

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 38 • jul–septembar 2014

Beograd, decembar 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 Ranđelović

AUTORI

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

SARADNICI U OVOM BROJU

Danko Brčerević

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	24
5. Cene i devizni kurs	31
6. Fiskalni tokovi i politika	37
7. Monetarni tokovi i politika	46
8. Međunarodno okruženje	52

POD LUPOM

Pod lupom 1

Ekonomska politika u Srbiji - retrospektiva, reforme i srednjoročna perspektiva	57
--	----

Milojko Arsić, Saša Ranđelović, Danko Brčerević

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



U trećem kvartalu dominiraju negativni trendovi u privredi Srbije - privredna aktivnost opada, dok se spoljnotrgovinski bilans pogoršava. Procenjujemo da će u 2014. godini BDP opasti za oko 2%, dok će deficit tekućeg platnog bilansa porasti na 7% BDP. Inflacija je i dalje ispod ciljnog koridora, uz relativno česte mesece sa deflacijom, dok je dinar u toku godine deprecirao nominalno za 6-7%, odnosno realno za oko 4%. Zvanični podaci i dalje pokazuju snažno poboljšanje trendova na tržištu rada, što odudara od svih drugih makroekonomskih kretanja, zbog čega sumnjamo u njihovu verodostojnost. Fiskalni deficit će biti nešto niži nego što je to očekivano i verovatno će iznositi oko 7,5% BDP, ali će to i dalje biti najveći fiskalni deficit u Evropi u ovoj godini.

Krajem oktobra usvojeni su zakoni o smanjenju plata u javnom sektoru i penzija, što predstavlja jednu od ključnih mera za fiskalnu konsolidaciju. Izmene zakona o gradnji, kojim se radikalno pojednostavljuje procedura i skraćuje rok za izdavanje građevinskih dozvola, predstavljaju najvažniji reformski zakon koji je Vlada usvojila u četvrtom kvartalu. Mada je time otklonjena jedna od najvažnijih prepreka za gradnju, ostaje još niz drugih prepreka poput neažurne evidencije vlasništva nad zemljom i nerešenih pitanja restitucije i konverzije građevinskog zemljišta.

Kretanje privredne aktivnosti u narednoj godini nalazi se pod snažnim uticajem većeg broja faktora koji deluju u suprotnim smerovima. Na pad privredne aktivnosti utiče fiskalna konsolidacija, zatvaranje nesolventnih preduzeća i niska kreditna aktivnost banaka, dok će pad ublažiti vraćanje proizvodnje struje i uglja na višegodišnji prosek, pokretanja proizvodnje u nekim preduzećima nakon privatizacije, kao i očekivani rast investicija zbog reformi koje su sprovedene u drugoj polovini godine. Prema srednjoj projekciji u narednoj godini očekujemo pad BDP od oko 1%, uz mogućnost da on bude i nešto veći ako izostanu najavljene uspešne privatizacije (Železara, FAP i dr.) kao i u slučaju da dodje do obustavljanja proizvodnje u nekoliko prezaduženih privatnih preduzeća. Posmatrano po komponentama tražnje najveći pad se očekuje kod državne (-6%) i privatne potrošnje (-3%), dok se kod investicija očekuje rast od 5%. Procenjujemo da će neto izvoz će porasti za oko 1,5 p.p. BDP, zbog

pada domaće tražnje i realne deprecijacije dinara. Ocenjujemo da bi NBS u narednoj godini trebalo aktivnije da utiče na vraćanje inflacije ka sredini ciljnog koridora.

Predstavnici Vlade i MMF su tokom decembra objavili postizanje trogodišnjeg sporazuma o ekonomskoj politici i reformama. Sporazum još uvek nije dostupan javnosti, ali se na osnovu izjava predstavnika Vlade zaključuje da on sadrži relativno detaljan program ekonomskih politika i reformi. U oblasti ekonomske politike ključni cilj je smanjenje fiskalnog deficita za oko 4% BDP u naredne tri godine. Osim fiskalne konsolidacije predmet sporazuma su i najvažnije reforme poput okončanja privatizacije društvenih preduzeća, reforme javnih preduzeća i unapređenja privrednog ambijenta.

Mada se u javnosti mere sadržane u sporazumu ponekad predstavljaju kao drakonske one u stvari predstavljaju minimum onoga što Srbija treba da uradi da bi se javne finansije dovele u red i sprečila dužnička kriza. Za dugoročno održiv rast neophodne su i druge reforme poput reforme pravosuđa, katastra, poreske uprave, državne i lokalne administracije, obrazovanja i dr. Svaka od navedenih oblasti zahteva specifične reforme, ali je zaustavljanje negativne selekcije pri zapošljavanju i napredovanju u javnom sektoru nužan uslov za napredak u svim oblastima.

Odlaganje usvajanja budžeta i potpisivanja sporazuma sa MMF ukazuje ne samo na političku i društvenu težinu mera koje treba da se sprovedu, nego i na još uvek prisutno kolebanje Vlade u pogledu primene tih mera. Stoga se opravdano postavlja pitanje da li će Vlada biti spremna i sposobna da realizuje najavljene reforme? Argumenti u prilog spremnosti Vlade da realizuje reforme su u tome što je prostor za njihovo odlaganje iscrpljen, kao i u tome da je Vlada u proteklih nekoliko meseci pokazala spremnost da primeni nepopularne reforme poput penzijske, i primeni nepopularne mere kao što je smanjenje plata i penzija. Međutim, politička spremnost Vlade za reforme nije sasvim izvesna. Na jednoj strani Vlada ima snažnu skupštinsku većinu i dug period do izbora, što bi trebalo da poveća spremnost na reforme, dok na drugoj strani nije izvesno da li će Vlada istrajati na reformama uprkos otporima sindikata, opstrukciji birokratije i mogućem padu rejtinga. Niski admi-

nistrativni kapaciteti predstavljaju dodatni problem za realizaciju složenih reformi poput reforme pravosuđa, poreske uprave, katastra, državne administracije, obrazovanja i dr.

Privreda Srbije se u 2014. godini suočava sa recesijom i deprecijacijom dinara. Čini se da recesija nije privukla dovoljnu pažnju javnosti, dok se efekti deprecijacije pre naglašavaju, a pri tome se oba fenomena krajnje jednostrano i pristrasno tumače.

Privreda Srbije je tokom prve polovine 2014. godina ušla u recesiju, koja je potom dodatno produbljena majskim poplavama. Štaviše, postoji tendencija da se pad privredne aktivnosti u celini pripiše poplavama i nepovoljnim tendencijama u međunarodnom okruženju. Tvrdnja da je pad BDP u celini posledica poplava može se osporiti time da je pad počeo skoro pola godine pre poplava. Važnost sistemskih faktora u aktuelnoj recesiji proizilazi iz toga što je pad prisutan u svim delovima agregatne tražnje i u skoro svim privrednim delatnostima. U tekućoj godini opadaju lična potrošnja, državna potrošnja i investicije, a u drugoj polovini godine opada i izvoz. Privredna aktivnosti opada u skoro svim delatnostima, uključujući i one koje nemaju ni direktnu ni indirektnu povezanost sa poplavama, poput automobilske industrije ili petrohemijskog kompleksa. Na osnovu detaljne analize po sektorima može se prilično pouzdano proceniti da bi BDP Srbije u ovoj godini i da nije bilo poplava opao za najmanje 0,8%.

Aktuelna recesija u kojoj se nalazi privreda Srbije razlikuje se od prethodne dve po tome što nije posledica nepovoljnih kretanja u međunarodnom okruženju. Recesije tokom 2009. i 2012. godine posledica su prvog i drugog talasa krize kroz koji je prolazila EU, a koji se potom prelio na Srbiju. U tekućoj godini članice EU će ostvariti rast od 1,3% u proseku, a u recesiji se nalaze svega četiri zemlje od 28 članica. Pad privredne aktivnosti u Srbija ne može se objasniti ni ukrajinskom krizom jer zemlje Istočne Evrope koje imaju snažnije ekonomske veze sa Rusijom i Ukrajinom od Srbije će u ovoj godini ostvariti privredni rast.

Na osnovu prethodnog sledi da je recesija u Srbiji rezultat unutrašnjih fundamentalnih faktora kao što su loš privredni ambijent i rastući makroekonomski rizici. Stoga su reforme privrednog sistema i fiskalna konsolidacija neophodni uslovi za pokretanje oporavka privredne aktivnosti na dugoročno održivim osnovama.

Deprecijacija dinara u toku ove godine je okviru uobičajenih promena kursa u zemljama koje sprovode politiku fleksibilnog kursa dinara – evro i jen su više oslabili prema dolaru, nego što je dinar oslabio prema evru. Kratkoročni negativni efekti deprecijacije se precenjuju dok se potpuno zanemaruju pozitivni efekti deprecijacije na privredu Srbije. Kratkoročni nepovoljni efekti su direktni i vidljivi i svode se na rast troškova servisiranja deviznih kredita. Na drugoj strani povoljni efekti se uglavnom ispoljavaju u srednjem i dugom roku i nisu tako jasno uočljivi. Deflacione tendencije kojima se povratno produbljuje recesija u slučaju Srbije mogu se otkloniti pre svega deprecijacijom dinara. U uslovima recesije uticaj deprecijacije na inflaciju je slabiji, pa je potrebna nešto veća deprecijacija kako bi se inflacija vratila u ciljni koridor od 4-5% godišnje. Deprecijacija je neophodna kako bi se poboljšala međunarodna cenovna konkurentnost privrede i smanjio spoljnotrgovinski deficit koji je još uvek vrlo visok. Osim toga, deprecijacija dinara povoljno utiče na rast izvoza i priliv stranih direktnih investicije, dva osnovna pokretača rasta domaće privrede u narednim godinama. Deprecijacija dinara predstavlja i način da se investicije preusmere iz sektora nezamenjivih dobara (trgovine i drugih usluga), u sektor razmenljivih dobara (industrijski i poljoprivredni proizvodi). Generalno, umerena deprecijacija kojom bi se domaća valuta realno obezvređivala za nekoliko procenata godišnje predstavlja dobru strategiju za malu otvorenu privredu kao što je srpska. Sistematsko potcenjivanje domaće valute se pokazalo uspešnim u slučaju većeg broja brzo rastućih privreda, zbog čega ocenjujemo da bi bilo dobro da se ono primeni i u Srbiji. Precenjena valuta koči privredni rast i dugoročno zatvara radna mesta u domaćoj privredi. Precenjenost dinara u pretkriznom periodu, jednim delom je bila posledica visokog priliva kapitala, a drugim delom posledica kratkovide i oportunističke politike i uticaja posebnih interesnih grupa (uvoznika i deviznih dužnika). U meri u kojoj je precenjenost dinara bila posledica ekonomske politike, čiji je cilj bio da se pridobije politička naklonost građana dugoročno neodrživim podizanjem njihovog standarda uvozom jeftine uvozne robe i interesima uvoznika i deviznih dužnika, ona je predstavljala jednu od najvećih grešaka u ekonomskoj politici Srbije nakon 2000. godine.



