, generisaće se mogu dublji problemi što će za posledicu imati i mnogo veće gubitke za državu u budućnosti. Pri tome, intervencija od strane države treba da se fokusira na poboljšanje regulative (stečajne i druge), sa ciljem da se vlasnici preduzeća i banke kao poverioci podstaknu da pravovremeno preduzmu mere za restrukturiranje preduzeća banaka ili na pokretanje stečaja ako to nije moguće. Država kao poverilac po osnovu neplaćenih poreza, u procesu restrukturiranja ili stečaja preduzeća, takođe može da preuzme značajnu ulogu.

Tabela T7-10. Srbija: učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2013

	2009		2010				2011				2012				2013			
	Dec	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Feb
	stanje na kraju perioda																	
Pravna lica	12,14	14,02	14,39	16,23	17,44	17,07	17,72	19,26	19,04	19,06	22,62	27,77	31,13	27,76	29,08			
Preduzetnici	11,21	15,8	15,66	15,75	16,99	17,07	16,05	18,47	17,56	15,92	16,79	18,19	20,86	20,82	21,47			
Fizička lica	6,69	6,71	6,79	7,1	7,4	7,24	7,57	7,69	8,05	8,32	8,44	8,37	8,14	8,59	8,77			
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,09	2,46	2,64	2,63	2,67	2,71	2,97	3,19	3,87	4,47	4,82	4,09	4,20			

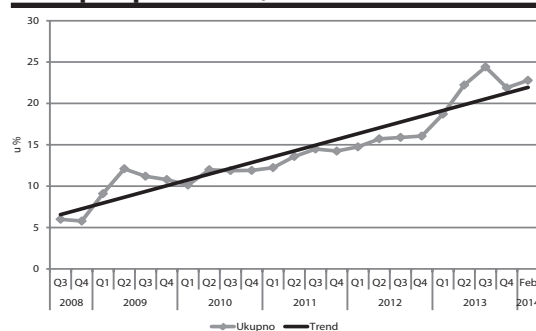
Izvor: Proračun QM-a

**Oduzimanje dozvole
UBB uticalo na
smanjenje učešća loših
kredita ...**

**... ali negativni trend
nije zaustavljen prema
podacima za januar i
februar**

Nakon snažnog povećanja učešća loših kredita u Q3, do kraja 2013. godine je u ovom segmentu zabeleženo poboljšanje u vidu smanjena ukupnog učešća na 21,89% (učešće u Q3 iznosilo 24,41%, Grafikon T7-11). Ovo ujedno predstavlja i prvi put od 2010. godine da je zabeleženo značajnije smanjenje učešća u ovom segmentu ali podaci iz januara i februara 2014. godine pokazuju da je došlo samo kratkoročne promene u nivou ali ne i u trendu. Pad učešća loših kredita nije posledica poboljšanja stanja u privredi, već činjenice da je u oktobru 2013. godine i treća banka u državnom vlasništvu Privredna banka Beograd (PBB), izgubila dozvolu za rad nakon Agrobank i Razvojne banke Vojvodine (RBV). Oduzimanjem dozvole za rad bilansne pozicije PBB isključene su iz bilansa bankarskog sektora što nam daje prilično jasnu sliku o nivou loših kredita u ovoj banci ako imamo u vidu da je učešće loših kredita u celom bankarskom sektoru smanjeno za oko 2,5 procentnih poena nakon isključenja ove banke. Najveće pojedinačno smanjenje beleži se kod loših kredita plasiranih pravnim licima koje na kraju Q4 iznosi 27,76% (na kraju Q3 učešće loših kredita kod pravnih lica iznosilo 31,13%, Tabela T7-10), dok je učešće loših kredita plasiranim fizičkim licima nakon smanjenja u Q3 ponovo nastavilo da raste i na kraju Q4 iznosi 8,59%. U januaru je dozvola za rad oduzeta i Univerzal banci Beograd (UBB) što svedoči o ozbiljnosti problema lošeg upravljanja u domaćim bankama, kao i opasnosti da se negativni efekti preliju na ostatak bankarskog sektora. NBS je oduzela preventivno dozvolu UBB kako se ne bi ponovio scenario sa prve tri banke čija je sanacija državu koštala oko 800 miliona evra ali će i pored toga javne finansije biti na udaru usled činjenice da su depoziti do 50.000 evra garantovani od strane države. Uprkos tome što je UBB u januaru oduzeta dozvola za rad, podaci sa kraja februara potkrepljuju naš stav koji smo iznosili u prethodnim brojevima da loši krediti predstavlja-

Grafikon T7-11. Srbija: učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2014



Izvor: Proračun QM-a

ju problem u celokupnom bankarskom sektoru i da je stvarno stanje verovatno još nepovoljnije nego što statistika pokazuje. Iako su preduzete određene mere od strane NBS u cilju smanjenja učešća loših kredita², dosadašnji efekti su daleko od nivoa koji bi ukazao da se srednjem roku može očekivati bitnije smanjenje količine loših kredita u bankarskom sektoru Srbije. Na osnovu stabilnog trenda rasta loših kredita čini se da je neophodno aktivno uključivanje države kao regulatora, ali i poverioca, kako bi se rešili problemi u preduzećima bilo njihovim restrukturiranjem ili promenom vlasnika.

² NBS je izmenama regulative u decembru 2012. godine omogućila ustupanje dospelih potraživanja banke licima van finansijskog sektora što bi za posledicu imalo povećanje kreditne sposobnosti banaka usled oslobađanje prethodno formiranih rezervisanja za kreditne gubitke.

8. Međunarodno okruženje

Globalni oporavak se nastavlja, razvijene zemlje, posebno SAD i evrozona, ubrzavaju rast dok se mnoge zemlje u razvoju (ZUR) suočavaju sa posledicama odliva kapitala. FED i ECB nastavljaju sa ekspanzivnom monetarnom politikom ali nižim intenzitetom dok mnoge centralne banke zemalja u razvoju podižu kamatne stope kako bi sprečile pad vrednosti svojih valuta. Moguć je dogovor republikanaca i demokrata oko budžeta što bi pojačalo finalnu tražnju u SAD, dok evrozona smanjuje ukupni fiskalni deficit koji se približava prikladnom nivou. Na globalnom nivou pojavljuje se dihotomija rasta cena, inflacija je dosta niska u razvijenim zemljama, pogotovu u evrozoni, dok se mnoge zemlje ZUR-a suočavaju sa visokom inflacijom. U istočnoj Evropi kao i u razvijenim zemljama inflacija opada. Najveći rizici po globalni rast su makroekonomske krize i smanjenje rasta u ZUR, kao i moguća eskalacija krize u Ukrajini. U zemljama ZUR povećana je politička nestabilnost.

Svet

Prema najnovijim prognozama MMF-a iz januara, stopa rasta za svet za 2014. je blago povećana na 3,7% dok za 2015. iznosi 3,9% kao i u prošlom izveštaju. Razvijene zemlje bi trebalo da ostvare tokom 2014. rast od 2,2% a zemlje ZUR-a 5,1%. Ovog puta je smanjena stopa u 2014. za Rusiju sa 3,0% na 2%, i za Brazil sa 2,5% na 2,3% dok je povećana za Kinu sa 7,2% na 7,5% i Indiju sa 5,2% na 5,4%. MMF savetuje strukturne reforme i u ZUR i u razvijenim zemljama, nastavak ekspanzivne monetarne politike u razvijenim zemljama sve dok oporavak ne bude izvestan, a u ZUR mere koje će povećati finansijsku i makroekonomsku stabilnost.

FED je u decembru počeo smanjivanje ekspanzivnosti monetarne politike. Investitori su zbog toga počeli da povlače "vruć kapital" iz ZUR-a što je dovelo do rasta njihovih troškova zaduživanja, pada cena akcija i depresijacije valuta. Međutim, ne može se govoriti o jednostranoj odgovornosti FED-a za negativne posledice u ZUR. Još od prošlog leta, nakon najave da se priprema manje ekspanzivna monetarna politika FED-a, počela je nestabilnost na tržištima ZUR-a, a među ekonomistima je postao popularan termin "ranjiva petorka"¹ - koju čine Brazil, Indija, Turska, Južna Afrika i Indonezija. Ove zemlje imaju neke zajedničke ekonomske probleme - visoku inflaciju i deficit tekućeg računa, usporavanje rasta, a neke od njih imaju i visoke političke rizike. Dodatno je situaciju otežalo to što je rast počeo da se ubrzava u SAD i evrozoni, pa je kapital počeo da se odliva u ta tržišta jer su ona postala primamljivija usled veće premije na rizik. Međutim, rast BDP u razvijenim zemljama povećava tražnju za proizvodima iz ZUR, što pozitivno utiče na njihov rast. Prema tome rast razvijenih zemalja utiče na rast u ZUR kroz dva suprotna mehanizama, odliv kapitala i rast tražnje za njihovim proizvodima. Moguće je neto efekat ova dva mehanizma u kratkom roku negativan, ali će u dugom roku rast razvijenih privreda verovatno pozitivno uticati na privrede ZUR.

U mnogim zemljama ZUR-a povišen je politički rizik koji se često manifestuje kroz masovne demonstracije, što negativno utiče na finansijsku stabilnost i ekonomski rast. MMF ističe da su u većini zemalja ZUR-a neophodne strukturne reforme da bi se otklonile makroekonomske slabosti, dok neki oblici kontrole volatilnog toka stranog kapitala takođe mogu biti korisni.

Slično kao i ranije kada je MMF imao drugačije mišljenje nego ECB o intenzitetu fiskalne štednje u evrozoni, sada je glavna tema kako izbeći opasnost od deflacije. ECB opet ima konzervativniji pristup i vidi manju opasnost od deflacije nego što je to slučaj sa ekonomistima MMF-a koji smatraju da je oporavak u evrozoni tek počeo i da bi bilo ispravno na vreme sprečiti dalji pad cena koji bi mogao biti opasan ukoliko se rast ekonomije evrozone opet uspori.

¹ Kao što je skraćena Brik skovana od strane ekonomista Goldman Sachs-a, fraza "ranjiva petorka" je kreacija Morgan Stanley-a. Kao sinonim za ovu frazu koristi se i skraćena BIITS. "Ranjiva petorka" čini 7% svetske ekonomije.

Istočna Evropa nije bila toliko izložena pritiscima kao “ranjiva petorka” usled početka “izlazne strategije” FED-a ali bi eskalacija krize u Ukrajini mogla da dovede do značajnijeg odliva kapitala. Investitori nisu dovoljno informisani o ovim zemljama, koji iz predostrožnosti mogu da povuku kapital samo usled geografske blizine zemalja, kao što je to bio slučaj sa Poljskom i Mađarskom na početku ukrajinske krize. Eventualni oružani sukobi ili ozbiljnije sankcije prema Rusiji od strane Zapada, mogli bi dovesti do usporavanja rasta u evrozoni, odliva kapitala iz istočne Evrope kao i rasta cene nafte, što bi imalo sinergetski negativan efekat na ekonomije istočne Evrope. Neophodno je naglasiti da Srbija deli dosta makroekonomskih slabosti sa “ranjivom petorkom”, tako da ne treba isključiti mogućnost da ukoliko se kriza u Ukrajini zaoštri, Srbija bi mogla biti među najranjivijima u istočnoj Evropi, tako da bi se njeni troškovi zaduživanja povećali, a pritisci za slabljenje dinara bi se pojačali.

Evrozona

Pošto se oporavak ubrzao, Evropska komisija (EK) korigovala je prognozu rasta BDP-a evrozone sa 1,1% na 1,4% u 2014. Kvartalni rast se ubrzao sa 0,1% q/q tokom Q3 na 0,3% q/q tokom Q4. Tokom prošle godine rast je bio negativan (-0,4%). Rast je u evrozoni sve ujednačeniji pa je oporavak sada primetan i u zemljama periferije - Španija je na kvartalnom nivou u Q4 ostvarila rast od 0,2%, Italija 0,1% a Portugalija čak 0,5%. Rezultat je bio iznad očekivanja i u Nemačkoj 0,4% q/q i Francuskoj 0,3% q/q. Rastu u evrozoni su najviše doprineli izvoz i investicije, dok su zalihe i javna potrošnja uticale negativno (javna potrošnja je zabeležila prvi pad od Q3 2012. godine). Ankete upućuju da će se rast dalje ubrzati tokom Q1 ove godine.

Iako su mnogi ekonomisti očekivali reakciju usled dosta niže inflacije od targetirane (0,8% umesto 2,0%), Evropska centralna banka nije smanjila referentnu kamatnu stopu² niti upotrebila neki drugi instrument kako bi sprečila dalji pad cena ili stimulisala rast. Zbog toga je evro značajno ojačao u odnosu na dolar. Ne planira se promena politike u skorijoj budućnosti, a kako se očekuje rast cena zajedno sa bržim rastom, pasivnom politikom će se uticati pozitivno na ekonomsku aktivnost jer će refi stopa realno opadati sa rastom inflacije. Tek u 2016. će stopa inflacije biti blizu targetirane. Kreditni rast je i dalje nizak, dok je nivo privatnog i javnog duga visok, što usporava proces “sređivanja” bilansa stanja preduzeća i država u evrozoni.

Ukupna inflacija u evrozoni je i dalje niska, ali se u februaru stabilizovala na nivou iz januara (0,8%) dok je na mesečnom nivou nastavila da opada u Nemačkoj, Španiji i Italiji. Bazna inflacija je blago ubrzala na 1%. Slaba domaća tražnja nastaviće da održava inflaciju na niskom nivou, tako da će tek sledeće godine usled bržeg ekonomskog rasta doći do njenog povećanja na nivo od oko 1,5%.

Nakon agresivne fiskalne konsolidacije u evrozoni prethodnih godina, fiskalni deficit bi trebalo da nastave da opadaju ali sporijim tempom. Merama štednje se tokom 2013. fiskalni deficit evrozone smanjio za 0,6 p.p. na 3,1%. Ove godine se prognozira pad fiskalnog deficita na 2,6% nakon čega će održavati na tom nivou. Grčka je ostvarila suficit u primarnom budžetu od 1,5 milijarde evra, veći od očekivanog, čime su se stekli uslovi za ponovno reprogramiranje duga i manje restriktivnu socijalnu politiku prema najugroženijim građanima.

Nezaposlenost u evrozoni je od oktobra na stabilnom nivou od 12%, najniža je u Austriji (4,9%) i Nemačkoj (5%) dok je najviša u Grčkoj (oko 28%) i Španiji (25,8%).

Tokom Q4 je suficit tekućeg bilansa evrozone iznosio 66,8 milijardi evra, što je za 24 milijarde evra više nego u Q3, pre svega zbog rasta trgovinskog suficita. Brži rast evrozone utiče pozitivno na ekonomski rast Srbije, pogotovu što je u poslednjem kvartalu nastavljen oporavak u Italiji, koja je najveći uvoznik srpskih proizvoda.

² Referentna kamatna stopa iznosi samo 0,25% pa je prostor za njeno dodatno smanjenje skoro iscrpljen.

SAD

Rast tokom Q4 je iznosio 3,2%³ što je niže od 4,1% u Q3 prošle godine, ali usporavanje nije negativna vest kada se pogleda detaljnije struktura rasta. Rezultat iz Q3 je pre svega bio visok jer su zalihe naglo povećane, pa je bilo normalno očekivati usporavanje u narednom kvartalu u kome će se one smanjivati. Ne samo da su zalihe ovaj put minimalno doprinele rastu već je nivo investicija u fiksni kapital koji je već neko vreme na niskom nivou, napokon imao visok rast (6,9%), dok je izvoz imao stopu rasta od čak 11,4%. Domaća tražnja je i dalje slaba, a negativno je što su rezidencijalne investicije imale značajno usporavanje tokom Q4, kao i javna potrošnja i ulaganje u poslovne objekte.

Američki FED je u decembru i februaru smanjio mesečan iznos kupovina hartija od vrednosti na tržištu za po 10 milijardi dolara, tako da je monetarna politika sada manje ekspanzivna. FED i dalje ima problema sa komunikacijom. Kao što je u septembru bila neočekivana odluka da FED ne namerava da smanji intenzitet “kvantitativnog popuštanja”, tako je u decembru opet iznenađenje bilo kada je takva odluka doneta. Predviđa se da će u prvog polovini sledeće godine FED početi sa povećavanjem referentne stope. Smanjenje intenziteta ekspanzivne politike i očekivanja normalizacije visine referentne stope su za posledicu imale vraćanje kapitala iz ZUR-a u SAD, što je destabilizovalo mnoga finansijska tržišta, oborilo cene akcija, obveznica i valute zemalja u razvoju. Ukupna inflacija u SAD je od oktobra (1%) počela da raste i u februaru je iznosila 1,6%, dok je bazna inflacija dosta stabilna (1,6% u februaru).

Predsednik Obama je predložio budžet za 2015. godinu koji bi olakšao plaćanje poreza građanima sa nižim primanjima i promenom regulative zatvorio “rupe” putem kojih bogatiji građani plaćaju niže efektivne poreske stope, koje su često niže nego efektivne poreske stope koju plaćaju građani sa prosečnim primanjima. Osim toga, planira se izgradnja infrastrukture, ulaganje u tehnološke inovacije i obuka nezaposlenih u cilju savladavanja strukturnih problema američke privrede. Predlog budžeta u isto vreme je način da se motivišu birači za predstojeće izbore za Predstavnički dom i Senat. Takođe, taj plan podrazumeva smanjenje budžetskog deficita na nivo od 1,6% u 2024, što je niže nego što je ranije planirano. Kao dokaz da je njihova fiskalna konsolidacija uspešna, demokrate ističu da je budžetski deficit sada skoro upola niži u odnosu koliko je iznosio tokom prvog mandata Predsednika Obame, te da agresivnije mere štednje koje predlažu republikanci nisu neophodne.

Nezaposlenost iznosi 6,7%, sada je već blizu nivoa koji je poželjan za FED ali je problem niska participacija na tržištu rada. U decembru i januaru su izveštaji sa tržišta rada bili su dosta negativni, ali još nije izvesno da li su uzroci niske temperature i nevreme tokom zime, ili je došlo do usporavanja ekonomije.

Centralna i istočna Evropa

Zemlje istočne Evrope su se pokazale rezistentnije na odliv kapitala nego ostale zemlje ZUR-a nakon odluke FED-a u decembru, pre svega jer je znatno manje “vrućeg” kapitala u prethodnim godinama ulagano u ovaj region nego u ostala rastuća tržišta, dok priliv EU fondova često pokriva tekući deficit, a devizne rezerve su na zavidnom nivou. U nekim zemljama istočne Evrope, kao što su Slovačka i Češka, smanjuje se razlika u prinosima između njihovih i nemačkih obveznica, što upućuje na sve veću diferencijaciju između samih zemalja u istočnoj Evropi. Srbija, Slovenija i Hrvatska su najranjivije u istočnoj Evropi kada se uzmu u obzir nivoi javnog duga i budžetskog deficita. Mnoge zemlje koriste smanjenje inflacije kako bi kroz snižavanje referentne stope stimulisale privredu, a poljoprivredna proizvodnja je pozitivno uticala na rast u regionu.

Zemlje istočne Evrope nemaju jake trgovinske veze sa Ukrajinom, tako da bi kroz te kanale negativan uticaj eskalacije krize bio dosta nizak, ali je moguće da strani investitori povuku sredstva iz regiona usled geografske blizine. Strani investitori često geografsku blizinu smatraju snažnim elementom geopolitičkog rizika, pogotovu kada su u pitanju zemlje o kojima nisu dovoljno in-

³ Saar- desezonirana anualizovana kvartalna stopa rasta koja se koristi u SAD

formisani. Eventualna eskalacija krize, koja nije mnogo verovatna, negativno bi uticala na zemlje centralne i istočne Evrope po više osnova: otežano snabdevane energentima, smanjenje priliva kapitala i dr.

Hrvatska je imala pad BDP od 1,2% tokom Q4, pre svega zbog slabe domaće tražnje. Lična potrošnja je opala za 1,8% na godišnjem nivou a investicije za 3,3%. Rastu su doprineli javna potrošnja i neto izvoz koji su imali pozitivan rast, 1,8% i 3,3% na godišnjem nivou. Predviđa se stagnacija privrede u ovoj godini. Zbog slabe tražnje inflacija je i dalje niska, u januaru je na mesečnom nivou bila blago negativna (-0,1%) a na godišnjem blago pozitivna (0,1%). Zbog niske likvidnosti, visokog javnog duga i budžetskog deficita, ukoliko bude bilo pritiska na kunu, troškovi zaduživanja će se povećati. U istočnoj Evropi, jedino Mađarska ima viši odnos javnog duga prema BDP-u nego Hrvatska, a samo Srbija ima viši budžetski deficit. Usled tih rizika i pritiska Evropske komisije, Vlada Hrvatske je uradila rebalans budžeta kako bi deficit u 2014. godini iznosio 4,5%. Da bi se povećali prihodi, razmatra se premeštanje fondova lica sa beneficiranim radnim stažom iz drugog stuba u državni penzioni fond (Evropska komisija se ne protivi) ili povećanje zdravstvenih doprinosa na 15%.

Mađarska je imala rast BDP-a u Q4 od 2,7% na godišnjem nivou, iznad očekivanja, dok je kvartalna stopa iznosila 0,5%. Lična potrošnja je posle dužeg perioda imala rast od 1% na godišnjem nivou, dok su povećane investicije, javna potrošnja i izvoz. Poljoprivreda je kao i u mnogim drugim zemljama istočne Evrope imala visok rast. Predviđa se rast BDP-a od oko 2% u ovoj godini. Ukupna inflacija je opala sa 0,9% u oktobru na 0% u januaru pre svega usled administrativnog snižavanja cena, što predstavlja najnižu inflaciju u poslednjih 40 godina. Referentna stopa je smanjena sa 3,4% u oktobru na 2,7% u februaru, u skladu sa neortodoksnom monetarnom politikom, da bi se u uslovima niske inflacije stimulisala privreda. Međutim, mnogi ekonomisti misle da je tako agresivno spuštanje referentne stope opasno, jer će uskoro efekat administrativnih mera prestati, tako da će inflacija krajem godine verovatno biti blizu 1%. Troškovi zaduživanja države su relativno stabilni, jer je udeo domaćeg tržišta značajan, ali visok spoljni dug i njegova niska prosečna ročnost u budućnosti mogu uticati na rast kamatne stope na državne obveznice. Nezaposlenost je dalje opala na 8,9% pre svega zbog povećanja zaposlenih na javnim radovima, što je instrument socijalne politike.

U Rumuniji je tokom Q4 rast iznosio 1,5% q/q, i 5,2% na godišnjem nivou, što je bilo iznad očekivanja pre svega zbog visokog izvoza, povećanja nivoa zaliha i poljoprivredne proizvodnje. Predviđa se rast od oko 2% u 2014. Rumunska Centralna banka planira smanjenje stope obaveznih rezervi što će povećati tražnju za domaćim obveznicama. Ukupna inflacija je opala sa 1,9% u oktobru na 1,1% u februaru, pa je time bilo omogućeno smanjenje referentne stope u nekoliko navrata od oktobra kada je iznosila 4,25% na 3,5% u februaru. Liberali su oborili vladu pošto nisu uspeli da dobiju podršku za svoj program. Socijaldemokrate su obezbedile podršku od 60% u parlamentu za formiranje nove vlade, a investitori su reagovali pozitivno jer su troškovi zaduživanja nakon toga opali a rumunska valuta ojačala.

OSVRTI

Osvrt 1. Rešavanje problema ili odlaganje i razvodnjavanje

Milojko Arsić¹

1. Ključni problemi i izazovi

Pred novom Vladom nalaze se krupni izazovi u oblasti ekonomije: a) fiskalni deficit je u Srbiji već dve godine najveći među zemljama Centralne i Istočne Evrope², a to će verovatno biti slučaj i u ovoj godini, b) javni sektor je predimenzioniran i neefikasan c) nije uspostavljen funkcionalan sistem tržišne ekonomije. Privreda Srbije se krajem 2013. godine i na početku 2014. godine suočava sa usporavanjem rasta i visokom nezaposlenošću pa je neophodno da se uporedo sa fiskalnom konsolidacijom i reformama primene i određeni antirecesioni stimulansi. Većina problema koji se nalaze pred novom Vladom su prilično stari, ali su tokom prethodnih godine uvećani, pa je prostor za odlaganje njihovog rešavanje iscrpljen³.