TRENDOVI

1. Pregled

Nepovoljni makroekonomski trendovi se nastavljaju i produbljuju u Q3: privredna aktivnost povećava pad, inflacija je i dalje osetno ispod ciljanog koridora NBS, a tekući deficit počinje da se приметно povećava. Jedino na tržištu rada ekonomski indikatori uporno pokazuju poboljšanje – smanjenje nezaposlenosti i rast zaposlenosti – ali oni su po svemu sudeći loše izmereni (takva kretanja su nemoguća u trenutnom makroekonomskom okruženju). Ekonomska politika se, smatramo, nedovoljno dobro nosi sa ovim problemima. Ne samo što reakcije na snažno pogoršanje ekonomskih trendova veoma kasne iako su svi signali koji su upućivali na to bili odavno vidljivi, nego se i u javnost šalju potpuno pogrešne i neutemeljene ocene o prolaznosti trenutnih problema i visokom privrednom rastu u srednjem roku. Smatramo da bi prvi ispravan korak ekonomske politike bio da se napokon objektivno sagleda i prizna koliko je stvarno loše stanje u kom se ekonomija Srbije trenutno nalazi, ali i da se kažu pravi razlozi za to, a ne da se okrivljuju samo poplave ili nepovoljno međunarodno okruženje. Posle toga će biti mnogo lakše doneti ispravne sveobuhvatne mere, ali i proceniti realne mogućnosti privrede i potrebno višegodišnje vreme za izlečenje.

Privredna aktivnost je sada već u dubokoj recesiji. Međugodišnji pad BDP-a u Q3 iznosio je približno 3,6% što je delom posledica poplava i neefikasne obnove, ali i mnogo trajnijih i samim tim opasnijih trendova (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”). U okviru lošeg rezultata privredne aktivnosti u Q3 najviše zabrinjava podatak da su od svih komponenti BDP-a u najvećem padu bile one koje su za budući rast najbitnije – neto izvoz, a posebno investicije. Da bi došlo do preokreta nepovoljnog trenda privredne aktivnosti, prva komponenta BDP-a koja mora da počne da beleži pozitivne rezultate su investicije, jer je u narednim godinama neminovno smanjivanje domaće tražnje, a rastu neto izvoza mora da prethodi rast investicija. Zbog toga ocenjujemo da ovakva struktura pada BDP-a u Q3 jasno ukazuje na dalji nastavak pogoršavanja privrednih trendova.

Procenjujemo da bi pad privredne aktivnosti u 2014. godini mogao da iznosi oko 2%. Približno 1,2 p.p. od tog pada možemo pripisati poplavama (ali i neefikasnoj obnovi), koje su jednokratni problemi, dok je trajniji trend privredne aktivnosti pad od oko 0,8% na godišnjem nivou. Naše prognoze ukazuju da će taj trajniji i suštinski trend privredne aktivnosti da se dodatno pogorša i produbi svoj pad u 2015. godini na oko 2%. Ukupan pad privredne aktivnosti u 2015. godini će međutim formalno biti nešto manji i procenjujemo ga trenutno na oko 1%. Razlog za prividno manji pad od stvarnih trendova privrede je očekivano uspostavljanje uobičajene proizvodnje uglja i električne energije u godini nakon poplava što će da doprinosi rastu BDP-a u 2015. godini za oko 1 p.p. BDP-a.

Inflacija je i dalje veoma niska i na kraju novembra je njen međugodišnji nivo iznosio 2,4%. Stvarni nivo inflacije je međutim još niži, jer ovaj indeks u sebi sadrži i povećanje snižene stope PDV-a sa 8 na 10% u januaru 2014. godine. Zbog toga, nešto bolja mera koja još jasnije upućuje na stagnaciju rasta cena je inflacija u prethodnih šest meseci od svega 0,3%. Razlozi za nisku inflaciju su recesija u kojoj se nalazi privreda uz pad domaće tražnje, nizak rast cena hrane, niska uvozna inflacija, kao i još uvek restriktivna monetarna politika (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Interesantno je primetiti da ni skorašnja depresijacija dinara još uvek nije značajnije uticala na rast cena. Dinar je u prethodnih šest meseci (jun–novembar) depresirao u odnosu na evro za oko 4%, a u odnosu na dolar za čak 13%, a rast cena u Srbiji je u istom periodu iznosio svega 0,3%.

Od kada je u oktobru 2013. godine inflacija pala ispod ciljnog koridora NBS od $4 \pm 1,5\%$ u taj ciljani koridor se vraćala svega u dva meseca (januar i februar) i to neposredno nakon pomenutog povećanja umanjene stope PDV-a. NBS je međutim na to neispunjavanje svog osnovnog cilja

reagovala dosta pasivno i zadržavala restriktivnu monetarnu politiku. Referentna kamatna stopa je i pored poslednjeg umanjenja sa 8,5 na 8% još uvek oko 6 p.p. veća od inflacije. Iako ovo jeste svojevrsan kuriozitet, uticaj kamatnog kanala na inflaciju u Srbiji ipak je dosta ograničen, a prava restriktivnost monetarne politike se bolje ogleda u pokušajima NBS da spreči depresijaciju dinara. Od početka godine do pisanja ovog pregleda NBS je intervenisala sa skoro 1,7 mlrd evra deviznih rezervi za odbranu vrednosti dinara. Pored toga, NBS je menjala i pravila o visini i strukturi obavezne rezerve banaka u pokušaju da poveća ponudu evra uz manje negativne uticaje na ponudu dinara. Odbranom vrednosti dinara je ne samo direktno usporena inflacija, jer je sprečeno veće poskupljenje uvoznih proizvoda, nego je i sterilisana velika vrednost dinara (prvenstveno ona koju je NBS otkupila na međubankarskom tržištu). Zbog toga nam izgleda kao da je NBS promenila svoje prioritete od ciljanja inflacije ka očuvanju stabilnosti kursa, jer bi u protivnom dozvolila depresijaciju dinara, makar dok se inflacija ne vrati u ciljani koridor.

Dinar je od početka godine do kraja novembra nominalno depresirao u odnosu na evro za 4,5%, a u realnom iznosu za nešto preko 2%, što nije mnogo. Pažnja koja se ovoj temi pridaje u javnosti, ali i skupe intervencije NBS nam stoga ne deluju u potpunosti opravdano. Tačno je da depresijacija dinara negativno utiče na obaveze deviznih dužnika, ali ona pozitivno utiče na cenovnu konkurentnost domaće privrede, što onda u sledećem koraku doprinosi rastu neto izvoza i zaposlenosti. Smatramo da bi NBS trebalo da iskoristi trenutne depresijacijske pritiske i dozvoli kontrolisani pad vrednosti dinara, a da je dobra mera do kog bi nivoa NBS trebalo da dozvoli depresijaciju – vraćanje inflacije na sredinu ciljanog koridora od 4%. Takva politika NBS bi zadovoljila više ciljeva (osim njenog osnovnog cilja da vrati inflaciju u ciljani koridor): 1) nivo inflacije od oko 4% bio bi poželjan da se ublaži recesija i efikasnije sprovedu mere fiskalne konsolidacije 2) depresijacija dinara od 5-10% bi poboljšala konkurentnost privrede uz prihvatljiv rast troškova servisiranja kredita i 3) usporilo bi se smanjivanje deviznih rezervi koje je naročito ubrzano u poslednjim mesecima 2014. godine.

Depresijacijski pritisci iz prethodnih meseci su posledica uticaja različitih činilaca, a mi kao suštinski najbitnije izdvajamo nagle i nepovoljne promene u tekućem delu platnog bilansa do kojih dolazi od polovine 2014. godine (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Sredinom godine se završio dvogodišnji period snažnog rasta izvoza i smanjivanja tekućeg deficita, za šta je dobrim delom bila zaslužna i proizvodnja automobila u kompaniji FAS. Međutim u prethodne dve godine investicije su bile u znatnom padu, a bez novih investicija nije se mogao očekivati ni nastavak visokog rasta izvoza kada se završi ekspanzija izvoza automobila. Zbog toga je pogoršanje trenda izvoza u Q3 bilo donekle i očekivano i mi smo ga najavili još u prethodnim izdanjima *QM*-a. U Q3 izvoz ne samo što je zaustavio rast nego je prešao i u dubok međugodišnji pad od oko 10%, što sada dovodi do osetnog povećanja tekućeg deficita. Do kraja godine očekujemo da tekući deficit dostigne nivo od oko 7% BDP-a što je za 1 p.p. BDP-a više nego u prethodnoj godini. Premda to na prvi pogled ne izgleda mnogo, napominjemo da je ova relativno mala promena u odnosu na prethodnu godinu posledica dva različita trenda u prvoj i drugoj polovini godine. U prvoj polovini godine izvoz je još uvek imao visok rast i tekući deficit se sužavao, a u drugoj polovini godine situacija se preokrenula i sada ne samo da je poništeno smanjenje tekućeg deficita iz prve polovine godine, već će ukupan rezultat na godišnjem nivou biti povećanje tekućeg deficita u odnosu na 2013. godinu.

Kapitalni i finansijski prilivi u Srbiju u 2014. nisu dovoljni da finansiraju tekući deficit, što se naročito dobro vidi sa povećanjem tekućeg deficita u drugoj polovini godine (depresijacijski pritisci na dinar i smanjenje deviznih rezervi). Prilivi kapitala po osnovu SDI su relativno niski, privreda i banke se razdužuju prema inostranstvu, a jedini veliki i stabilni prilivi sredstava su posledica zaduživanje države za finansiranje ogromnog deficita. Međutim ni to veliko i neodrživo zaduživanje države u 2014. nije bilo dovoljno da platni bilans bude u ravnoteži (da prilivi iz inostranstva budu slični tekućem deficitu), pa su devizne rezerve NBS od početka godine do kraja novembra smanjene za preko 900 mln evra.

U narednoj godini ne očekujemo velike promene u platnom bilansu u odnosu na 2014 godinu. Verovatno će se slično smanjiti i kapitalno-finansijski i tekući deo platnog bilansa – sa jedne

strane sprovođenje fiskalne konsolidacije će smanjiti neto zaduživanja države u inostranstvu, a sa druge strane očekujemo da će očekivani pad domaće tražnji uticati na određeno smanjenje tekućeg deficita (prvenstveno zbog smanjenja uvoza, a ne zbog rasta izvoza). Za sada nema nagevštaja osetnijeg povećanja SDI u 2015. godini, ali moguće je da određenih poboljšanja ipak bude. Aranžman sa MMF-om bi mogao da ima pozitivan uticaja na investitore, ali verovatno tek od druge polovine godine, do kada će biti poznati ne samo uslovi aranžmana već i prvi rezultati njegovog sprovođenja. Uspešno sprovođenje privatizacije preduzeća u restrukturiranju bi takođe moglo da dovede do određenog povećanja SDI u 2015. godini.