Razlozi za odlaganje rešavanje ekonomskih problema su brojni, ali je verovatno najvažnija prepreka postojanje heterogenih vlada koje nisu bila sposobne da postignu dogovor o neophodnim reformama. Mere o kojima su članice vladajućih koalicija postizale dogovor nisu bile dovoljne za rešavanje problema, pa su problemi vremenom narastali. U slučaju fiskalne konsolidacije neke stranke su blokirale uštede na platama i penzijama, druge na subvencijama privredi, a to je značilo da nema dovoljnih ušteda na pozicijama koje su najviše predimenzionirane u odnosu na mogućnosti zemlje. Problem heterogenosti najverovatnije neće postojati u novoj Vladi, pa će realizacije reformi ključno zavisiti od odlučnosti i sposobnosti dominantne stranke (SNS) da ih sprovede. Da li će SNS realizovati odlučne reforme, kao što najavljuje, ili će se opredeliti za strategiju odugovlačenja i razvodnjavanja biće jasno već nakon nekoliko meseci od formiranja nove Vlade.

Fiskalni deficit u Srbiji je u 2012 i 2013⁴ godini bio preko 6% BDP što je ujedno i najveći fiskalni deficit u zemljama Centralne i Istočne Evrope, dok se za 2014 godinu planira deficit od 7,1% BDP uz mogućnost da bude još veći (videti detalje u Poglavlju 6). Direktna posledica visokog fiskalnog deficita je rast javnog duga u prethodne dve godine za 5,6 milijardi evra, odnosno povećanje njegovog učešća u BDP sa 46,9% krajem 2011. godine na 63,5% krajem 2013. godine. Ukoliko bi se u ovoj godini ostvario fiskalni deficit od oko 7,5% BDP javni dug bi krajem 2014. godine dostigao 23-24 milijarde evra, odnosno bio bi blizu 70% BDP. Kao posledica rasta javnog duga, ali i rasta kamatnih stopa, rashodi za kamate su povećani sa 0,8% BDP u pretkriznoj 2008. godini na 2,5% BDP u 2013. godini, da bi u ovoj godini dostigli 3% BDP. Očigledno je da ovakve tendencije nisu održive i da bi njihov nastavak u kratkom roku mogao da dovede do toga da rast javnog duga postane samogenerišući, odnosno da se država u sve većoj meri zadužuje da bi plaćala kamate. U takvim okolnostima kriza javnog duga je vrlo moguća, a njeno odlaganje bilateralnim kreditima, koji su motivisani netržišnim (verovatno međunarodno-političkim) razlozima, ima ograničeno trajanje. Stoga je oštra fiskalna konsolidacija kojom bi se fiskalni deficit u naredne tri godine smanjio na 2,5 do 3% BDP urgentan zadatak nove Vlade.

Drugi prioritet Vlade Srbije, koji je važan kako za uspešnu fiskalnu konsolidaciju tako i za stvaranje dobrog privrednog ambijenta, treba da bude unapređenje efikasnosti rada javnog sektora. Efikasnost rada javnog sektora u Srbiji je generalno niska, ali su problemi naročito koncentrisani u radu pravosuđa, katastra i urbanizma, tj. u državnim institucijama koje su nadležne za rešavanje svojinskih i ugovornih odnosa u privredi. Kvalitet usluga državne administracije je nizak, što se manifestuje u niskim kapacitetima za kreiranje i sprovođenje ekonomske i drugih državnih politika. Negativna selekcija, partijsko zapošljavanje i nepotizam su postali široko rasprostranjena praksa. Veliki prostor za unapređenje rade države postoji i u oblasti obrazovanja, gde se država javlja u svojstvu regulatora, finansijera i proizvođača. Dugoročni privredni i društveni napredak Srbije nije ostvariv bez podizanja kvaliteta obrazovanja na svim nivoima od osnovnih škole do doktorskih studija. U oblasti zdravstvene zaštite Srbija je tokom prethodne

¹ Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

² Slovenija je u 2013. godini imala veće učešće fiskalnog deficita u BDP nego Srbija, ali se radi o jednokratnom povećanju deficita koji je posledica visoke intervencije u bankarskom sektoru. Inače fiskalni deficit Slovenije u 2012. i planirani za 2014. godinu je znatno manji od fiskalnog deficita u Srbiji.

³ Detaljnije videti u Kvartalnom monitoru broj 28, koji je objavljen neposredno nakon izbora 2012. godine, a pre formiranja Vlade.

⁴ Prema zvaničnim podacima fiskalni deficit u 2013. godine je iznosio 5,7% BDP, ali su formirane docnje u izmirenju obaveza države od oko 0,5% BDP, zbog čega je neophodno korigovati fiskalni deficit na 6,2% BDP. Ova korekcija je opravdana mada se budžetsko računovodstvo u Srbiji vodi na principu novčanog toka jer je u uređenoj tržišnoj privredi nezamislivo da država kasni u izmirenju svojih obaveza

decenije ostvarila određeni napredak, ali je neophodno da se u narednom periodu poboljša dostupnost i kvalitet zdravstvenih usluga, sa postojećim relativno skromnim sredstvima. Visok stepen neefikasnosti postoji u radu nekih javnih preduzeća, što se ispoljava preko visokih troškova i niskog kvaliteta usluga.

Treći prioritet Vlade Srbije je reforma privrednog sistema, odnosno unapređenje **privrednog ambijenta**. Privredni sistem Srbije u mnogim elementima značajno odstupa od karakteristika dobro uređene tržišne privrede, što povećava troškove i rizike poslovanja u Srbiji. Neka od važnijih odstupanja su: finansijska nedisciplinacija, predatorska regulativa i korupcija (građevinske dozvole, neki elementi zakona o radu, visoka tolerancija prema sivoj ekonomiji), preterana i distorzivna državna intervencija u privredi, česte i nepredvidive promene propisa, nerazvijena zaštita konkurencije i dr. Posledice neadekvatnog privrednog sistema su niske investicije, visoka nezaposlenost, ali i rashodi države za pokrivanje gubitaka u preduzećima i bankama, visoki poreski dugovi i siva ekonomija.

Nepostojanje finansijske discipline, odnosno čvrstog budžetskog ograničenja verovatno predstavlja najkрупnije odstupanje od principa tržišne privrede. Finansijska nedisciplinacija znači da u Srbiji postoje brojni učesnici na tržištu (preduzeća, državne institucije i dr.) koji svoje obaveze ne izmiruju u ugovorenim i zakonskim rokovima. U odsustvu finansijske discipline mehanizmi tržišne selekcije ne deluju, pa je tako moguće da na tržištu opstaju subjekti koji su godinama, a neki i decenijama nesolventni. Gubici koji nastaju u nesolventnim subjektima se kroz tržišne transakcije prevaljuju na druge učesnike na tržištu: banke, druga preduzeća, državu i zaposlene, a to dovodi do širenja nelikvidnosti i nesolventnosti, a potom i do smanjenja privredne aktivnosti¹.

2. Fiskalna konsolidacija: neophodnost, dinamika, sadržaj

Mada većina ekonomista u Srbiji ocenjuje da je fiskalna konsolidacija nužna, ipak postoje ekonomisti koji tvrde da ona nije neophodna, ili da je od sekundarnog značaja u odnosu na druge politike i reforme. Zastupnici ideje da fiskalna konsolidacija nije nužna često se pozivaju na praksu razvijenih zemlja Evrope i SAD, koji su navodno odustali od fiskalne konsolidacije. Međutim, podaci o kretanju fiskalnog deficita u Srbiji, evropskim zemljama i SAD ukazuju na to da je stvarnost bila sasvim drugačija². Razvijene članice EU i SAD smanjile su fiskalni deficit od 2009. do 2013. godine, u proseku, sa 6,8% BDP na 4,1% BDP, a u 2014. godini planiraju smanjenje fiskalnog deficita na 3,1% BDP. Slično, i ze-

mlje Centralne i Istočne Evrope su smanjile fiskalni deficit sa 6,8% BDP u 2009. godini na 3,8% BDP u 2013. godini. Čak su i SAD, zemlja koja se obično navodi kao primer ekspanzivne fiskalne politike u aktuelnoj krizi smanjile fiskalni deficit sa 11,5% BDP u 2009. godini na 6,2% u 2013. godini.

Suprotno kretanjima u EU i SAD fiskalni deficit u Srbiji u periodu krize, posmatran kao procenat BDP je rastao. U prve dve godine krize fiskalni deficit u Srbiji iznosio oko 4,5% BDP da bi u 2012 i 2013 godini iznosio je preko 6% BDP. Sve zemlje koje su imale visoke fiskalne deficite u 2013. godinu, uključujući Grčku, SAD i Britaniju planiraju njegovo smanjenje u 2014. godini. Jedini izuzetak je Srbija koja je planirala povećanje fiskalnog deficita u 2014. godini, pa je tako planirani fiskalni deficit Srbije u 2014. godini najveći od svih posmatranih 29 zemalja. Iz prethodnog sledi nedvosmislen zaključak da stav prema kome: Srbija vodi politiku štednje dok druge zemlje, odustaju od štednje, podstiču potrošnju i povećavaju fiskalne deficite jednostavno nije tačan.

Drugi kritičari sprovođenja **fiskalne konsolidacije u Srbiji** navode teorijske argumente, prema kojima smanjenje potrošnje dovodi do još većeg pada BDP, pa tako poreski prihodi još brže opadaju, fiskalni deficit se povećava, a odnos javnog duga prema BDP raste. Na osnovu teorijskih i empirijskih istraživanja sledi da je ovakav razvoj događaja moguć, ali da je malo verovatno da će on duže potrajati (Berti i dr., 2013). Smanjenje državne potrošnje će dovesti do rasta fiskalnog deficita u odnosu na BDP samo ako su fiskalni multiplikatori vrlo visoki i/ili ako investitori ne veruju u istrajnost određene Vlade u sprovođenju fiskalne konsolidacije. Kritična vrednost multiplikatora, nakon koje bi državna štednja uticala na rast deficita u Srbiji iznosi oko 1, dok empirijska istraživanja ukazuju na to da su multiplikatori potrošnje u zemljama kao što je Srbija znatno manji (Petrović i dr., 2014).

Drugi razlog zbog koga bi državna štednja mogla da utiče na povećanje fiskalnog deficita i rast odnosa javnog duga prema BDP je nepoverenje investitora u istrajnost vlade u sprovođenju **fiskalne konsolidacije**. U tom slučaju državna štednja može da utiče na smanjenje privatnih investicija, jer investitori veruju da će vlada ubrzo odustati od štednje, a da će potom zemlja ući u dužničku krizu. Empirijska istraživanja **pokazuju da čak i ako investitori inicijalno ne veruju nekoj vladi da je dovoljno da prođe jedna do dve godine dosledne fiskalne konsolidacije da se stekne poverenje**. U tom periodu dok se poverenje ne stekne BDP može da opada, fiskalni deficit i javni dug da rastu, ali to je nužna cena koja mora da se plati za prethodnu istoriju nedoslednosti u sprovođenju fiskalne politike. Prema tome iako je moguće da mere

¹ Udovički, K. (2014)

² Podaci o kretanju fiskalnog deficita u zemljama EU i SAD mogu se naći na sajtu Eurostata.

štednje dovedu do privremenog pada BDP i pogrošanja fiskalne pozicije zemlje, njihova primena je nužna jer bi izostanak štednje doveo do nastavka ubrzanog rasta javnog duga, a to bi bio siguran put u dužničku krizu.

Mada je fiskalna konsolidacija u okolnostima u kojim se nalazi Srbija (fiskalni deficit 7,5% BDP, javni dug oko 65% BDP) nužna, postavljaju se pitanja kojom dinamikom i na koji način ona treba da se realizuje? S obzirom na visinu fiskalnog deficita i javnog duga, kao i na dosadašnje neuspehe u njihovom smanjenju ocenjujemo da je za kredibilitnost fiskalne konsolidacije važno da se u prvom koraku preduzmu mere kojima bi se fiskalni deficit u 2014. godini smanjio za najmanje 1% BDP³. Pošto će se dodatne mere fiskalne konsolidacije najverovatnije primenjivati u periodu od pola godine, navedene uštede su ekvivalentne godišnjim uštedama od 2% BDP, što znači da se radi o vrlo snažnim merama fiskalne konsolidacije. Važno je da usvojene mere budu trajne, a ne jednokratne, jer bi to omogućilo da se njihovi efekti prenesu i na naredne godine.

Uporedo sa navedenim uštedama neophodno je da se u obliku zakona usvoje planovi koje bi tokom 2015-2017. godine obezbedili dodatne trajne uštede od oko 1% BDP, godišnje. Kao rezultat tih ušteda fiskalni deficit bi opao sa nivoa od oko 7,5% u 2014. na oko 3% u 2017. godini. Mada ovo predstavlja vrlo značajno smanjenje fiskalnog deficita, ono obezbeđuje da se Srbija 2017. godine nađe u fiskalnoj poziciji u kojoj se u 2014. godini, u proseku, nalaze zemlje CIE.

Važno pitanje u vezi sa fiskalnom konsolidacijom je na koji način je moguće smanjiti fiskalni deficit? Smanjenje fiskalnog deficita moguće je realizovati smanjenjem rashoda (štednjom), povećanjem poreza ili kombinacijom ovih mera. Sa obzirom na to da javna potrošnja iznosi oko 45% BDP, što je visoko za zemlju na nivou razvijenosti Srbije, neophodno je da se najveći deo fiskalne konsolidacije ostvari smanjenjem rashoda, odnosno štednjom. Smanjenje rashoda za oko 5 procentnih poena BDP u naredne tri godine, moguće je samo ako se ostvare značajne uštede na najkrupnijim pozicijama rashoda, a to su plate i penzije. Ove dve pozicije rashoda su inače predimenzionirane u odnosu na ekonomske mogućnosti zemlje - Srbija za penzije troši preko 13% BDP, dok druge zemlje na sličnom nivou razvijenosti troše oko 10% BDP. Slično, i u slučaju zarada Srbija troši za oko 2% BDP više od zemalja na sličnom nivou razvijenosti.

Uštede na platama i penzijama verovatno će morati da se realizuju u dva koraka. U prvom koraku biće neop-

hodno nominalno smanjenje plata i penzija tokom 2014. godine koje neće moći da bude manje od 10%. Smanjenje plata i penzija za 10% donelo bi uštede od nešto ispod 2% BDP na godišnjem nivou, što predstavlja 40% od potrebnih ušteda na ove dve pozicije. Ukoliko je smanjenje penzija nezakonito, ili ako je politički neprihvatljivo tada bi se moglo pristupiti alternativnoj meri, koja se često primenjuje u svetu, a to je oporezivanje penzija. Ako bi se penzije oporezovale na isti način kao i zarade zaposlenih to bi državi donelo dodatne prihode/smanjilo rashode od oko 0,6% BDP. Ukoliko se pak ne primeni smanjenje ni oporezivanje penzija to bi zahtevalo da se plate u javnom sektoru smanje za oko 25%. Ocenjuje se da toliko smanjenje plata ne bi bilo socijalno prihvatljivo, kao i da bi bilo destimulativno za funkcionisanje javnog sektora - dovelo bi do dodatnog pogoršanja stručnosti zaposlenih, smanjenje zalaganja, podstaklo bi situaciju korupciju i dr.

Drugi korak u uštedama na platama i penzijama počeo bi usvajanjem zakonskih promena tokom 2014. godine, i nastavio bi se njihovom primenom u narednim godinama. U slučaju penzije zakonske promene bi obuhvatile uvođenje aktuarskih penala za svaku godinu penzionisanja pre standardne starosne granice, povećanje starosne granice za penzionisanje žena i povećanje minimalne starosne granice za penzionisanje muškaraca i žena. Ove reforme ne bi donele velike uštede u prvim godinama primene, ali bi njihov efekat postepeno kumulirao, tako da bi one dale značajne efekte u periodu od 10-tak godina. Dodatne uštede na troškovima rada u državnom sektoru mogu se ostvariti racionalizacijom broja zaposlenih. U nekoliko narednih godina broj zaposlenih u delu javnog sektora, koji se finansira fiskalnim prihodima, bi mogao da se smanji za 5-10%, a da se pri tome ne ugrozi kvalitet i dostupnost usluga države (zdravstvenih, obrazovnih, pravosudnih, bezbednosnih i dr.). Smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru treba da bude sistematsko, što znači da se manjim delom ostvaruje kroz prirodni odliv (penzionisanje, napuštanje javnog sektora), a većim delom otpuštanjem radnika koji rade na neproduktivnim radnim mestima. Uštede na platama i penzijama nisu dovoljne da bi se rashodi države sveli u održive okvire i stvorio dodatni prostor za rast investicija u okviru smanjenih rashoda.

Dodatne uštede koje mogu da se ostvare u kratkom roku odnose se na smanjenje troškova po osnovu pokrivanja gubitaka preduzeća i banaka i smanjenje subvencija za investicije i zapošljavanje. Osim toga određene uštede mogu se ostvariti reformama državne administracije na centralnom i lokalnom nivou kao i reformom javnih službi (zdravstvo, obrazovanje, socijalna zaštita i dr.), o čemu se piše u poglavlju 3.

³ Smanjenje u odnosu na prethodnu godinu je teško s obzirom da je kroz docnje deo rashoda prenet iz prošle u ovu godinu (videti poglavlje o Fiskalnoj politici).

Tokom prethodne dve godine država je imala visoke rashode za pokrivanje gubitaka preduzeća, pre svega Srbijagasa, kao i rashoda za dokapitalizaciju banaka koje su kasnije otišle u stečaj i isplatu osiguranih (ali i drugih) depozita banaka u stečaju. Iza gubitaka Srbijagasa⁴, najvećim delom se nalaze: a) dugogodišnja prodaja gasa po ceni koja je bila niža od nabavne, b) prodaja gasa nesolventnim preduzećima, kao što su Petrohemija, Azotara, Železara Smederevo, preduzeća u restrukturiranju i dr., c) tolerisanje neplaćanje gasa od strane državnih institucija i građana i dr. Iza stečaja nekoliko domaćih banaka, nalazi se problem lošeg upravljanja, koja uključuje **partijsko uplitanje u rukovođenja bankama**, ali i problem rastuće nelikvidnosti, a verovatno i ne solventnosti u velikim privatnim preduzećima. Prema tome, smanjenje rashoda države po osnovu pokrivanje gubitaka u preduzećima i bankama, može se rešiti samo reformama privrednog sistema, što je predmet analize u tački 3.

Do sredine 2013. godine Srbija je odobravala vrlo ekstenzivne programe direktnih i indirektnih subvencije za podsticanja investicija i zapošljavanja, da bi u drugoj polovini 2013. godine u potpunosti obustavila odobravanje novih subvencija za ove namene. Međutim u predizbornoj kampanji predstavnici najveće stranke (SNS) najavili su ekstenzivne subvencije za investicije i zapošljavanje koje bi se odobravale u vremenski ograničenom periodu od dve godine. Ocenjujemo da bi umesto vraćanje na ekstenzivne subvencije bilo adekvatnije da se već u 2014. godini ove subvencije smanje u odnosu na iznose koji su odobravani do sredine 2013. godine, kao i da se zakonski odredi putanja njihovog dodatnog smanjivanja sa ciljem da se potpuno ukinu do kraja 2015. godine.

Subvencije bi se dodatno smanjile time što bi se ograničile namene za koje se odobravaju ovakve vrste subvencija – one bi se mogle dobiti samo za investicije velike vrednosti, koje imaju pozitivne efekte za privredu nekog regiona ili cele zemlje. Osim budžetskih subvencija, neophodno je da se smanje i poreska oslobađanja i olakšice, koje se odobravaju kod poreza na dobit jer je porez na dobit i dalje nizak u odnosu na druge zemlje.

Okvir 1. Kako su evropske zemlje smanjile fiskalni deficit u periodu krize – pouke za Srbiju

Sa obzirom da je većina evropskih zemalja, kako razvijenih tako i zemalja u razvoju, uspele da u periodu krize, značajno smanji fiskalni deficit, pri koncipiranju programa fiskalne konsolidacije za Srbiju korisno je da se ima u vidu na koji način su smanjeni deficiti u drugim zemljama. U studiji Kichert u dr (2013) dat je pregled mera koje su primenjene i u 13 evropskih zemlja u cilju smanjenja fiskalnog deficita. Skoro sve analizirane zemlje su preduzele značajne mere na smanjenju troškova rada, mada su troškovi rada u njima, u odnosu na BDP bili manji nego u Srbiji. U čak 11 zemalja zamrznuto je zapošljavanje i preduzete su mere za smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru. Plate su smanjene u šest zemalja, dok su u 11 zemalja zamrznute. Skoro sve zemlje su realizovale reforme javnog sektora (zdravstva, obrazovanja, penzijskog sistema, administracije) sa ciljem da smanje državni rashodi. U čak 11 zemalja povećane su akcize, PDV je povećan u 9 zemalja, porez na dohodak građana u 9 zemalja, a porez na dobiti u pet zemalja. Smanjenja poreza bila su retka i primenjivana su u razvijenim zemljama koje imaju dobru fiskalnu poziciju, a u kojima su poreske stope vrlo visoke (Belgija, Danska).

Iskustvo evropskih zemalja u smanjenju fiskalnog deficita je naročito važno u slučaju Srbije, jer se kod nas javljaju vrlo neobični i nerealni predlozi za smanjenje fiskalnog deficita, koji po pravilu ne zahtevaju odricanje. Prema nekim od tih predloga ključna mera za smanjenje fiskalnog deficita je smanjenje troškova kamata po osnovu zamene skupih kredita jeftinim. U prethodnom broju QM smo pisali o tome kako se na ovaj način mogu ostvariti relativno skromne uštede, čak i u hipotetičkom slučaju kada bi dobili povoljni kredite od tri milijarde evra od UAE. U sadašnjim okolnostima kada je potpisan ugovor o kreditu od milijardu evra, praktično ne postoji mogućnost da se ostvare uštede prevremenim vraćanjem dela skupih kredita. Ako bi država, ovaj kredit iskoristila da vrati deo skupih kredita, ne bi se ostvarila nikakve uštede jer bi se kroz nekoliko meseci ponovo zaduživala po kamatnim stopama od 6-7%.

Alternativni predlog podrazumeva da se fiskalni deficit smanji u odnosu na BDP bez štednje, odnosno da je kroz ekspanzivnu politiku rashoda ili kroz smanjenje poreza na rad podstakne snažan rast BDP, koji bi doveo do rasta poreskih prihoda, a to bi rezultiralo u smanjenju fiskalnog deficita u odnosu na BDP. Ovakva dinamika fiskalnih i makroekonomskih varijabli je generalno malo verovatna, a u okolnostima u kojima se nalazi Srbija ona je praktično nemoguća. Štaviše moglo bi se tvrditi da je Srbija u poslednje dve i po godine i sprovođila umerenu varijantu ovakve politike, a njen rezultat je bio rast fiskalnog deficita i stagnacija privrede.

⁴ Mada, su postojale neracionalnosti u poslovanju Srbijagasa, one su bilansno od drugorazrednog značaja u odnosu na navedene uzroke gubitaka.

Iz prethodnog sledi da će uspešna fiskalna konsolidacija u Srbiji, kao i u drugim zemljama, morati da se oslanja na vrlo konkretne mere štednje: poput smanjenja rashoda za plate i penzije, reformu državnih preduzeća, reformu zdravstva, obrazovanja i dr. Štaviše, zbog kašnjenja u primeni mera štednje Srbija će morati da sprovodi oštrije mera nego većina drugih evropskih zemalja.