Veliki fiskalni deficit i sa njim povezani brzo rastući javni dug ostaju najveći problemi ekonomske politike. Fiskalni deficit u 2014. godini (sa uključenim rashodima ispod crte) procenjujemo na 7–7,5% BDP-a, što jeste nešto manji deficit od onog koji je planiran rebalansom, ali je i dalje veoma visok (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Učešće javnog duga u BDP-u će na kraju godine premašiti 70%, što je povećanje za skoro 10 p.p. BDP-a u odnosu na početak godine. Nastavak ovakvih trendova bi neminovno vodio u krizu javnog duga, pa je Vlada bila prinuđena da usvoji nepopularne mere smanjivanja penzija i plata u javnom sektoru, ali i da uđe u pregovore o novom aranžmanu sa MMF-om. Detaljnije ćemo o ovom aranžmanu i srednjoročnom fiskalnom prilagođavanju pisati u narednim izdanjima *QM*-a kada i svi detalji dogovora sa MMF-om budu poznati, a sada ćemo ukratko dati preliminarnu analizu objavljenih kontura fiskalne konsolidacije.

Iz dostupnih podataka o planu fiskalne konsolidacije u naredne tri godine i aranžmanu sa MMF-om (koji su vrlo ograničeni) zaključujemo da se Vlada ipak opredelila za strategiju višegodišnjeg postepenog smanjivanja fiskalnog deficita – umesto snažnog prilagođavanja u prvoj godini sprovođenja konsolidacije i nešto manjih korekcija u narednim godinama, što je bio plan prethodnog Ministra finansija. Najavljeni fiskalni deficit u 2015. godini od oko 6% BDP-a predstavlja zapravo smanjenje deficita u odnosu na 2014. godinu za svega 1–1,5% BDP-a (jer će deficit u 2014. godini biti 7–7,5% BDP-a). Planirano je da se približno istim tempom deficit postepeno smanjuje i u naredne dve godine, pa bi se u 2017. godini sa spustio na nivo od nešto preko 3,5% BDP-a (sa uključenim rashodima ispod crte).

Sprovođenje ovako postepenog smanjivanja deficita je praktično omogućeno aranžmanom sa MMF-om, bez čega bi ono teško bilo dovoljno kredibilno i samim tim i moguće. Prednost ovog pristupa je u tome što se dobija na vremenu u kom se može poboljšati kvalitet brojnih mera fiskalne konsolidacije čiji se najveći efekat pomera na srednji rok, poput na primer otpuštanja zaposlenih u javnoj upravi – za šta će sada moći da se obave temeljne analize i pripreme dobri planovi. Uz to, negativan kratkoročni uticaj fiskalne konsolidacije na privredu će se ravnomernije rasporediti po godinama, što takođe može da pomogne i olakša njeno sprovođenje (podsećamo na našu analizu po kojoj će privreda Srbije u 2015. biti u relativno dubokoj recesiji). Ovakav pristup međutim ima i neke nedostatke koji možda i nisu dovoljno jasno pokazani, a na koje bi bilo korisno ukazati stručnoj i široj javnosti, ali i nosiocima ekonomske politike ukoliko ih nisu u potpunosti svesni.

Prvo, fiskalna konsolidacija će praktično morati da se produži i na 2018. godinu. Preliminarne analize *QM*-a pokazuju da će planirani ukupni fiskalni deficit od preko 3,5% BDP-a u 2017. godini (što bi odgovaralo deficitu između 3 i 3,5% BDP-a bez rashoda ispod crte) biti dovoljan samo da se rast učešća javnog duga u BDP-u u toj godini uspori, ali ne i zaustavi. Za preokret rastuće putanje javnog duga i izbegavanje krize biće dakle neophodno da fiskalna konsolidacija traje duže od tri godine i da se i u 2018. godini sprovedu slične (nepopularne) mere za smanjivanje deficita kao u 2016. i 2017. godini. *Drugo*, ukupne uštede će zapravo morati da budu veće nego da se sprovodi brža (*front loading*) fiskalna konsolidacija. To je zbog toga što će produžena fiskalna konsolidacija dozvoliti duži i veći rast učešća javnog duga u BDP-u – preliminarne analize ukazuju da bi javni dug na kraju 2017. godine lako mogao da dostigne i 85% BDP-a. Toliki javni dug će uticati da izdvajanja za kamate u javnim rashodima porastu sa oko 3% BDP-a iz 2014. na gotovo 4,5% BDP-a u 2017. godini, što bi se onda moralo kompenzovati dodatnim uštedama na drugim mestima.

1. Pregled

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2014

	Annual Data											Kvartalni podaci					
	Godišnji podaci											2013			2014		
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Priredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾																
BDP (u mlrd. dinara)	1.451,4	1.751,4	2.055,2	2.355,1	2.744,9	2.880,1	3.067,2	3.407,6	3.584,2	3.876,4	...	...	...	...	...	...	...
BDP	9,0	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	2,4	1,1	3,4	3,3	-0,2	-1,3	-3,6
Nepoljoprivredna BDV	7,2	6,2	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,521677838	1,1	1,6	2,2	-0,3	2,4	2,3	-0,2	-1,8	-4,7
Industrijska proizvodnja	6,5	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	5,2	3,0	10,8	3,3	2,1	-4,8	-13,9
Prerađivačka industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	0,4	-1,8	4,8	5,4	3,2	8,8	2,2	3,6	-2,0	-5,6
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	...	41.419	44.248	43.939	46.185	41.825	44.971	...
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.047	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	...	...	...	1.724	1.724	1.720	1.705	1.697	1.697	...
Fiskalni podaci	u % BDP																
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	-5,8	-3,2	-2,7	0,1	-0,8	4,5	3,8
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	-10,8	-7,0	1,8	-6,2	5,8	2,2	-2,0
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-37,4	-44,1	-57,1	-40,2	-64,7	-39,1	-31,5
Platni bilans	u milionima evra, tokovi⁴⁾																
Uvoz robe ⁵⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.028	-14.693	3.341	3.623	3.712	4.017	3.384	3.759	3.731
Izvoz robe ⁶⁾	2.991	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.394	10.540	2.151	2.578	2.979	2.832	2.510	2.769	2.656
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	-668	-387	-381	-671	-503	-495	-502
u % BDP ⁸⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-8,3	-4,4	-4,3	-7,8	-6,3	-5,8	-5,9
Bilans finansijskog računa ⁹⁾	2.377	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.486	1.917	612	356	277	671	496	372	337
(+/- znači priliv/kapitala, +/- rast obaveza)																	
Strane direktne investicije ¹⁰⁾	773	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	171	264	446	347	316	397	334
(+/- znači priliv/kapitala, +/- rast obaveza)																	
NBS bruto devizne rezerve	349	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	859	-886	-164	887	-800	-370	509
(+/- znači povećanje)																	
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda¹¹⁾																
NBS neto sopstvene rezerve ¹²⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	673.147	674.731	701.822	757.689	696.802	756.996	787.778
NBS neto sopstvene rezerve ¹³⁾ u mil. evra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.025	5.917	6.122	6.605	6.015	6.513	6.641
Krediti nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.933.868	1.929.205	1.911.059	1.870.642	1.815.004	1.842.407	1.888.471
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	907.288	924.684	933.170	933.839	937.875	949.418	976.865
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	-2,6	-4,7	1	2,5	1,9	3,510531203	4,3
Krediti nedržavnom sektoru	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	-8,2	-9,2	-9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3
(12-m realni rast, u %)																	
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	56,2	59,9	50,7	57,3	60,3	53	50,7	48,5	48,7	48,2
Cene i kurs	međugodišnji rast¹⁴⁾																
Indeks potrošačkih cena ¹⁵⁾	10,1	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	11,2	9,7	4,8	2,2	2,3	1,2	2,1
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ¹⁶⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	80,2	79,5	79,5	80,8	81,2	80,7	80,9	81,8
Nominalni kurs dinar/evro ¹⁷⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	111,69	112,15	114,2	114,3	115,8	115,6	117,4

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) Prati 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. Prema novoj metodologiji NBS iz Q2 2014 (u skladu sa BPM6) izuzimaju se sve transakcije vezane za izvoz i uvoz robe na doradu. Usluge dorade će se po novoj metodologiji beležiti u okviru računa usluga. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008 i u Q2 2014. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije 2008. dovela je do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina. Promena metodologije 2014 (u skladu sa šestim izdanjem IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual - BPM6) dovela je do većeg deficita tekućeg računa, i do većeg finansijskog računa usled višeg iznosa SDI. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

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 Indksom potrošačkih cena od 2007. godine.

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

2. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost u Q3 ostvarila je dubok pad koji je na međugodišnjem nivou procenjen na 3,6%. Razlozi za dubok pad privredne aktivnosti u Q3 su neefikasan oporavak od poplava (rudarstvo i proizvodnja električne energije), ali i negativni trendovi u ostatku privrede za koje nema naznaka da će se uskoro preokrenuti. Očekujemo da će ukupni pad BDP-a u 2014. godini iznositi oko 2%, dok se u 2015. godini očekuje pad od 0,5%. Usporavanje pada BDP-a u 2015. godini rezultat je privremenih činilaca, dok će se dugoročni trendovi i u narednoj godini pogoršavati. Pad privredne aktivnosti u 2014. godini od oko 2% uključuje veliko privremeno smanjenje proizvodnje električne energije i uglja nastalo usled majskih poplava i kašnjenja u obnovi proizvodnje. Suprotno, smanjenje stope pada u 2015. godini rezultat je vraćanja proizvodnje EPS-a na višegodišnji prosek, što će dati pozitivan doprinos privrednoj aktivnosti u 2015. od preko jednog procentnog poena BDP-a. Dakle, noseći trend privredne aktivnosti (sa isključenim efektima poplava) u 2014. godini bi bio pad od približno 0,8%, a u 2015. godini (sa isključenjem efekta oporavka od poplava) od 1,7% što znači da se privredni trendovi pogoršavaju. Među brojnim razlozima za uočene sve lošije privredne trendove, kao ključni izdvajamo višegodišnje snažno smanjivanje investicija. Ukoliko ne dođe do njihovog osetnijeg povećanja već tokom 2015. godine, pad privredne aktivnosti u 2015. može biti još dublji od prognoziranih 0,5%, ali, što je još gore, perspektive privrede Srbije ni u srednjem roku ne bi bile optimistične.