Fiskalni deficit moguće je manjim delom smanjiti poboljšanjem naplate poreza, što podrazumeva suzbijanje sive ekonomije, ali i poboljšanje poreske discipline smanjenjem poreskih dugova. Pri tome je važno, da dodatni poreski prihodi ne predstavljaju zamenu, prethodno opisanim merama štednje, nego njihovu dopunu. Prema detaljnom istraživanju⁵, siva ekonomije u Srbije je u 2012. godini iznosili oko 30% BDP, i bila je uz Bugarsku i Rumuniju najveća u Evropi. Postoje brojne indicije, da je obim sive ekonomije tokom 2013. godine dodatno povećan. Uporedo sa rastom sive ekonomije tokom 2013 godine intenzivno rastu poreski dugovi, koji se pojavljuju u situacijama, kada poreski obveznici prijave obaveze ali nisu u stanju da ih plate. Rast poreskih dugova, uz rast procenta nenaplativih kredita predstavlja pokazatelj snažnog pogoršanja finansijskih performansi u velikom broju preduzeća u Srbiji, uključujući i neka velika privatna preduzeća.

Za suzbijanje sive ekonomije ključno je smanjenje tolerancije države prema njoj, dok je za smanjenje poreskih dugova neophodno uspostavljanje finansijske discipline. Ocenjuje se da bi Srbija u roku od 2-3 godine mogla da smanji sivu ekonomiju na nivo zemalja Centralne Evrope, što bi joj obezbedilo povećanje poreskih prihoda za oko 1% BDP. Kada je u pitanju naplata poreskih dugova prilično je neizvesno u kojoj meri su naplativi poreski dugovi nastali u veliki privatnim preduzećima tokom poslednjih nekoliko godina, ali se ocenjuje da će naplata biti manja ako se rešavanje problema u njim oduži. Mogućnost naplate starih poreskih dugova, koji se odnose velikim delom na preduzeća u restrukturiranju je praktično zanemariva.

3. Reforme javnog sektora i unapređenje privrednog ambijenta

Osnovni cilj reforme javnog sektora je poboljšanja njegove efikasnosti, a to se može ostvariti smanjenjem troškova i/ili povećanjem kvaliteta i obima usluga. Smanjenje troškova javnog sektora je važno za uspeh fiskalne konsolidacije, a ono osim prethodno pomenutih mera (smanjenje plata i penzija, smanjenje broja zaposlenih i parametarske penzijske reforme) treba da obuhvati

i reforme kojima bi se smanjili troškovi roba i usluga u sektorima glavnim potrošačima (lokalnoj i republičkoj administraciji, pravosuđu, zdravstvu, obrazovanju, socijalnim službama i dr.). U slučaju nekih delatnosti poboljšanje troškovne efikasnosti može se ostvariti promenom načina finansiranja - u slučaju osnovnih i srednjih škola finansiranje zarada bi se zasnivalo na broju učenika u opštini, a ne na broj zaposlenih. Smanjenje troškova javnog sektora može se ostvariti i rigoroznom prioritizacijom investicionih projekata, kojom bi se neki projekti odložili, a drugi trajno odbacili. Prioritizacija bi na primer podrazumevala da se izgradnja moravskog koridora, autoputa Novi Sad-Šabac ili autoputa prema rumunskoj granici odloži dok se na završe Koridori 10 i 11. Osim toga, neophodno je da se uspostave mehanizmi za kontrolu troškovne efikasnosti investicionih projekata.

Poboljšanje kvaliteta usluga javnog sektora je podjednako važno kao i smanjenje njegovih troškova. Reforma javnog sektora je ključna za unapređenje privrednog ambijenta, jer bez efikasnih pravosudnih i administrativnih organa, kvalitetnog obrazovanja i dr. nije moguć privredni, ni društveni napredak. Stoga je važno da se za sve važnije oblasti (administraciju, pravosuđe, obrazovanje, zdravstvo, lokalne zajednice i dr.) definišu kriterijumi za merenje kvaliteta usluga, ciljna dinamika poboljšanja kvaliteta, odgovornost nadležnih organa i pojedinaca za ostvarenja postavljenih ciljeva. Poboljšanje kvaliteta usluga zahteva **uvođenje sistema finansijskih nagrada i kazni za državne institucije u zavisnosti od rezultata rada (osnovne i srednje škole)**. U slučaju univerziteta bilo bi opravdano da državno finansiranje zavisi od kvaliteta univerziteta, koji bi se merio na osnovu standardnih međunarodnih kriterijuma. U segmentu doktorskih studija skromni resursi, kojima raspolaže država, bi se mogli koncentrisati tako da se iz svake oblasti doktorske studije organizuje na jednom univerzitetu u Srbiji, ali da te studiju budu na vrhunskom svetskom nivou (videti Osvrt br 2.). U ovom slučaju poboljšane efikasnosti bilo bi dvostruko jer bi društvo sa manje novca dobilo kvalitetnije obrazovanje.

Smanjenje javnih rashoda po osnovu pokrivanja gubitaka i plaćanje kredita javnih preduzeća zahteva primenu brojnih mera počev od unapređenja upravljanja tim preduzećima, smanjenja nepotrebnih troškova koji su posledica viška zaposlenih, eliminisanje sumnjivih aranžmana sa privatnim preduzećima koja se nalaze u vlasništvu ljudi bliskih vladajućim strankama, oslobađanje javnih preduzeća od kvazi fiskalnih obaveza kao što su razna sponzorstva i dr. Da bi se poboljšali prihodi javnih preduzeća neophodno je da se javna preduzeća oslobode socijalne funkcije, a to podrazumeva: da se cene njihovih proizvoda odrede u skladu sa

⁵ Krstić i dr. (2013)

tržišnim principima, da se kupcima koji ne plaćaju redovno usluge onemogućiti njihovo korišćenje bez obzira da li se radi o preduzećima, državnim ustanovama ili građanima. **Primer NIS-a, nakon privatizacije, predstavlja potvrdu koliko se može unaprediti poslovanje preduzeća ukidanjem nepotrebnih troškova i poboljšanjem naplate prihoda**⁶.

Osnovni cilj reforme privrednog sistema je stvaranje povoljnijih uslova za investiranje i zapošljavanje u Srbiji, a način da se to ostvari je smanjenje troškova i rizika poslovanja u Srbiji. Reforma privrede je važna i za fiskalnu konsolidaciju jer bi neposredno uticala na smanjenje rashoda, kao što su rashodi po osnovu pokrivanja gubitaka u državnim preduzećima i bankama, i rashodi za subvencije kojima se kompenzuju slabosti privrednog sistema. Reforme privrede bi povoljno uticale i na javne prihode jer bi se povećao poreski kapacitet privrede kroz rast zaposlenosti, potrošnje i dr., a poboljšala bi se i naplata poreza (smanjenje sive ekonomije i poreskih dugova).

Uspostavljanje finansijske discipline, odnosno čvrstog budžetskog ograničenja predstavlja najvažniju reformu, kako bi se privredni sistem Srbije uskladio sa principima tržišnih privreda. Ključnu ulogu u tome ima donošenje adekvatnog zakona o stečaju koji bi podstakao poverioce i vlasnike preduzeća na pravovremeno preduzimanje mera za rešavanje finansijskih problema u preduzećima, uključujući i pokretanje stečaja. Adekvatno stečajno zakonodavstvo, trebalo bi u budućnosti da zaustavi gomilanje finansijskih problema u preduzećima, koji se potom prenose na banke i državu. Za uspostavljanje finansijske discipline važno je da se u razumnom roku, koji ne bi mogao da bude duži od godinu dana definitivno reši status svih preduzeća u restrukturiranju bilo kroz njihovu privatizaciju ili stečaj. Uspostavljanje finansijske discipline zahteva izmeštanje socijalne funkcije iz javnih preduzeća, o čemu je prethodno već bilo reči. Za uspostavljanje finansijske discipline ključno je da država redovno izmiruje svoje zakonske i ugovorne obaveze, kao i da drastično smanji toleranciju prema sivoj ekonomiji i gomilanju poreskih dugova.

Poboljšanje privrednog ambijenta osim uspostavljanja finansijske discipline zahteva i realizaciju brojnih drugih reformi, kao što je ukidanje nepotrebnih i pojednostavljenje ostalih propisa, reforma tržišta rada, okončanje procesa privatizacije, unapređenje **politike konkurencije**, suzbijanje sive ekonomije i dr. Preterano komplikovani, nejasni i međusobno nekonzistentni propisi uvode rizike, povećavaju troškove poslovanja i predstavljaju

snažan izvor korupcije. Stoga je neophodno da se ponovo pokrene giljotina propisa, od koje se nakon početnog zamaha brzo odustalo. Giljotina propisa bi trebao da bude stalni proces jer je sklonost države ka donošenju nepotrebnih i komplikovanih propisa prilično postojana. Među **brojnim propisima koji ometaju poslovanje privrede**, već godinama se izdvajaju komplikovane, skupe i dugotrajne procedure za izgradnju građevinskih objekata. Stoga zakonsko pojednostavljenje navedenih procedura i uvođenje mehanizama za njihovo efikasno sprovođenje treba da predstavlja jedan od prioriteta nove Vlade.

Reforma poreskog sistema kojom bi se smanjilo fiskalno opterećenje rada (pre svega doprinosi), a povećalo fiskalno opterećenje potrošnje bila bi podsticajna za investicije i zapošljavanje, a indirektno bi poboljšala međunarodnu konkurentnost privrede Srbije. Međutim, ocenjuje se da bi primenu poreske reforme trebalo odložiti sve dok se ne reše najvažniji problemi u javnim finansijama Srbije, a to su visok fiskalni deficit i rastući javni dug.

Osim rešavanja nagomilanih fiskalnih i strukturnih problema, postoje snažni razlozi da se ponovo ispita da li je postojeći režim monetarne politike optimalan za Srbiju (Šoškić, 2014). S obzirom na to da već duže vremena nije izvesno da li su u Srbiji veće prednosti ili troškovi od postojanja nezavisne centralne banke, uvođenja deviznog veća je sasvim legitimna alternativa koju bi trebalo ozbiljno razmotriti. U tom smislu bilo bi poželjno da Vlada obavi konsultacije sa MMF, ECB i vodećim svetskim ekonomistima za ovu oblast.

4. Antirecesioni stimulansi i sektorske politike

Dok je realizacija fiskalne konsolidacije i reformi nužna, opravdanost primene anti-recesionih stimulansa nije sasvim izvesna, naročito imajući u vidu da u Srbiji nije moguće primeniti standardne podsticaje koji se primenjuju u tržišnim privredama. Mada je moguće izneti dosta argumenata protiv anti-recesionih stimulansa ocenjuje se da ipak preovlađuju argumenti u prilog njihove primene.

Standardni podsticaji podrazumevaju snižavanje kamatnih stopa centralnih banaka koje potom postiže snižavanje kamatnih stopa poslovnih banaka, a to utiče na rast kreditne aktivnosti, a potom i na rast investicija, lične potrošnje i privredne aktivnosti. U Srbiji ne može da se sprovodi takva politika jer zbog visoke evroizacije snižavanje kamatnih stopa NBS, ne utiče značajno na kamatne stope poslovnih banaka, a time ni na njihovu kreditnu aktivnost. Umesto toga kamatne stope više utiču na kretanje kursa i tražnju za devizama, pa njihovo smanjenje podstiče tražnju za devizama i deprecijaciju dinara. Stoga je NBS prinuđena da i u uslovima pada

⁶ Poboljšanje poslovanja NIS je rezultat i relativno visokih investicija koje je Gazprom realizovao nakon preuzimanja preduzeća, a ne samo eliminisanje nepotrebnih troškova i bolje naplate.

kreditne aktivnosti, recesije i niske inflacije sprovodi politiku visokih kamatnih stopa.

Međutim, problem znatnog pada realnog nivoa kreditne aktivnosti banaka, rast procenta loših kredita i pad privredne aktivnosti do koga on dovodi ne mogu da se ignorišu. Stoga je opravdano da se kreditna aktivnost banaka podstiče na drugačiji način, ako to već nije moguće snižavanjem kamatne stope NBS. Jedan od relativno efikasnih načina podsticanja kreditne aktivnosti banaka u periodu krize u Srbiji je bio program subvencioniranih kamatnih stopa na bankarske kredite. Primenom ovog programa država je sa relativno malo sredstava (4-5 mlrd dinara) podsticala povećanje kreditne aktivnosti banaka za nekoliko desetina milijardi dinara. Stoga se ocenjuje da bi bilo opravdano da Vlada u 2014. i narednoj godini nastavi sa programom odobravanja subvencioniranih kredita. Uporedo sa nastavkom programa subvencioniranih kredita država bi sprovodila reforme kojima bi se na sistemski način rešavao problem nelikvidnosti i nesolventnosti preduzeća (zakon o stečaju i dr.), što bi povećalo broj kreditno sposobnih preduzeća.

U delu o fiskalnoj konsolidaciji su navedeni argumenti protiv potpunog obustavljanja subvencija za investicije i zapošljavanje, ali i protiv nastavka izdašnih subvencija u naredne dve godine. Umesto toga predlaže se odobravanje smanjenih subvencija, koje bi se postepeno smanjivale sa ciljem da se do kraja 2015. godine potpuno obustave.

Osim opštih podsticaja koji bi se odnosili na sve privredne delatnosti ocenjujemo da su nekim delatnostima opravdani posebni sektorski podsticaji. Ovde obrazlažemo moguće podsticaje za građevinarstvo i poljoprivredu, mada su mogući sektorski podsticaji i za neke druge delatnosti.

Osnovni cilj podsticaja u građevinarstvu je da se ublaži dramatičan pad aktivnosti u ovoj delatnosti (videti deo o privrednoj aktivnosti) i delatnostima koje su vezane za njega. Drugi cilj je da se omogući rešavanje stambenog pitanja za pripadnike srednje klase, na taj način što bi se podstakla izgradnja stanova po cenama koje su dostupne domaćinstvima sa prosečnim primanjima, a to su primanja članova porodice u intervalu od 80-100 hiljada dinara mesečno. Program bi se realizovao na taj način što bi lokalne zajednice obezbedile besplatno zemljište za stambenu izgradnju, pa bi se cena stanova sastojala iz dve komponente troškova gradnje stanova i minimalnih troškova uređenja građevinskog zemljišta. Stanovi izgrađeni pod tim uslovima bi koštali 500-600 evra po m² u unutrašnjosti Srbije, odnosno 600-800 evro po m² u Beogradu. Sredstva za finansiranje gradnje bi obezbedile banke, koje bi kreditirale kupce, a krediti bi bili osigurani od strane Agencije za osiguranje stambenih kredita.

Troškovi države za realizaciju ovog projekta sastojali bi se iz dve komponente: vrednosti ustupljenog građevinskog zemljišta i troškova osiguranja stambenih kredita. Ustupljeno građevinsko zemljište predstavlja kapitalni transfer, koji bi snosile lokalne zajednice na čijoj teritoriji bi se gradili stanovi, dok bi troškove osiguranja stambenih kredita snosila Republika. Ekonomska motivacija lokalnih zajednica za ulazak u ovaj projekat je rast zaposlenosti, dohodaka i potrošnje na njihovoj teritoriji u periodu gradnje stanova i ostvarenje budućih poreskih prihoda po osnovu oporezivanja stanova. Projekat bi se pokrenuo u Beogradu i nekoliko većih gradova u Srbiji koji su tokom prethodne decenije ostvarili određeni ekonomski napredak tako da u njima ima dovoljno domaćinstava koja bi mogla da kupe stanove pod navedenim uslovima. S obzirom da bi ceo projekat imao i socijalnu komponentu, postavila bi se određena ograničenja kojima bi se prednost pri kupovini stanova dala porodicama koje nemaju rešeno stambeno pitanje. Za razliku od građevinarstva, gde su podsticaji antirecesioni, podsticaji za poljoprivredu bi bili sistemski, a imali bi za cilj povećanje produktivnosti poljoprivredne proizvodnje, rast izvoza poljoprivrednih proizvoda dr. Podsticaji bi jednim delom bili usmereni ka individualnim poljoprivrednim domaćinstvima i odnosili bi se na edukaciju proizvođača, odobravanje sufinansirajućih subvencija za kupovinu poljoprivredne mehanizacije, nabavku produktivnijih sorti biljaka i rasa životinja, antigradnu zaštitu, navodnjavanje i dr. U svim slučajevima država bi obezbeđivala manji deo sredstava dok bi veći deo sredstava obezbedili poljoprivrednici.

Druga vrsta državnih subvencije bi se odnosila na podržavanje modernog zadrugarstva kakvo postoji u evropskim zemljama. Država bi i u ovom slučaju kroz subvencije učestvovala sa određenim procentom u izgradnje zadružnih objekata kao što su hladnjače, skladišta, moderna mehanizacija i dr.

Osim subvencije država bi primenjivala i druge mere za unapređenje produktivnosti poljoprivredne proizvodnje, od kojih su naročito važni podsticaji za ukрупnjavanje poljoprivrednih poseda. Uvođenje poreza na poljoprivredno zemljišta u 2014. godini je jedna od takvih mera, koja treba da poveća cenu nekorišćena poljoprivrednog zemljišta, i da na taj način podstakne prodaju manjih poseda koji se ne koriste ili se neproduktivno koriste. Za ukрупnjavanje poljoprivrednih poseda, naročito južno od Save i Dunava neophodno je da se reše neregulirani vlasnički odnosi koji sada onemogućavaju kupoprodajne transakcije.

Osim fundamentalnih pitanja koja se pojavljuju uvek kada se primenjuju podsticaji i odobravaju subvencije, a to su pitanja koja se odnose na ekonomsku opravdanost i

pravičnost, važno je i pitanje kako bi se obezbedila sredstva za antirecesione i sektorske podsticaje u uslovima kada je potrebno da se rashodi države značajno smanjuju? Pri tome je relevantno da ukupni rashodi države za sve oblike navedenih podsticaja (subvencionisanje kamata na kredite, subvencionisanje stambenih kredita, subvencije za novo zapošljavanje, subvencije za poljoprivredu) ne bi mogli da budu veći od 0,5% BDP, što znači da bi iznosili između 15 i 20 milijardi dinara godišnje. Za 2014 godinu, podsticajna sredstva bi se obezbedila preusmeravanjem sredstava namenjenih garantnom fondu i joint venture fondu. S obzirom na to da je izvesno da će se proces otpuštanja radnika u preduzećima u restrukturiranju produžiti i na narednu godinu deo sredstava koja su namenjena za otpremnine u ovoj godini bi se preusmerio na stimulatívne mere.

Da bi se obezbedila fiskalna održivost ukupna podsticajna sredstva za navedena namene ni u budućnosti ne bi prelazila 0,5% BDP, ali bi se njihova struktura tokom vremena značajno menjala. Dok bi subvencije za kamata bio jedan od najvećih podsticaja u ovoj i narednoj godini, ova vrsta podsticaja bi se u potpunosti ukinula kroz 2-3 godine. Takođe subvencije za otvaranje radnih mesta bi se smanjivale tako da se do kraja 2015 godine sasvim ukinu. Subvencije za odobravanje stambenih kredita bi u 2014, godini bilo vrlo niske ali bi verovatno rasle u naredne 2-3 godine da bi nakon toga opadala. Subvencije za unapređenje poljoprivredna proizvodnje bi postepeno rasle i one bi se primenjivale u dužem vremenskom periodu. Sa gašenjem antirecionih mera stvorio bi se prostor za pokretanje subvencija za aktivnosti koje stvaraju pozitivne eksterne efekte kao što su razvijanje i uvođenje inovacija i slično.

Literatura:

Berti, K, F. de Castro i M.Salto (2013) "Effect fiscal consolidation envisaged in the 2013 Stability and Convergence Programmes on Public debt dynamic in EU Member states", Economics Papers 504, European Commission

Kichert, W., T. Randma-Liiv i R. Savi (2013) Fiscal Consolidation in Europe: A Comparative Analysis, European Commission

Krstić, G., F. Schnieder, M. Arandarenko, M. Arsić, B. Radulović, S. Ranjdelović i I. Janković (2013) „Siva ekonomija u Srbiji: novi nalazi i preporuke za reforme“, USAID, FREN

Petrović, P., M. Arsić i A. Nojković (2014) "Fiscal Multipliers in Emerging Europe", Working Paper Fiskalni savet

Udovički, K. (2014) "Ograničenja na strani ponude i neophodnost ekonomskih reformi za ubrzanj privrednog rasta", Ekonomska politika Srbije u 2014: mogućnost privrednog rasta u uslovima reformi i fiskalne konsolidacije, NDES, AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu

Šoškić, D. (2014) "Monetarne politika u Srbiji: rezultati i alternative" Ekonomska politika Srbije u 2014: mogućnost privrednog rasta u uslovima reformi i fiskalne konsolidacije, NDES, AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu

Osvrt 2. Reforma visokog obrazovanja u Srbiji: o doktorskim studijama

Prof. Branko Urošević¹

Ovo je prvi u seriji kratkih osvrti na važna pitanja u vezi sa reformom visokog obrazovanja u Srbiji. Počinjemo od doktorskih studija iz tri osnovna razloga. **Prvi** je značaj kvalitetnih doktorskih studija za razvoj društva. Naime, one predstavljaju krunu obrazovnog procesa ali i kamen temeljac formiranja naučnika i predavača na visokoškolskim institucijama u određenoj naučnoj oblasti. **Drugi** je relativno veliko odstupanje kvaliteta doktorskih studija u našoj zemlji u nekim naučnim oblastima od onoga što predstavlja najviše međunarodne standarde. Jedna od važnih posledica takvog stanja je, sa jedne strane, hiperprodukcija kadrova sa titulom doktora nauka koji nisu obučeni da se na pravi način bave naučnim radom. Sa druge strane, sve je intenzivniji odlazak najdarovitijih mladih ljudi iz zemlje radi pohađanja kvalitetnih doktorskih studija inostranstvu. Sa ovih studija oni se često nikada više ne vrata, bilo zbog toga što ne žele da se vrata ili ne mogu da se u Srbiji zaposle na univerzitetima i istraživačkim institucijama. To dovodi do dramatične negativne povratne sprege na univerzitetima i institutima sa potencijalnim katastrofalnim dugoročnim posledicama po društvo. **Treći** važan razlog za reformu i za ovaj tekst jeste potreba da se na što racionalniji način koriste veoma oskudna (i sve oskudnija) sredstva koja država može da izdvaja za visoko obrazovanje i naučni rad. U vreme velike ekonomske i budžetske krize važno je da svaki državni dinar u ovoj oblasti bude uložen na najproduktivniji mogući način.

Mada dosta toga što sledi može u manjoj ili većoj meri da se primeni na sve naučne oblasti, zbog konkretnosti kao i zbog objektivnog značaja ekonomskih nauka u društvu, fokusiraćemo diskusiju na pitanje stvaranja i finansiranja visokokvalitetnih doktorskih studija iz oblasti ekonomskih nauka.

1. Kakve su sada a kakve bi trebalo da budu doktorske studije iz ekonomskih nauka u Srbiji

U Srbiji postoji ne mali broj institucija koje organizuju doktorske studije i produkuju diplome doktora nauka iz oblasti ekonomije i srodnih disciplina (poslovnog upravljanja, na primer). Ključni razlog za to jeste postojanje jednog broja kako državnih tako i privatnih fakulteta koji se bave obrazovanjem u ovim oblastima i koje, po važećem zakonu, moraju da formalno zaokruže svoj obrazovni proces i dobiju odgovarajuće akreditacije.

Drugi važan razlog za organizovanje doktorskih studija, ovako kako se to danas čini, jeste mogućnost da fakulteti dodatno zarade. Oba ova razloga daleko su od toga za šta doktorske studije treba da služe, a to je da budu kruna obrazovne aktivnosti kao i da stvaraju buduće kvalitetne istraživače.

Pošto se doktorske studije iz oblasti ekonomije kod nas naplaćuju na svim fakultetima, pa i na državnim, i pošto praktično nema adekvatnih stipendija koje bi polaznicima omogućavale da se fokusiraju na studije i na naučni rad u periodu od 4-5 godina (a to je neophodno za izradu kvalitetnih doktorata), većina polaznika studira uz rad. Predavači su često ljudi sa malo ili sa nimalo iskustva u izradi radova koji se mogu objaviti u visokokvalitetnim međunarodnim časopisima na SSCI listi, a upravo je to u ekonomskoj nauci međunarodni standard kvaliteta istraživača. Da bi se na studije privukli i oni polaznici koji nemaju previše vremena da uče, da bi se olakšao posao predavačima, kao i da bi se obezbedila masovnost neophodna za ostvarivanje zarade na ovim programima, na doktorskim studijama uglavnom se ponavlja materijal sa redovnih i, donekle, sa master studija.