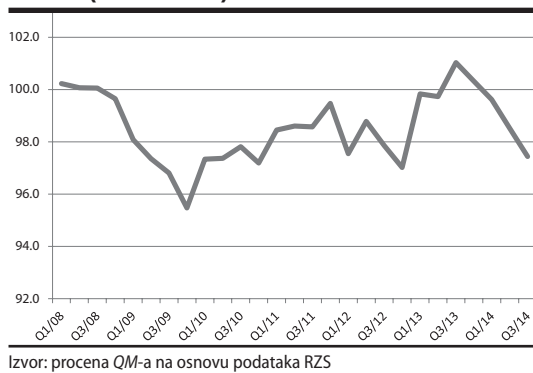
Bruto domaći proizvod

Veliki međugodišnji pad BDP-a u Q3 od 3,6%

Prema proceni RZS-a, realni međugodišnji pad BDP-a u Q3 bio je veoma dubok i iznosio je 3,6%. Približno polovina ovog pada posledica je privremenog zastoja u proizvodnji električne energije i uglja (poplave), a bez efekta poplava međugodišnji pad privredne aktivnosti iznosio bi oko 1,9%. Majske poplave su dakle znatno uticale na pad privredne aktivnosti i u Q3, ali bi privredna aktivnost bila u osetnom međugodišnjem padu čak i da nije bilo poplava. Podaci o kretanju privredne aktivnosti u prvih devet meseci ukazuju da će privredna aktivnost ostvariti pad u 2014. u odnosu na 2013. godinu od oko 2%, što je znatno veći pad od onog koji smo očekivali u prethodnom izdanju QM-a (tada smo prognozirali pad BDP-a u 2014. od oko 1%). Dva najvažnija razloga zbog kojih smo promenili našu prognozu pada BDP-a u 2014. godini su: 1) RZS je revidirao naniže prethodno objavljene procene kretanja BDP-a u Q1 i u Q2 2014. godine i 2) kašnjenja u otklanjanju negativnih uticaja poplava na proizvodnju EPS-a.¹

Desezonirani BDP potvrđuje snažan pad privrede u Q3

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



Desezonirani indeksi rasta BDP-a (Grafikon T2-1) potvrđuju negativne trendove u kretanju privredne aktivnosti i njen izuzetno dubok pad u Q3. U Grafikonu se vidi i da je Q3 već četvrti uzastopni kvartal u kom se desezonirani BDP smanjuje. Brzina sa kojom se sada smanjuje BDP je vrlo slična onoj nakon prvog talasa krize krajem 2008. godine što je veoma zabrinjavajući podatak i može se jasno videti na Grafikonu T2-1. Međutim, za razliku od kraja 2008. i tokom 2009. godine kada je pad privredne aktivnosti bio centralna tema i imao veliku pažnju stručne, ali i šire javnosti, to ovaj put izgleda kao da nije slučaj. Negativna privredna kretanja su donekle

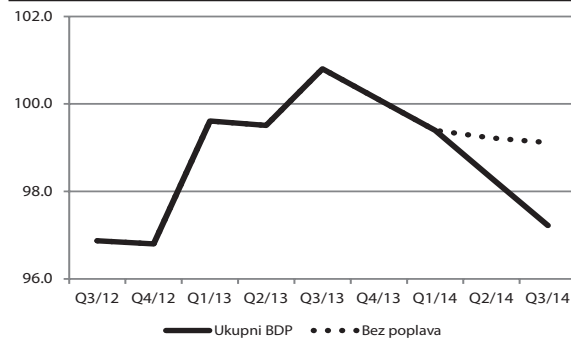
¹ U prošlom broju QM-a smo pretpostavili da će se već u Q3 išušiti i osposobiti jedan deo poplavljenih kopova uglja i početi postepeno povećavanje proizvodnje uglja i struje, a tokom Q4 proizvodnja u potpunosti normalizovati. Ispumpavanje vode iz najvećeg potopljenog kopa „Tamnava Zapad“ počelo je međutim tek u drugoj polovini septembra, četiri meseca nakon poplava, pa normalizacija proizvodnje po svemu sudeći neće biti moguća pre 2015. godine.

2. Privredna aktivnost

marginalizovana, a u javnosti prevladavaju neutemeljene ocene o visokom privrednom rastu u srednjem roku ili nepouzdati i najverovatnije loše izmereni podaci o snažnom rastu zaposlenosti (nemogućem u uslovima duboke recesije).

I kada isključimo negativne uticaje majskih poplava privredna aktivnost je u padu

Grafikon T2-2. Srbija: desezonirani rast BDP-a sa isključenim efektima poplave (2013=100)



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

da bi, da nije bilo poplava, taj pad iznosio oko 0,8% (isprekidana linija na Grafikonu).

Efekte obnove posle poplava se ne vide u kretanju BDP-a, što možda ukazuje da je obnova neefikasna

Interesantno je primetiti još neke zanimljive indicije vezane za obnovu od poplava na koje upućuje Grafikon T2-2. Prvo, da je negativan uticaj poplava na proizvodnju uglja i električne energije (i preko toga na desezonirani BDP) bio približno dvostruko veći u Q3 u odnosu na Q2. To zapravo direktno pokazuje da do kraja Q3 nije došlo do bitnog oporavka proizvodnje u pogođenim oblastima (jer je do poplava došlo sredinom maja i uticale su samo na polovinu Q2). Drugo, da je opadajući trend desezonirane privredne aktivnosti bez poplava (isprekidana linija) praktično nepromenjen u Q3 u odnosu na Q2 – što ukazuje da je izostao i pozitivan uticaj obnove od poplava na proizvodnju.² Obe ove indicije upućuju na zaključak da je obnova posle majskih poplava dosta neefikasna zbog čega su se i naše procene negativnih uticaja poplava na BDP iz prethodnih izdanja QM-a pokazale optimistične.³

Analiza koja razdvaja privremene uticaje poplava od nosećih trendova privredne aktivnosti je bitna i za prognozu mogućih kretanja privredne aktivnosti u 2015. godini. Naime, u 2015. godini će se uspostaviti uobičajena proizvodnja uglja i električne energije zbog čega će njihova proizvodnja da poraste oko 20% u odnosu na 2014. godinu. To će dati pozitivan doprinos rastu privrede za preko jedan procentni poen BDP-a – što ćemo koristiti kao egzogenu komponentu prilikom prognoze kretanja BDP-a u narednoj godini.

Sve komponente tražnje u Q3 u padu

Analizirali smo strukturu kretanja BDP-a u Q3 po upotrebi. U Tabeli T2-3 prikazana je struktura rasta BDP-a po rashodnom principu. Iz Tabele se jasno vidi da je tokom 2013. godini, pa sve do Q1 2014, neto izvoz (razlika između izvoza i uvoza) imao visok i pozitivan rast, dok su sve druge komponente BDP-a – privatna potrošnja, državna potrošnja i investicije – bile u padu ili u najboljem slučaju u stagnaciji. U Q2 i Q3 2014. lošim trendovima većine komponenti BDP-a pridružuje se i neto izvoz, koji prvo u Q2 prestaje sa svojim visokim rastom, da bi već u Q3 bio u velikom padu. Usporavanje, pa zatim i pad neto izvoza međutim nije veliko iznenađenje i u QM-u smo takav trend kretanja neto izvoza nagovestili još pre godinu dana.

Naime, visok rast neto izvoza (kao i solidan rast BDP-a) u 2013. godini je bio nošen rezultatima svega nekoliko kompanija (FAS, NIS), pa je samim tim bio ograničen proizvodnim kapacitetima ovih kompanija. U međuvremenu, od 2012. godine, investicije su u dubokom padu,⁴ a bez

² Naravno, ovo se ne može sa potpunom sigurnošću tvrditi, jer je moguće na primer, da bi privredna aktivnost u Q3 bila još niža da nije bilo pozitivnog doprinosa obnove od poplava. Ipak produblivanje pada ukupnih investicija i građevinarstva u Q3 su dodatni indikatori koji upućuju na zaključak da se obnova ne sprovodi dovoljno efikasno

³ U junskom izdanju QM-a smo procenjivali da bi negativan uticaj poplava (sa efektima obnove) mogao da iznosi 0,5-0,6 p.p. BDP-a, u prethodnom broju QM-a smo zbog kašnjenja u obnovi negativan uticaj poplava na BDP 2014. povećali na oko 0,8 p.p. BDP-a, a sadašnje kretanje proizvodnje uglja i električne energije ukazuje da bi on mogao biti nešto veći od 1 p.p. BDP-a

⁴ Podatak RZS-a prikazan u Tabeli T2-3 da su investicije u 2012. godini imale realni rast od čak 13% je u najmanju ruku sumnjiv i nastao je revizijom prethodno objavljenog pada investicija u 2012. godini od 4%.

investicija nemoguće je održavati kako visok rast izvoza, tako i uopšte rast BDP-a u Srbiji. Ovo tvrdimo zbog toga što su preostale komponente BDP-a, privatna i državna potrošnja i pored višegodišnjeg postepenog smanjivanja, još uvek nesrazmerno velike u odnosu na mogućnosti domaće privrede i moraju se u srednjem roku i dalje smanjivati. Dakle, ključ za održivi privredni rast Srbije u narednom periodu je relativno visok rast investicija i neto izvoza, koji bi morao da ima veći pozitivan doprinos rastu BDP-a od neizbežnog smanjenja privatne i državne potrošnje.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2014

	Međugodišnji indeksi												
	2009	2010	2011	2012	2013	2013				2014			Učešće
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	2013
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	102,4	101,1	103,4	103,3	99,8	98,7	96,4	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,5	98,1	100,1	100,0	100,1	98,3	98,9	98,8	75,3
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,7	96,7	94,2	102,5	101,6	99,4	100,2	98,4	17,8
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	89,9	97,0	81,9	90,4	90,2	97,6	99,4	92,4	17,6
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	120,9	113,8	115,6	131,7	122,4	114,7	109,5	94,3	41,2
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	104,9	99,4	102,5	109,6	108,2	103,0	106,3	101,9	51,9

Izvor: RZS

Najviše zabrinjava dubok pad investicija

Upravo zbog toga što održivi rast privrede Srbije može da se zasniva samo na rastu investicija i neto izvoza, rezultat privredne aktivnosti u Q3 je dodatno zabrinjavajući. Dakle, nije jedini problem što je pad ukupne privredne aktivnosti u Q3 bio relativno dubok, već i to što su u najvećem padu bile dve komponente BDP-a koje su za budući rast najbitnije – neto izvoz i investicije (Tabela T2-3). Da bi došlo do preokreta nepovoljnog trenda privredne aktivnosti, prva komponenta BDP-a koja mora da počne da beleži pozitivne rezultate (koji će prethoditi svim drugima) su investicije, a investicije u Q3 dodatno produbljuju svoj pad. Ovaj rezultat je razočaravajući delom i zbog toga što smo očekivali da će u Q3 doći do blagog oporavka investicija, usled saniranja posledica poplava. Za sada nema nagoveštaja da će u kratkom roku doći do osetnijeg oporavka investicija – finansijski rezultati preduzeća su loši, kreditna aktivnost je niska, a SDI su niske uprkos najavama. Uzimajući sve u obzir, analiza BDP-a po upotrebi potvrđuje i sugeriše na dalji nastavak pogoršavanja privrednih trendova.