Sve to postojeće doktorske studije iz oblasti ekonomskih nauka kod nas čini neadekvatnim za ostvarivanje svojih osnovnih funkcija. Stoga je važno da se ovde malo pozabavimo time kakve su neke od bitnih karakteristika kvalitetnih doktorskih studija iz ekonomskih nauka i kakvu ulogu igraju u društvu.

Prvo, kao kruna obrazovnog procesa, doktorske studije moraju da što približnije, kako po svojoj formi tako i po svojoj suštini, odražavaju visoki kvalitet i strukturu koju imaju najbolji međunarodni programi te vrste. Cilj je da talentovani mladi ljudi ne moraju da idu u inostranstvo da postanu vrhunski ekonomisti-istraživači. Važno je napomenuti da u ekonomiji i poslovnom upravljanju, više, verovatno, nego i u jednoj drugoj društvenoj nauci, postoje sasvim jasni međunarodni standardi kvaliteta obrazovanja na nivou doktorskih studija. Ove standarde postavili su vodeći američki univerziteti i poslovne škole a prihvatio ostatak sveta. Predavači na doktorskim studijama su tipično samo oni koji imaju dokazanu sposobnost ali i želju da se ozbiljno bave međunarodno-valorizovanim istraživačkim radom. Nastava je tipično na engleskom jeziku. To omogućava programima da se takmiče za polaznike i predavače iz celog sveta a polaznicima da uče na jeziku koji je, de-fakto službeni jezik u ekonomskoj nauci. Proces inicijalne selekcije polaznika je objektivna i strog. Polaznicima su uglavnom obezbeđene stipendije koje pokrivaju školarinu i skroman život. Na taj način oni se fokusiraju na studije i istraživanja. Za uzvrat, doktoranti su u nekoj meri uključeni u nastavni i-ili istraživački proces.

¹ Branko Urošević, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i Narodna banka Srbije

Cilj nastavnog procesa na kvalitetnim doktorskim studijama jeste dostizanje visokog nivoa osposobljenosti za razumevanje i samostalan razvoj modela koji se koriste u naučim radovima u vrhunskim međunarodnim časopisima iz oblasti ekonomije i poslovnog upravljanja, kao i visoko-kvalitetna obuka za obavljanje empirijskih istraživanja. Programi su, stoga, bez izuzetka, na visokom kvantitativnom nivou. Osnovni predmeti, pre svega mikroekonomija, makroekonomija i ekonometrija, standardizovani su u pogledu udžbenika koji se koriste kao i matematičkog aparata koji se od polaznika očekuje. Doktorantima je, takođe, omogućen pristup standardizovanim bazama podataka kao i kvalitetnim istraživačkim seminarima na kojima moraju da se redovno upoznavaju sa istraživanjima vodećih međunarodnih istraživača kao i da sa njima stvaraju lične kontakte.

Upravo zbog ovih znanja i veština doktoranti sa prestižnih doktorskih programa veoma su traženi kako u univerzitetskim krugovima tako i van njih. Na primer, pored vodećih svetskih kompanija i međunarodnih institucija (MMF, Svetska banka, EBRD, itd), ministarstva finansija, centralne banke, fiskalni saveti u mnogim zemljama sve više zapošljavaju ekonomiste sa vrhunskim obrazovanjem na nivou doktorata. Slično je i sa privatnim sektorom - bankama, osiguravajućim kompanijama, velikim preduzećima. Na taj način kvalitetne doktorske studije iz ekonomije su veoma važna komponenta jačanja institucionalnih kapaciteta i modernizacije društva u celini.

Ono što je posebno važno, a o čemu se u Srbiji veoma malo zna, jeste da postoji vrhunski organizovano formalno svetsko tržište rada za one koji uspešno doktoriraju na kvalitetnim doktorskim studijama iz ekonomskih kao i nekih drugih društvenih nauka. Nekoliko velikih svetskih konferencija, a pre svega, Allied Social Sciences Association (ASSA) konferencije koje se održavaju početkom svakog januara u Severnoj Americi, su mesta na kojima nekoliko hiljada novopečenih doktora nauka iz celog sveta dolazi na prve runde intervjua sa potencijalnim poslodavcima. Postojanje dobro organizovanog svetskog tržišta rada za ekonomiste-istraživače na kome učestvuju vodeći američki, evropski, azijski, ruski, australijski, i latinoamerički univerziteti, instituti, kompanije i međunarodne organizacije valorizuje vrednost doktorata i, samim tim, visokoškolskih ustanova koje ih izdaju. To sa svoje strane podstiče one institucije i zemlje koje žele da učestvuju na ovom tržištu da se, sa jedne strane, otvore i da zapošljavaju doktorante sa vrhunskih svetskih programa kao predavače i istraživače, kao i da stalno podižu kvalitet sopstvenih doktorskih studija. Mi se kao zemlja tome ili možemo prilagoditi, ili ćemo sve više zaostajati ne samo za vodećim zemljama, nego i za onima koje su donedavno bili daleko iza nas, bar u ovim oblastima.

2. Jedan ali vredan

Iz svega što smo naveli jasno je da postojanje kvalitetnih doktorskih studija iz oblasti ekonomskih nauka jeste veoma važan i koristan ali i relativno kompleksan poduhvat. Postavlja se pitanje šta Srbija, u situaciji u kojoj se nalazi, može da uradi u tom pogledu. Iskustva nekih evropskih zemalja mogu biti odličan pokazatelj u kom pravcu se treba kretati. Naime, jedan od problema u evropskim zemljama, posebno u kontinentalnoj Evropi, jeste relativna oskudica sredstava koja se izdvajaju za istraživanja, velika heterogenost kvaliteta postojećeg istraživačkog kadra iz oblasti ekonomskih nauka, i fragmentisanost kvalitetnih istraživača na veći broj institucija. U cilju stvaranja konkurentnih visoko-kvalitetnih doktorskih programa sve veći broj zemalja pribegava, stoga, stvaranju zajedničkih doktorskih programa na engleskom jeziku, na nivou grupa institucija ili cele države. Evo nekih primera:

Prvi su primer Humboldt i Frei Univerzitet sa još dva univerziteta iz Berlina (od kojih je jedna visokokvalitetna privatna poslovna škola) koji su, u saradnji sa preko 20 instituta, stvorili zajednički PhD program na engleskom jeziku iz oblasti ekonomije. Pri tome, samo vrhunski istraživači sa tih institucija učestvuju u izvođenju nastave koja je koncipirana po najvišim svetskim standardima. Pored profesora iz Nemačke predavači dolaze i iz drugih zemalja. Program godišnje prima svega dvadesetak polaznika (za sve oblasti ekonomije i srodnih disciplina). Svi polaznici imaju stipendije i dolaze iz Nemačke, Evrope i drugih krajeva sveta.

Drugi je primer iz Španije. Tu su dva vodeća univerziteta u Barceloni, Pompeu Fabra i Autonomia (do tada ljuti konkurenti) stvorili Barcelona Graduate School in Economics koja zajednički organizuje sve njihove Master i doktorske programe, koji su među vodećim na svetu i izvode se na engleskom jeziku, uz učešće vrhunskih svetskih predavača. Iako su plate sasvim skromne (i uporedive sa platama na ekonomskim fakultetima u Srbiji) obe ove škole u stanju su da aktivno zapošljavaju vrhunske mlade talente na svetskom tržištu akademskih ekonomista, animirajući ih prvenstveno kvalitetom naučnog rada i studentskog potencijala.

Treći je slučaj posebno interesantan. Čak i bogate Švajcarska i Austrija pribegavaju merama štednje i koncentracije resursa (pre svega ljudskih). Swiss Finance Institute je krovna organizacija koja organizuje zajedničke doktorske studije na nivou cele Švajcarske iz oblasti finansija na engleskom. U Beču, zajedničke doktorate iz ekonomije i finansija nudi konzorcijum dva vodeća državna univerziteta i privatnog Vienna Institute for Advanced Studies. Svi su ovi programi veoma su kvalitetni.

Četvrti primer je bliže našim prostorima i mentalitetu. Naime, u Hrvatskoj postoje samo jedne doktorske studije iz fizike u Hrvatskoj, u kojima učestvuju svi univerziteti i instituti koji se bave fizikom u toj zemlji. Sličnih primera je mnogo i sve više.

3. Kako do kvalitetnih doktorskih studija iz oblasti ekonomskih nauka u Srbiji

Jasno je da se kvalitetne, a posebno vrhunske, doktorske studije u Srbiji ne mogu izraditi preko noći. Međutim, smatramo da ih je, zbog svega prethodno rečenog, neophodno graditi. Ovde predlažemo korake koje bi, po našem mišljenju, trebalo preduzeti kako bismo u tome u dogledno vreme uspeali.

Situacija kako sa kadrovskom strukturom predavača tako i sa novcem koji država izdvaja za visoko obrazovanje i nauku nalaže krajnje racionalno raspolaganje oskudnim ljudskim i materijalnim resursima. Na raznim institucijama u zemlji postoji kvalitetni istraživači i to kako na univerzitetima tako i u institutima ali i, recimo, u Narodnoj banci Srbije. Uspeh International Masters in Quantitative Finance (IMQF) programa na Ekonomskom fakultetu u Beogradu pokazuje da je, kroz saradnju vodećih domaćih i stranih predavača i uz vrhunske standardizovane programe moguće stvaranje jeftinih ali i veoma kvalitetnih obrazovnih programa u Srbiji.

Sa druge strane, nijedna institucija nema dovoljno pre svega kadrovskog potencijala da iznese kompletne kvalitetne doktorske studije sama. Stoga je naš predlog da država uzme aktivno učešće u stvaranju **jedinstvenog na nivou države** dokorskog programa iz ekonomskih nauka i poslovnog upravljanja koji bi objedinio kao predavače vodeće ekonomiste-istraživače u Srbiji i iz Srbije bez obzira na to gde trenutno rade, a privukao, takođe i visoko-kvalitetne predavače iz inostranstva.

Takav program bi trebalo da bude u celini na engleskom jeziku, mada bi u u nekom prelaznom periodu mogao da se obavlja u kombinaciji engleskog i srpskog. Strukturu programa i njegov kvalitet treba da nadgleda **međunarodni savet programa** u kome bi učestvovali neki od vrhunskih svetskih akademskih ekonomista koji imaju puno iskustva u organizaciji sličnih programa. Ideja je da program od samog početka bude postavljen po svetskim standardima kako u pogledu ciljeva, programskog sadržaja i kvaliteta predavača, tako i u pogledu kvaliteta radova koje polaznici pišu i uslova koje imaju za rad. Broj studenata koje program prima treba da bude jednak broju za koji je moguće obezbediti kvalitetnu mentorsku podršku kao i stipendije kako bi se mogli posvetiti pre svega učenju i naučnom radu u periodu od 4 do 5 godi-

na. Stoga na nivou cele zemlje to ne može biti veliki broj (do 20-tak godišnje za celokupnu oblasti ekonomskih nauka).

Veoma je važno naglasiti da bi sve postojeće kadrovske potencijale odgovarajućeg nivoa trebalo uključiti u ovu aktivnost, i da se moraju stoga ukloniti sve regulatorne, organizacione, interesne i psihološke barijere kako bi se to omogućilo. Takođe, vrhunski seminari koje organizuje Narodna banka Srbije trebalo bi da budu okosnica istraživačkih seminara na kojima bi aktivno učestvovali doktoranti i, razume se, predavači na doktorskim studijama.

Iskustvo pokazuje da je teško očekivati spontano udruživanje i društveno-odgovorno ponašanje domaćih akademskih institucija dokle god status kvo odgovara većini. Problem je u tome, međutim, što status kvo ne odgovara društvu kao celini i obezbeđuje samo njegovo ubrzano propadanje.