U 2014. najveći pad ima industrijska proizvodnja

Započetu analizu kretanja BDP-a možemo dopuniti i poslednjim dostupnim podacima po proizvodnom principu koji su prikazani u Tabeli T2-4. RZS je sa poslednjim objavljenim podacima i prelaskom na novu metodologiju (SNA 2008 / ESA 2010), promenio i način objavljivanja podataka po sektorima privredne aktivnosti tako što je umesto objavljivanja podataka za sve pojedinačnih sektore, neke od njih grupisao u jednu kategoriju.⁵ U Tabeli T2-4 vidimo da najveći pad u 2014. godini ostvaren u industrijskoj proizvodnji, delom usled majskih poplava (rudarstvo, energetika), ali delom i usled trajnijih negativnih trendova u prerađivačkoj industriji o čemu će više biti reči u posebnom poglavlju posvećenom industrijskoj proizvodnji. Ostali sektori nemaju toliko izražene promene u proizvodnji u odnosu na prethodnu godinu. Uslužne delatnosti, gde su sada objedinjene trgovina, saobraćaj i turizam su u padu od nekoliko procenata u odnosu na prethodnu godinu, a pad imaju i finansijske delatnosti. Poljoprivredna proizvodnja je približno na nivou iz 2013. godine, a jedini, ali ne preterano veliki rast, se beleži u sektoru informisanja i komunikacija.

⁵ Grupisani su podaci sektora prerađivačka industrije, rudarstvo i proizvodnja električne energije u industrijsku proizvodnju, sektori trgovina, saobraćaj i skladištenje i turizam se takođe sada prikazuju zajedno i drugo.

2. Privredna aktivnost

Tabela T2-4. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2013–2014¹⁾

	Međugodišnji indeksi								
	2013				2014				Učešće
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	2013	
Ukupno	102,4	101,1	103,4	103,3	99,8	98,7	96,4	100,0	
Porezi minus subvencije	95,9	98,4	100,2	101,0	98,6	100,1	99,6	15,8	
Bruto dodata vrednost	103,7	101,6	104,0	103,8	100,1	98,4	95,8	84,2	
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	101,7	99,2	102,4	102,3	99,9	98,2	95,4	90,6 ²⁾	
Poljoprivreda	122,8	125,0	119,1	118,3	102,3	100,7	100,0	9,4 ²⁾	
Industrija	107,3	105,8	107,0	104,0	99,7	94,6	88,1	26,6 ²⁾	
Građevinarstvo	103,0	82,2	98,6	102,7	100,6	104,1	93,6	5,1 ²⁾	
Trgovina, saobraćaj i turizam	101,0	99,9	102,7	105,4	99,6	97,7	98,2	17,8 ²⁾	
Informisanje i komunikacije	99,9	96,6	100,9	102,3	104,7	105,1	103,2	5,2 ²⁾	
Finansijske delatnosti i osiguranje	89,2	90,1	89,6	93,4	96,1	99,7	97,0	3,1 ²⁾	

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine.

2) Učešće u BDV.

U 2015. godini pad BDP-a od 0,5%

Prognozu rasta BDP-a u 2015. godini smo nešto detaljnije prikazali u Lupi 1 ovog izdanja *QM*-a. Ovde ćemo ukratko preneti samo glavne rezultate projekcija. U 2015. godini očekujemo pad privredne aktivnosti od 0,5%, ali bi ova procena mogla da se promeni u zavisnosti od velikog broja činilaca koji još uvek nisu u potpunosti poznati: rešavanje sudbine preduzeća u restrukturiranju, privatizacija Železare Smederevo, sudbina velikih privatnih koncerna (Farmakom), veličina fiskalne konsolidacije i drugo.

Očekujemo dubok pad privatne i državne potrošnje, ali i solidan rast investicija

Posmatrano po komponentama BDP-a očekujemo da u 2015. godini privatna potrošnja bude u realnom padu od oko 3%, a državna potrošnja od preko 6%. Neto izvoz će davati pozitivan doprinos BDP-u, ali ne zbog rasta izvoza (očekujemo da će izvoz stagnirati), već zbog pada uvoza. Komponenta BDP-a koja nam je posebno interesantna i koju smatramo ključnom za održivi rast privrede Srbije su investicije. Realni rast investicija u 2015. godini procenjujemo na 5% zbog rasta i javnih i privatnih investicija.

Jedinični troškovi rada u privremenom porastu

Jedinični troškovi rada⁶ (JTR), mereni u dinarima, u Q3 rastu u odnosu na Q2, ali i u odnosu na isti period prethodne godine (Grafikon T2-5). JTR zapravo predstavljaju učešće troškova radne snage u dodatoj vrednosti. To učešće je u Q3 povećano jer je došlo do privremenog smanjenja proizvodnje u rudarstvu i proizvodnji električne energije koje nije bilo ispraćeno otpuštanjem zaposlenih niti smanjenjem njihovih plata. Ukoliko bismo isključili ovaj privremeni efekat, JTR bi u Q3 bili približno na nivou iz Q2. Kada se uspostavi uobičajena proizvodnja u ovim sektorima privrede, JTR će se automatski vratiti na svoj niži nivo.

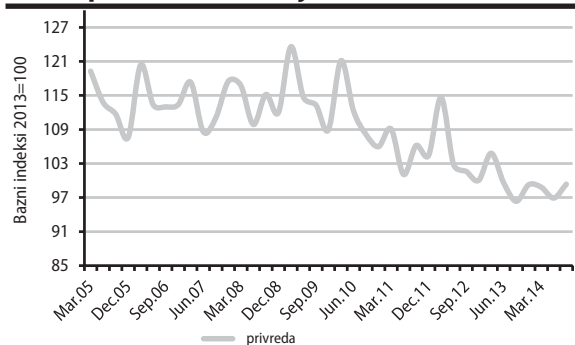
U srednjem roku JTR se u Srbiji smanjuju i to je u opštem slučaju pozitivan trend. Ističemo međutim da smo do ovog rezultata došli koristeći kao informaciju o kretanju zaposlenosti podatke o formalnoj zaposlenosti koja je u padu i koja je u skladu sa kretanjima privredne aktivnosti (i našim očekivanjima) – ali da bi rezultat bio potpuno drugačiji da smo koristili podatke iz Ankete o radnoj snazi (ARS).⁷ Naime po ARS-u, koja uključuje i neformalnu zaposlenost, u Srbiji dolazi do izraženog povećanja broja zaposlenih. Da smo koristili ove podatke imali bismo situaciju da je trend kretanja JTR snažno rastući, jer zaposlenost brzo raste u uslovima pada privredne aktivnosti i neznatno realno umanjene zarada. Ovako veliko povećanje JTR da se zaista dešava, vodilo bi domaću privredu ka velikom gubitku konkurentnosti i urušavanju (što se uz sve izazove sa kojima se privreda Srbije suočava verovatno neće desiti, svakako ne zbog neodrživog rasta izdvajanja za zaposlene). Zbog toga još jednom pozivamo RZS da preispita verodostojnost snažnog povećanja zaposlenosti izmerenog po ARS-u u prethodne dve godine.

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

7 Korišćenje samo formalne zaposlenosti prilikom izračunavanja JTR nije potpuno teorijski ispravno, jer korišćeni BDP obuhvata i sivu ekonomiju, a kod zaposlenosti se gleda samo formalna zaposlenost. Ipak većina država koje zvanično računaju JTR koriste upravo takvu metodologiju, jer postoje brojne nepreciznosti zbog kojih se izbegava korišćenje šire definicije zaposlenosti – na primer zato što su podaci o zaradama u svojoj ekonomiji nepouzdan. Nama su sve dileme po pitanju korišćenja metodologije za izračunavanje JTR otklonjene između ostalog i zato jer su podaci koji se objavljuju o kretanju zaposlenosti po ARS po svemu sudeći pogrešni.

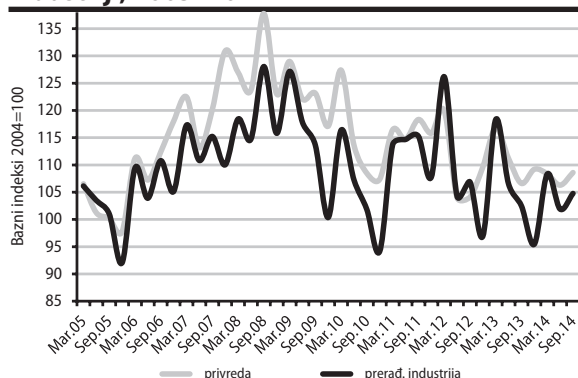
**Cenovna konkurentnost
privrede se poboljšava
sa realnom
depresijom dinara**

**Grafikon T2-5. Srbija: realni jedinični troškovi
rada u privredi i industriji, 2005–2014**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

**Grafikon T2-6. Srbija: realni evro-jedinični
troškovi rada u privredi i prerađivačkoj
industriji, 2005–2014**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

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

Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR), ukazuju na međunarodnu cenovnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatu vrednost. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, (koja proizvodi daleko najveći deo razmenjivih proizvoda) i za ukupnu privredu,⁸ što je prikazano u Grafikonu T2-6.

U Grafikonu T2-5 uočavamo da su i evro-JTR u Q3 bili u porastu i pored blage depresijacije dinara. Kao i u slučaju dinarskih JTR i ovde su u pitanju privremeni trendovi koji će se do početka 2015. godine potpuno završiti. Uz sve to u Q4 je došlo do nešto značajnije depresijacije dinara, pa očekujemo da evro-JTR u 2015. godini budu verovatno nešto niži nego u 2014. godini. Konkurentan kurs dinara na koji ukazuju manji evro-JTR je poželjan za budući održivi rast privrede zasnovan na rastu neto izvoza i investicija. Napominjemo međutim da to jeste potreban, ali ne i dovoljan uslov da dođe do porasta SDI, izvoza i proizvodnje, te da će za to biti potrebno otkloniti i mnogo drugih prepreka (neodrživa fiskalna politika, nepovoljno i nepredvidivo poslovno okruženje, loše rangiranje na listama konkurentnosti i drugo)

Okvir 1: Septembarske revizije BDP-a

Od septembra 2014. godine RZS je uveo dve promene u računanju BDP-a. *Prva* je bila uvođenje nove metodologije nacionalnih računa SNA 2008 / ESA 2010 u skladu sa preporukama Evropske unije, a *druga* povećanje obuhvata BDP-a boljim uključivanjem sive ekonomije. Ove promene dovele su do povećanja nominalne vrednosti BDP-a, ali i realnih stopa rasta u čitavoj seriji podataka o BDP-u. Nominalna vrednost BDP-a u 2013. povećana je za približno 7%, a u prethodnim godinama u proseku za oko 6%. Realne stope rasta BDP-a su u periodu 2001-2013. godina u proseku povećane za 0,6 p.p. Skrećemo pažnju i na to da je povećanje nominalnog BDP-a neposredno uticalo na smanjenje relativne vrednosti svih makroekonomskih agregata koji se mere u odnosu na BDP (tekući deficit, spoljni dug, javni dug, fiskalni deficit i drugo), zbog čega je došlo do promena podataka u gotovo svim odeljcima ovog izdanja QM-a.

Metodološke promene nacionalnih računa nisu bile neočekivane i desile su se u prethodnim godinama u svim statističkim zavodima zemalja EU. U zemljama u regionu to je dovelo do povećanja nominalnog BDP-a za 5 do 10% (prvenstveno zbog boljeg uključivanja sive ekonomije u BDP, a manje zbog same primene SNA 2008 / ESA 2010). Promena nominalnog BDP-a u Srbiji je takođe nastala prvenstveno usled boljeg obuhvata sive i ilegalne ekonomije i njena veličina je u skladu sa promenama koje su izvršili drugi statistički zavodi u regionu – pa je po svemu sudeći opravdana i verovatno dobro sprovedena. Specifičnost Srbije je međutim što su poslednje metodološke promene dovele i do velikih promena realnih stopa rasta BDP-a. Realne stope rasta

⁸ Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

BDP-a su povećane od 2001. godine u proseku za 0,6 p.p godišnje, dok su za EU28 i zonu evra promene realnih stopa rasta sa uvođenjem nove metodologije bile reda veličina $\pm 0,1$ p.p. godišnje približno simetrično raspoređenih na pozitivnu i negativnu stranu.¹ Ovaj poslednji podatak nameće i neka pitanja u vezi sa poslednjom revizijom.

Da bi izvršene revizije bile konzistentne, moralo je da dođe i do ozbiljne promene deflatora BDP-a koja nigde nije pomenuta. Naime, nominalni BDP je revizijom povećan za oko 7% u 2013. i za oko 7,7% u 2001. godini, što implicitno znači da je rast nominalnog BDP-a u posmatranom periodu revidiran blago niže. Sa druge strane, rast realnog BDP-a je u periodu 2001-2013. godina korigovan naviše i to ne beznačajno (u proseku za 0,6 p.p godišnje, kumulativno za 8 p.p.). To znači da je u isto vreme sa revizijom podataka o BDP-u došlo i do ozbiljne promene deflatora BDP-a. Ova promena, smatramo, morala bi da bude detaljno objašnjena od strane RZS-a.

Realne stope rasta po pojedinačnim sektorima su takođe poslednjom revizijom neobično mnogo promenjene – u nekim oblastima naviše, a u nekim naniže. Tako su u periodu 2008-2012. godine stope rasta građevinarstva za svaku godinu promenjene u proseku za oko 7 p.p. Prosečna promena godišnjeg rasta finansijskih delatnosti iznosi preko 5 p.p. koliko su približno u proseku revidirane i godišnje stope rasta sektora informisanja i komunikacija. Rekord su ipak usluge smeštaja i ishrane čije su prethodno objavljene stope rasta za svaku godinu korigovane u proseku skoro 9 p.p.

Redakcija QM-a potpuno podržava svako unapređenje i usklađivanje domaće statistike sa najnovijim međunarodnim smernicama, poput poslednjeg prelaska na SNA 2008 / ESA 2010 metodologiju i povećanja obuhvata BDP-a. Dobro obrazložene i kvalitetne revizije podataka podižu kvalitet i naših analiza. Međutim, ono sa čim se stalno susrećemo su neobičajeno česte i velike korekcije koje vrši RZS, ali i stalno objavljivanje zvaničnih podataka sumnjivog kvaliteta. Revizije BDP-a su u prethodnih deset godina (otkad ih pratimo u QM-u) bile daleko češće i veće u Srbiji nego u svim drugim zemljama u regionu,² a neke konkretne korekcije u okviru njih je nemoguće racionalno objasniti (na primer revizija realnog rasta investicija u 2012. godini od pada od 4% na rast od 13% - za koji znamo da se nije desio). Kada na sve to dodamo i nelogičnosti koje vrlo često imaju podaci iz statistike zaposlenosti i zarada, građevinarstva i nekih drugih sektorskih statistika, zaključujemo da je pred RZS-om veliki izazov da unapredi kvalitet svog rada i pouzdanost podataka koje objavljuje.

¹ Izvor: Eurostat newsrelease: „ESA 2010 shifts level of EU and euro area GDP upward, growth rates almost unaffected“, 17. oktobar 2014. godine. Dostupni podaci za pojedinačne zemlje pokazuju da su na nacionalnom nivou te oscilacije bile veće od $\pm 0,1$ p.p. po godinama, ali nigde nismo našli slučaj da su u dugoročnom periodu sistematski povećane ili umanjene (kao u Srbiji).
² Za više detalja videti Osvrt: „Pouzdanost zvaničnih podataka o bruto domaćem proizvodu u Srbiji“, QM24

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja nastavlja snažan pad

Industrijska proizvodnja je u Q3 ostvarila međugodišnji pad od čak 14% (Tabela T2-7). U okviru industrijske proizvodnje ogroman pad od 28 i 39% ostvarili su rudarstvo i proizvodnja električne energije, dok je pad prerađivačke industrije bio manji i iznosio je oko 5,5%. Razlog za veliki pad rudarstva i proizvodnje električne energije su majske poplave koje su potopile najbitnije kopove uglja, što je onda posledično uticalo i na veliko smanjenje proizvodnje električne energije i ukupne industrijske proizvodnje. Ovaj duboki pad rudarstva i proizvodnje struje je privremen.

Kretanje prerađivačke industrije je međutim mnogo važnije za analizu. Pad prerađivačke industrije u Q3 je takođe bio jednim delom posledica jednokratnih činilaca od kojih je svakako najviše uticalo obustavljanje proizvodnje u NIS-u u septembru zbog remonta postrojenja i povremeni zastoji u proizvodnji kompanije FAS (koje za sada tumačimo kao jednokratne, ali je moguće da najavljuju i postepeno smanjenje tražnje za automobilima koji se u ovoj fabrici proizvode⁹). Uzimajući u obzir i navedene privremene činioce, analiza QM-a međutim pokazuje

⁹ Izostanak investicija u proširenje kapaciteta u FAS, kao i najave rukovodstva FIAT-a, da ya sada na planiraju pokretanje proizvodnje novog modela automobila u FAS, upućuju na procenu da bi proizvodnja u FAS u narednim godinama mogla da se stabilizuje na oko 100 hiljada automobila.

da je i sa njihovim isključivanjem prerađivačka industrija u Q3 bila na silaznoj putanji, što je vrlo zabrinjavajući trend.

Tabela T2-7. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2014

	Međugodišnji indeksi												Učešće	
	2009	2010	2011	2012	2013	2013				2014				2013
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3		
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	105,2	103,0	110,8	103,3	102,1	95,2	86,1	100,0	
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	107,8	102,2	107,6	104,1	99,7	87,0	71,6	8,5	
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	105,4	103,2	108,8	102,2	103,6	98,0	94,4	73,9	
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	103,7	103,7	120,5	106,8	99,3	86,2	61,3	17,6	

Izvor: RZS

U 2014. godini pad industrijske proizvodnje od oko 7%

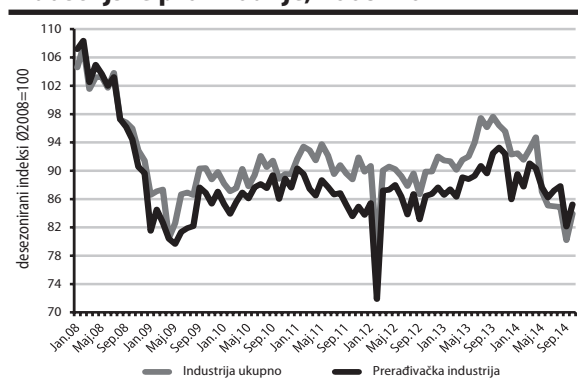
U 2014. godini će ukupna industrijska proizvodnja nesumnjivo imati veliki pad koji trenutno procenjujemo na oko 7%. Prerađivačka industrija će takođe biti u padu koji će biti manji i iznositi oko 2,5%. Možda još bitniji od samog godišnjeg pada ukupne i prerađivačke industrije su loši trendovi kojima se završava 2014. i sa kojima se ulazi u 2015. godinu. To pogoršanje trendova može da se nasluti i samo pomatranjem međugodišnjeg rasta prerađivačke industrije po kvartalima (Tabela T2-7), koja je od pozitivnog međugodišnjeg rasta u Q1 od 3,6% došla do pada od 5,5% u Q3 – a još jasnije se vidi na desezoniranim indeksima.

Desezonirani indeksi pokazuju smanjivanje industrijske proizvodnje

U Grafikonu T2-8 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i prerađivačke industrije. Desezonirani indeksi ukupne industrijske proizvodnje (svetlija linija na Grafikonu) potvrđuju već pomenuti nagli pad proizvodnje od maja pod uticajem poplava što nema potrebe dodatno analizirati. Tamnija linija na Grafikonu T2-8 se odnosi samo na prerađivačku industriju koja nije bila pod tolikim uticajem poplava i koju ćemo analizirati. Prerađivačka industrija je svoje usporavanje započela i pre nego što je do poplava došlo i njen opadajući trend tokom 2014. je nesporan i pored određenih oscilacija po mesecima.¹⁰ U Grafikonu T2-8 se vidi da je prerađivačka industrija pik svoje proizvodnje imala u oktobru 2013. godine i od tada počinje njeno smanjivanje, koje koincidira sa usporavanjem rasta neto izvoza i početkom pada desezoniranog BDP-a. Nažalost još uvek nema nagoveštaja promene ovih trendova.

U Q3 produbljen pad većine namenskih grupa industrije

Grafikon T2-8. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2014



Izvor: RZS

Posmatrano po nameni (Tabela T2-9), uočavamo da su u Q3 sve namenske grupe proizvoda u međugodišnjem padu i da gotovo sve svoj pad produbljuju u odnosu na Q2 (jedino je proizvodnja intermedijarnih dobara zadržala približno nepromenjen međugodišnji pad). Ovakva podela industrijske proizvodnje iz još jednog ugla pokazuje različit uticaj trajnih i privremenih činilaca na proizvodnju. Proizvodnja energije i investicija je u Q3 bila pod dominantnim uticajem privremenih činilaca (energija – posledice poplave i remont u NIS-u, a investicije – prekidi proizvodnje FAS-a), dok kretanje proizvodnje intermedijarnih i po-

trošnih dobara odlikava trajnije trendove industrijske proizvodnje – koja je iz zone blagog rasta u Q1 prešla u pad od nekoliko procenata u Q3 (Tabela T2-9).