Država, stoga, mora da odigra ključnu ulogu, bar u početku. Naime, ona ima dva važna instrumenta u svojim rukama a to su: usmeravanje finansijskih sredstava na najproduktivnije aktivnosti i akreditacija samo onih programa, posebno kada se radi o doktorskim studijama, koje dostižu odgovarajući kvalitet. Naš je predlog, stoga, da država, u pogledu finansiranja istraživanja iz oblasti ekonomskih nauka u Srbiji, da apsolutni prioritet finansiranju upravo ovakvih elitnih doktorskih studija i svega što je u funkciji stvaranja i razvoja takvih studija. Pored finansiranja istraživača koji učestvuju kao predavači na ovim doktorskim studijama, potrebno je obezbediti stipendije svim polaznicima i nabaviti odgovarajuće baze podataka kao i omogućiti im studijske boravke na partnerskim institucijama i programima u inostranstvu. Ali, možda najznačajnija uloga države mogla bi biti u tome da se nađu mehanizmi za uklanjanje svih barijera za povratak i zapošljavanje naših mladih ljudi koji su završili vrhunske doktorate u inostranstvu a koji žele da se vrate u zemlju, kao i da se podstakne ukupno otvaranje prema međunarodnom tržištu rada za ekonomiste-istraživače. Uz moguće značajne uštede, efekat ovakvih mera bio bi neuporedivo veći od kupovanja mira kroz podršku (neodrživog) statusa kvo.

Osvrt 3. Uticaj nepouzdanosti statističkih podataka na kreiranje ekonomske politike u Srbiji

Danko Brčerević¹, Milojko Arsić²

Za uspešno vođenje ekonomske politike, ali i za ekonomske analize (kakve se sprovode u *QM*-u) neophodni su pouzdani i pravovremeni statistički podaci. Smatramo međutim da RZS u nekim važnim slučajevima ne obezbeđuje takve podatke. Poslednje revizije i novi objavljeni podaci RZS-a koji se odnose na statistiku nacionalnih računa i zaposlenosti otvaraju brojne dileme kod korisnika ovih podataka koje zbog svog značaja zaslužuju širu stručnu diskusiju.

Revizijom nacionalnih računa za 2012. godinu korigovan je realni rast investicija u toj godini sa -3,4% na 14,4%, odnosno za gotovo 18 procentnih poena. Nosiocima ekonomske politike i ekonomskim analitičarima je dakle pre godinu dana signalizirano da investicije u Srbiji imaju zabrinjavajući pad, a sada saznajemo da investicije ne samo što nisu imale pad već su u 2012. godini zapravo ostvarile visok rast (ukoliko je i ovaj novi podatak tačan). Napominjemo da revizije podataka nisu neuobičajena pojava u statističkim sistemima i, kako se navodi i na sajtu RZS-a, posledica su unapređenja metodologije, promene metoda obračuna, ispravke grešaka u podacima i dr. Nije dakle sporno da su revizije podataka potrebne, uobičajene i da se njima postiže fina korekcija podataka, često veoma bitna kod složenijih statističkih istraživanja. Međutim, kada se revizijom jedan od najvažnijih makroekonomskih agregata, investicije, promeni za 18 procentnih poena sa godinu dana zakašnjenja – postavlja se pitanje da li nam RZS u realnom vremenu uopšte daje čak i najosnovniji uvid u glavne trendove privrede Srbije?

Nakon poslednje revizije, BDP je u 2012. godini ostvario pad od 1,5% umesto prethodno procenjenog pada od 1,7% – što predstavlja uobičajenu korekciju kakve se rade širom sveta. Ogromna korekcija investicija u 2012. je ispraćena drugim promenama u nacionalnim računima, pa je njen uticaj na BDP dobrim delom kompenzovan. Najveća promena je bila na učešću uvoza i izvoza u BDP-u, tako da je doprinos neto izvoza rastu BDP-a u 2012. godini smanjen za oko 3,5 procentnih poena (i pored gotovo nepromenjenih stopa rasta uvoza i izvoza). Ukupni rast BDP-a u 2012. godini se stoga promenio za svega 0,2 procentna poena naviše i pored izuzetno velikih promena pojedinačnih agregata koji ga sačinjavaju.

RZS je krajem decembra objavio i novu, zvaničnu, vrednost nominalnog BDP-a u 2012. godini, koja je u odnosu na prethodnu procenu niža za 1,1%. To znači da je ostvareni BDP u 2012. godini bio za 320 miliona evra manji nego što smo do sada mislili. Podsećamo i da je u isto vreme kada je nominalni BDP korigovan naniže za 1,1%, realni rast BDP-a u 2012. godini revidiran u suprotnom smeru, za 0,2 p.p. naviše. Iz toga sledi da je deflator BDP-a za 2012. godinu promenjen za čak 1,3 procentna poena. Promenu deflatora BDP-a od 1,3 p. p. smatramo velikom i neočekivanom, jer su njegove najvažnije komponente, inflacija i kurs dinara u 2012. godini, odavno poznate.

Sa novom vrednošću BDP-a u 2012. godini menja se vrednost i svih drugih indikatora koji se računaju u odnosu na BDP. Na primer, sada nova vrednost učešća javnog duga u BDP-u na kraju 2012. godine iznosi skoro 62% BDP-a.³ Pošto vrednost nominalnog BDP-a za 2012. godinu ujedno predstavlja i osnovu za računanje BDP-a u 2013. godini – smanjiće se i nominalni BDP u 2013. godini, a učešće javnog duga u BDP-u na kraju 2013. godine će se vrlo verovatno približiti 65% BDP-a.

Dodatni problem je postojanje pristrasnosti u preliminarnim procenama BDP u odnosu na njihove konačne vrednosti. Od 2009. godine do danas svaki put je konačna nominalna vrednost BDP-a bila manja od preliminarne za 1 do 3%. Ako su greške slučajne njihov prosek bi trebao da bude nula, tj. nekada bi preliminarni podaci bili veći od konačnih, dok bi nekada bili manji, ali bi u proseku preliminarni podaci bili jednaki konačnim. Međutim, u slučaju nominalnog BDP-a Srbije konačni podaci su skoro uvek niži od preliminarnih što ukazuje na to da je greška sistematska, a ne slučajna. Preliminarne procene nominalnog BDP-a se računaju na osnovu preliminarnih procena realnog rasta BDP-a i deflatora. Konačne procene BDP-a mogu da se razlikuju bilo zbog promena realnih stopa rasta BDP bilo zbog promena deflatora. I u ovom slučaju očekivali bismo da se nekada promene deflatori, a nekada realne stope rasta. U praksi se međutim u poslednje četiri godine dešavalo da se nakon svake konačne objave vrednosti nominalnog BDP-a (koja je niža od preliminarne), zadrži praktično nepromenjena realna stopa rasta BDP-a za tu godinu, a umanjni deflator. Naše je mišljenje da je malo verovatno da je četiri godine uzastopno dolazilo do grešaka u izračunavanju preliminarne deflatora, a da je realni rast BDP-a već preliminarno dobro procenjen.

Veliko smanjenje nezaposlenosti na koje ukazuju podaci iz oktobarske Ankete o radnoj snazi (ARS) je takođe

¹ FREN

² Ekonomski fakultet i FREN

³ Na osnovu vrednosti javnog duga u 2012. koji je objavila Državna revizorska institucija

vrlo upitno⁴. Prema podacima ARS-a broj zaposlenih je u oktobru 2013. u odnosu na april iste godine povećan za čak 7,5% (sa 2,23 miliona zaposlenih na 2,39 miliona) dok se stopa nezaposlenosti smanjila sa 25% na 21%. Velika poboljšanja na tržištu rada se po ARS-u potvrđuju i na međugodišnjem nivou⁵. Do rasta zaposlenosti je najviše došlo u sivoj ekonomiji, kod pomažućih članova domaćinstva u poljoprivredi i u slučaju samozaposlenih – što je u osnovi teško proverljivo, jer pouzdana statistika ovih delova privrede ne postoji. Na primer, broj pomažućih članova domaćinstava dupliran od aprila do oktobra 2013. godine (videti Poglavlje o tržištu rada). Iako se ne može neposredno proveriti, nije teško pokazati na osnovu posrednih indikatora da je ovoliki rast zaposlenosti, čak i u neformalnom delu ekonomije malo verovatan.

Značajno povećanje zaposlenosti u 2013. godini nije bilo u skladu sa kretanjem svih drugih makroekonomskih parametara. Pre svega, za velika poboljšanja na tržištu rada neophodan je snažan oporavak privredne aktivnosti, i obrnuto, velika poboljšanja na tržištu rada trebalo bi da utiču na rast BDP-a – to je npr bio slučaj sa baltičkim zemljama tokom 2010. godine. Do ovog oporavka u drugoj polovini 2013. godine međutim nije došlo, a čak bismo mogli da kažemo da je ubedljivo najveći deo privrede Srbije u 2013. godini bio u recesiji.⁶ Niska stopa rasta privrede uz veliki rast broja zaposlenih bi takođe impliciraju da je došlo do snažnog pada produktivnosti, što je malo verovatno. Uticaj preko 150.000 novozaposlenih od aprila do oktobra bi morao da se oseti i na povećanju prometa u trgovini i životnog standarda stanovništva, što se na osnovu kretanja privatne potrošnje koju objavljuje RZS – nije desilo.

Još direktnije se nekonzistentnost rasta zaposlenosti u 2013. u odnosu na druge statističke pokazatelje može pokazati na osnovu analize sektorskih kretanja broja zaposlenih. Tako je po ARS-u broj zaposlenih u građevinarstvu od oktobra 2012. do oktobra 2013. godine povećan za preko 4%. Sa druge strane RZS je otprilike u isto vreme sa objavljivanjem ARS-a, objavio i drugi podatak, da je građevinarstvo u 2013. godini ostvarilo pad od oko 20%. Mi smo kao dodatni indikator za kretanje građevinske aktivnosti koristili i proizvodnju cementa. Proizvodnju cementa je lako pratiti, a cement se koristi prilikom svih građevinskih radova. Na ovaj

način smo želeli da u ocenu građevinske aktivnosti uključimo i onaj deo građevinarstva koji je možda van vidokruga zvanične statistike tog sektora, a uključen je u ARS. Međutim i proizvodnja cementa potvrđuje da je građevinska aktivnost u 2013. godini imala dubok pad – što znači da je podatak o rastu broja zaposlenih u građevinarstvu verovatno pogrešan, čak i kad se u taj rast uključi neformalna zaposlenost.

Poslednji podaci iz Ankete o radnoj snazi, po našoj oceni, na jednoj strani donosiocima odluku šalju pogrešan signal o poboljšanju stanja na tržištu rada, dok na drugoj strani izazivaju sumnju u pouzdanost statističkih podataka kod velikog broja investitora i analitičara koji prate kretanja u privredi Srbije.

QM u svojim analizama najviše koristi podatke RZS-a. Zbog toga podržavamo svako unapređenje rada ove institucije i usvajanje novih i unapređenih metodologija koje je trenutno u toku.⁷ Pa ipak, teško da samo promena metodologije može da objasni korekciju rasta investicija za 18 procentnih poena, neusklađenost realnog rasta BDP-a i njegove nominalne vrednosti, kao i snažan rast zaposlenosti u uslovima sporog privrednog rasta. Zbog toga smatramo da bi RZS kod svake veće promene (poput ove sa investicijama na primer) morao da uspostavi praksu da obrazloži zašto je tačno do promene došlo, zbog čega se nova vrednost razlikuje toliko od prethodne i da li očekuju da će se slične korekcije dešavati i u budućnosti.

4 Podsećamo da su i ranije u Anketi o radnoj snazi objavljivi krajnje neobični podaci o promenama zaposlenosti o čemu smo pisali u prethodnim brojevima *QM*-a. Jedna od takvih malo verovatnih promena je i nagli pad broja zaposlenih u poljoprivrednim domaćinstvima tokom 2009. godine.

5 Ovo smo dodatno proverili kako bismo isključili eventualni sezonski uticaj na rast broja zaposlenih u oktobru. Rast zaposlenosti i jeste bio nešto manji na međugodišnjem nego na polugodišnjem nivou, ali oba indikatora ukazuju na velika poboljšanja na tržištu rada.

6 Za više detalja v. odeljak 2 „Privredna aktivnost“ ovog izdanja *QM*-a

7 Na sajtu RZS objavljeno je da je u toku proces usklađivanja sa metodologijom ESA 2010

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