¹⁰ Na primer poslednja dva podatka u Grafikonu se odnose na septembar i oktobar, gde je oktobarska desezonirana proizvodnja prerađivačke industrije znatno veća od septembarske. To međutim nikako nije najava opravka, već je posledica završetka velikog remonta postrojenja koji je kompanije NIS imala u septembru kada je na jedan mesec gotovo potpuno zaustavila proizvodnju. Kada se vrednost prerađivačke industrije iz oktobra uporedi sa podatkom za avgust, vidi se da je ona na opadajućem trendu

Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2014

	Međugodišnji indeksi											
	2009	2010	2011	2012	2013	2013				2014		
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	105,2	103,0	110,8	103,3	102,1	95,2	86,1
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	108,6	109,7	131,6	107,7	101,1	89,1	65,1
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	132,3	130,2	140,5	104,2	107,7	97,0	91,1
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	94,7	93,1	101,9	104,8	103,9	94,3	94,8
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	107,0	101,5	97,4	100,0	100,2	99,6	97,5

Izvor: RZS

Građevinarstvo

Građevinska aktivnost u 2014. u padu koji procenjujemo na oko 5%

Građevinarstvo je već tri godine uzastopno u kontinuiranom padu i nesumnjivo je da se taj pad u Q3 nastavlja. Poslednji podaci RZS-a iz statistike građevinarstva pokazuju da je međugodišnji realni pad ovog dela privrede u Q3 iznosio čak 20,7%, ali ga smatramo malo verovatnim. Prethodna dva podatka iz statistike građevinarstva za Q1 i Q2 su pokazivala da je vrednost izvedenih građevinskih radova u oba ova kvartala imalo približno isti realni međugodišnji pad od oko 5% i promenu u Q3 smatramo jednostavno prevelikom da bi bila moguća.

Kontrolnu analizu kretanja u građevinarstvu nam daje indeks proizvodnje cementa koji zbog teškoća u praćenju građevinske aktivnosti, koristimo kao dodatni indikator njenog kretanja (Tabela T2-10). Proizvodnja cementa je u Q3 bila za 3,8% niža u odnosu na isti period prethodne godine.¹¹ Uzimajući u obzir i nepreciznost ovog indikatora, smatramo ipak da je ovo ipak dobra potvrda prethodno iznete ocene da je malo verovatno da je građevinarstvo u Q3 imalo izuzetno dubok pad – kakav pokazuje indeks vrednosti građevinskih radova. Naša najbolja trenutna procena je da je građevinska aktivnost u Q3 kao i u čitavoj 2014. u realnom padu od oko 5%.

Tabela T2-10. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2014

	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
2014	136,2	90,3	96,2		

Izvor: RZS

Naša najbolja trenutna procena je da je građevinska aktivnost u Q3 kao i u čitavoj 2014. u realnom padu od oko 5%.

Glavni razlozi za pad građevinarstva u 2014. su nizak nivo investicija privatnog, ali i javnog sektora o čemu smo detaljnije govorili u prethodnim izdanjima QM-a. Ono što je specifično za Q3 je to što smo u prethodnom izdanju QM-a očekivali da će doći do privremenog povećanja građevinske aktivnosti zbog otklanjanja posledica majskih poplava. Dostupni podaci o proizvodnji cementa, a pogotovo o vrednosti izvedenih građevinskih radova, međutim ne upućuju na osetnije pozitivne promene građevinske aktivnosti u odnosu na Q2 i prethodne kvartale.

3. Zaposlenost i zarade

Prema podacima zvanične statistike koji su sadržani u Anketi o radnoj snazi (ARS) nastavlja se snažan trend poboljšanje najvažnijih pokazatelja na tržištu rada u Srbiji - stopa nezaposlenosti snažno opada, dok stopa zaposlenosti raste. Međutim, kretanja pokazatelja tržištu rada već skoro dve godine drastično odstupaju od kretanje ostalih makroekonomskih pokazatelja, kao što su BDP, lična potrošnja, prihodi od poreza na rad i dr.. Prema zvaničnim podacima stopa nezaposlenosti je u trećem kvartalu 2014. godine opala za 1/3 u odnosu na april 2012. godine, dok je stopa zaposlenosti u istom periodu porasla za preko 10%! Posmatrano u apsolutnim iznosima broj nezaposlenih je u navedenom periodu smanjen za oko 200 hiljada dok je broj zaposlenih povećan za oko 250 hiljada! U istom periodu BDP, koji po novoj metodologiji uključuje i sivu ekonomiju i nelegalne aktivnosti, ostao približno nepromenjen. Sa obzirom da se ovako velika poboljšanja na tržištu rada u kratkom periodu ne događaju ni u prosperitetnim privredama, još je manje verovatno da su se dogodila u privredi Srbije u periodu kada se smenjuje stagnacija i recesija. Stoga se može prilično sigurno zaključiti da zvanični podaci u poslednje dve godine ne odražavaju stvarne promene na tržištu rada. Stoga se postavlja pitanje šta je uzrok pogrešnih podataka o promenama na tržištu rada u poslednje dve godine. Jedna mogućnost je da se sada stanje na tržištu rada meri preciznije nego u prošlosti, a to bi značilo da stopa nezaposlenosti ni 2012. godine nije bila 25-26%, nego da je i tada bila slična sadašnjoj – ako je to slučaj RZS bi trebao da koriguju pogrešne podatke za period 2008-2012. godina. Druga, manje verovatna mogućnost je da se u novijem periodu prave greške u merenjima odnosno da je stopa nezaposlenosti i sada oko 25% - u ovom slučaju RZS bi trebao da koriguje novije podatke. Za razliku od podataka o zaposlenosti podaci o kretanju zarada su konzistentni sa ostalim privrednim kretanjima. Na međugodišnjem nivou realne zarade su porasle svega 0.5%. Sektor informisanja i komunikacija i dalje beleži najveći rast zarada to u iznosu od 12,8% u Q3 ove godine.

Zaposlenost

Zadržavajući rezervu u pogledi dinamike pokazatelja na tržištu rada u periodu 2008-2014. godina u tekstu ćemo se fokusirati na kretanja u toku 2014. godine. Mada i promena na tržištu rada u 2014. godini odstupaju od kretanja BDP, lične potrošnje i poreza na rad ta odstupanja su moguća zbog razlike i sezonalnosti različitih makroekonomskih varijabli.

Najverovatnije pod uticajem letnje sezone, zaposlenost raste za 1,3 procentna poena

Od ove godine Anketa o radnoj snazi počinje da izlazi kvartalno. Za treći kvartal 2014. anketa je rađena krajem jula i početkom avgusta meseca dok je prethodnih godina postojala samo aprilska i oktobarska anketa. S tim u vezi, ne možemo podatke iz Q3 ove godine da poredimo sa istim periodom u 2013. Dodatno, ne možemo da utvrdimo koliki je doprinos sezonskih faktora poboljšanju prilika na tržištu rada s obzirom da nemamo dovoljno dugačku seriju za desezoniranje podataka.

U Q3 2014 bilo je 4,605,403 pojedinaca starosti između 15 i 64 godina (za 14,938 manje u odnosu na Q2 2014). Među ovim osobama 2,865,922 je bilo ekonomski aktivno (za 22,621 manje u odnosu na Q2 2014), i to:

- 2,337, 424 je bilo zaposleno što je za 60,011 više u odnosu na Q2 2014. Rast broj zaposlenih ali i smanjenje broja pojedinaca starosti od 15 do 64 godine doprineo je povećanju stope zaposlenosti sa za 1.3 procentna poena.
- 529,953 je bilo nezaposleno, odnosno za 82,181 manje u odnosu na Q2 2014.
- 1,739,481 je bilo neaktivno, odnosno za 7,683 manje u odnosu na Q2 2014. Pad stope neaktivnosti sa 37,8% na 37,5% je većim delom posledica smanjenja ukupne populacije radnog uzrasta, a manjim delom posledica smanjenja broja neaktivnih (Tabela T3-1)

3. Zaposlenost i zarade

Tabela 3-1. Srbija: zaposlenost i nezaposlenost po Anketi o radnoj snazi, 2008-2014

		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							
2008	April	2.652.429	..	54,0	62,3	46,0	432.730	14,0	12,4	16,1
	Oktoibar	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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	2.268.750	349.742	49,2	56,2	42,1	602.651	21,0	20,2	22,0
2014	Q1	2.229.063	..	48	55,1	41	613.787	21,6	21,0	22,3
	Q2	2.277.413	..	49,3	56,3	42,5	612.134	21,2	20,4	22,1
	Q3	2.337.424	..	50,8	57,5	44,2	529.953	18,4	17,9	19,1

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

Napomene:

1) Anкета 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) U ARS za oktobar 2008. postoji i klasifikacija 15-64 za broj zaposlenih u poljoprivredi i pomažućih članova, i on iznosi 443.243. Od sledećeg broja QM-a ćemo biti umogućnosti da objavljujemo i podatke za starosni kontigent 15-64 poljoprivrednika i pomažućih članova.

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

Najveći rast zaposlenosti kod pomažućih članova domaćinstva

Zaposlenost porasla u jedanaest od ukupno dvadeset delatnosti između Q3 i Q2 ove godine. Najveći rast zaposlenosti je ostvaren kod pomažućih članova domaćinstva, koji spadaju u red neformalno zaposlenih i to za 22,2%, a potom i kod preduzeća koja se bave ostalim uslužnim delatnostima¹, 18%. Značajan je i rast zaposlenosti u građevinarstvu i to u iznosu od 13% i to je očekivano s obzirom na letnju sezonu. S obzirom na zabranu novog zapošljavanja u javnom sektoru, iznenađuje podatak o rastu broja zaposlenih za više od 15 hiljada u okviru državne uprave i fondova obaveznog socijalnog osiguranja. Takođe, anketa beleži i 13 hiljada novo-zaposlenih u obrazovanju. Rast zaposlenosti od 25% u rudarstvu bi trebalo uzeti s oprezom jer RZS u svom saopštenju navodi da je ocena nepouzdana (Tabela T3-2).

Tabela T3-2. Zaposleni po delatnostima, ARS

	Q1 2014	Q2 2014	Q3, 2014	Q3/Q2 indeks
UKUPNO	2.342.966	2407930		
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	469.196	500302	533833	106,70
Rudarstvo	27.230	23941	30013	125,36
Preradjivačka industrija	388.127	386935	364053	94,09
Snabdevanje električnom energijom, gasom i parom	31.266	40114	42265	105,36
Snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama	37.139	42579	34799	81,73
Građevinarstvo	96.744	99763	113033	113,30
Trgovina na veliko i malo, popravka motornih vozila	300.020	304649	309923	101,73
Saobraćaj i skladištenje	141.317	132088	127928	96,85
Usluge smeštaja i ishrane	62.153	59826	61707	103,14
Informisanje i komunikacije	56.796	61045	51779	84,82
Finansijska delatnost i delatnost osiguranja	44.616	39275	43357	110,39
Poslovanje nekretninama	*	*	*	*
Stručne, naučne i inovacione delatnosti	68.359	73251	64795	88,46
Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti	47.585	46846	53186	113,53
Državna uprava i obavezno socijalno osiguranje	135.750	138316	153739	111,15
Obrazovanje	149.005	150117	163450	108,88
Zdravstvena i socijalna zaštita	140.776	146563	141630	96,63
Umetnost, zabava i rekreacija	49.158	40040	39780	99,35
Ostale uslužne delatnosti	43.803	42157	50027	118,67
Delatnost domaćinstva kao poslodavca	51.280	75690	92502	122,21

Izvor: ARS.

Napomena: *mali broj pojava tako da nije moguće imati procenu.

1 U ostale uslužne delatnosti spadaju udruženja (poslodavaca i sindikata); popravke računara i predmeta za ličnu upotrebu, kao i usluge frizera, pogrebne usluge.

**Neformalna
zaposlenost i dalje raste
i trenutno iznosi 23,4%**

Stopa neformalne zaposlenosti, izražena kao udeo broja neformalno zaposlenih u ukupnom broju zaposlenih, veća je za 2.2 procentna poena u odnosu na Q2 2014. Anketa iz trećeg kvartala ove godine procenjuje da u Srbiji ima 579,664 neformalno zaposlenih ili za skoro 70 hiljada više u odnosu na prethodni kvartal. Tu se ubrajaju zaposleni u neregistrovanoj firmi, kao i registrovanom preduzeću ali bez formalnog ugovora o radu, kao i neplaćeni pomažući članovi domaćinstva². S obzirom da se u Anketi, od kako izlazi kvartalno, prikazuje strukturu neformalnih zaposlenih prema njihovom profesionalnom statusu, možemo uočiti da je među radnicima u neformalnom sektoru najviše porastao broj onih koji imaju status zaposlenih i pomažućih članova domaćinstva. Zbog malog broja pojava, do sada nije bio objavljivani broj samozaposlenih sa radnicima koji rade u neformalnoj ekonomiji, dok je ocena iz Q3 nepouzdana (Tabela T3-3).

Tabela T3-3. Neformalno zaposleni prema profesionalnom statusu, Q1 i Q2 2014

	Q1	Q2	Q3
Zaposleni radnici	62,352	71,723	118552
Samostalni sa zaposlenima	*	*	4352
Samostalni bez zaposlenih	227,955	229,427	226,723
Pomažući članovi domaćinstva	187,056	209,509	230,068

Izvor: ARS. *mali broj pojava tako da ocena nije publikovana

Okvir br. 1 Radno angažovanje korisnika novčane socijalne pomoći

Nedavno je usvojena uredba¹ Ministarstva rada koja ima za cilj da podstakne radno sposobne korisnike socijalne pomoći da se priključe tržištu rada. Povod za usvajanje uredbе, kako je više puta isticano od strane Ministarstva, je činjenica da od ukupnog broja korisnika socijalne pomoći (270 hiljada), 50 % ili, tačnije, 147 hiljada čine radno sposobni pojedinci.

Uredba predviđa da Centar za socijalni rad, kao organ koji odlučuje o dodeli socijalne pomoći, sa radno sposobnim korisnikom zaključuje sporazum o „aktivnom prevazilaženju njegove nepovoljne socijalne situacije“. Vidovi aktivacije uključuju: upućivanje korisnika na dodatno obrazovanje; sticanje znanja i veština; lečenje, društveno koristan rad u lokalnoj zajednici i zapošljavanje.

Deo uredbе koji se odnosi na zapošljavanje ne donosi ništa novo. Naime, Zakon o socijalnoj zaštiti već predviđa obavezu radno sposobnog nezaposlenog korisnika socijalne pomoći da se prijavi kod Nacionalne službe za zapošljavanje (NZS). Služba bi trebalo da korisniku ponudi posao ili ga uputi na neki od programa dodatnog obrazovanja, obuka, sticanja novih znanja i veština. Ukoliko korisnik odbije da prihvati posao ili obuku NZS, Centar za socijalni rad ima pravo da obustavi isplatu pomoći.

S tim u vezi, u javnosti se često može čuti mišljenje da su za nezaposlenost korisnika socijalne pomoći odgovorni niski kapaciteti NZS kao i loše stanje u privredi u pogledu broja raspoloživih radnih mesta. Međutim, trebalo bi imati u vidu da među radno sposobnim korisnicima socijalne pomoći dominiraju pojedinci koji imaju nizak obrazovni nivo i/ili malo radnog iskustva te poslove uglavnom pronalaze na takozvanom sekundarnom sektoru tržišta rada². Na ovom delu tržišta, ponuda rada, u većoj meri od kretanja bruto domaćeg proizvoda, određuje nivo i strukturu zaposlenosti. A ponuda rada, s druge strane, zavisi od raspoloživosti različitih izvora neradnog dohotka, kao što je novčana socijalna pomoć.

¹ <http://www.minrzs.gov.rs/lat/aktuelno/item/1320-uredba-o-merama-socijalne-ukljucenosti-korisnika-novcane-pomoci>

² Sekundarno tržište rada obuhvata zaposlene sa 'fleksibilnim' ugovorima (npr. na određeno vreme ili po ugovoru o delu), većinu zaposlenih u privatnom sektoru, samozaposlene, zaposlene u tradicionalnim uslugama, najvećem delu industrije i poljoprivredi. Recimo, ukoliko neko ima formalni ugovor o radu, ali mu se deo zarade isplaćuje „na crno“ takođe bi bio svrstan u sekundarni segment tržišta. Poslovi na sekundarnom tržištu po pravilu su nesigurni i loše plaćeni. S druge strane, primarni segment tržišta rada obuhvata javni sektor, moderne usluge (poput bankarstva i finansija, informatike i marketinga) i na mali broj velikih privatizovanih preduzeća u stranom vlasništvu. Ovaj segment tržišta se odlikuje sigurnošću zaposlenja, dobrim uslovima rada i natprosečnim zaradama.

² Pomažući članovi domaćinstva su lica koja su pomagala drugom članu porodice u vođenju porodičnog posla ili poljoprivrednog gazdinstva a da za to nisu bila plaćena.

Ako bismo uzeli primer samohranog roditelja sa dvoje dece, neradni dohodak ove porodice (zbir novčane socijalne pomoći, 14.592 dinara, i dva dečija dodatka, 6.742) prema trenutno važećim propisima iznosi 21.334. Ukoliko bi roditelj pronašao posao pri minimalnoj zaradi (od oko 20 hiljada neto), ova porodica bi potpuno izgubila pravo na socijalnu pomoć, dok bi zadržala dečiji dodatak. Ukupni dohodak bi u tom slučaju bio svega 5 hiljada dinara viši u odnosu na dohodak pre pronalaženja posla. U slučaju da roditelj prihvati isti posao ali za npr. četvoro-časovno radno vreme (recimo, zbog obaveza oko dece) ukupni dohodak ove porodice bi čak bio niži nego u slučaju kada su se samo oslanjali na socijalnu pomoć³. Drugim rečima, trenutni dizajn i iznosi socijalne pomoći ne obezbeđuju dovoljne podsticaje ka pronalaženju zaposlenja te bi potencijalne reforme trebalo da idu u tom smeru. Ukoliko bi se radno sposobnim korisnicima socijalne pomoći omogućilo da zadrže deo socijalne pomoći zajedno sa prihodima od rada, to bi povećalo njihovu motivaciju za pronalaženje i prihvatanje posla.

³ Slično važi i za samohrane porodice sa jednim detetom, kao i porodice sa jednim ili dva deteta kada jedan od roditelja uspeva da pronađe posao pri minimalnoj zaradi.

Zarade

Prosečna mesečna bruto zarada realno viša 0,5 % u odnosu na isti kvartal prethodne godine

Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, na međugodišnjem nivou prosečna mesečna bruto zarada u Q3 je nominalno viša za 2,4%, a realno viša za 0,5%. (Tabela T3-4). Prosečna mesečna neto zarada u trećem kvartalu 2014. iznosila je skoro 45 hiljada dinara ili 383 evra.

Tabela T3-4. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2012-2014

	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
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
2014						
Q1	68.015	41.825	588	361	100,5	97,8
Q2	73.147	44.971	633	389	101,4	99,6
Q3	73.167	44.934	623	383	102,4	100,5

Izvor: RZS.

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

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

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

Na međugodišnjem nivou najveći rast zarada u sektoru informisanja i komunikacija

Tabela T3-5. Međugodišnji indeks realnih neto zarada

	Informisanje i komunikacije	Admin. i pomoćne uslužne del.	Građevinarstvo
2013Q1	95,8	94,6	89,7
2013Q2	95,9	85,6	89,2
2013Q3	114,6	88,5	94,5
2013Q4	112,8	104,7	109,7
2014Q1	123,3	89,1	100,8
2014Q2	119,1	112,4	101,0
2014Q3	112,8	109,2	108,2

Izvor: obračun QM

ren rast neto zarada od 5,9%. U ostatku sektora rast ne prelazi 2% (Tabela T3-5).

Međugodišnji indeks realnih neto zarada pokazuje da su zarade ostvarene u Q3 2014. u odnosu na isti period prošle godine porasle u deset od devetnaest sektora. Najveći rast beleže sektor informisanja i komunikacija (12,8%) a to je bio slučaj i u poslednja četiri kvartala. Nakon toga, po veličini, sledi rast zarada u sektoru administrativnih i pomoćnih uslužnih delatnosti³ u iznosu od od 9,2%, što se najverovatnije može objasniti letnjom turističkom sezonom. Slična je situacija i u građevinarstvu gde su zarade porasle 8,2% dok je u ostalim uslužnim delatnostima ostva-

³ Ovaj sektor nije povezan sa javnom administracijom već obuhvata delatnosti iznajmljivanja i lizinga, agencija za zapošljavanje, delatnost privatnog obezbeđenja i sl.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Tekući račun beleži pogoršanje tokom trećeg kvartala, i takav trend će se vrlo verovatno nastaviti i u poslednja tri meseca 2014. godine. Tokom Q3 ostvaren je deficit tekućeg računa od 502 miliona evra (5,9% BDP-a). U odnosu na Q3 2013, ovakav nivo deficita predstavlja znatno povećanje. Međugodišnji rast tekućeg deficita pre svega je posledica rasta spoljnotrgovinskog deficita usled izraženog smanjenja izvoza, uz skoro nepromenjeni nivo uvoza. Osnovna dilema je da li je ovo pogoršanje posledica privremenih faktora (poplave, kratak zastoj u proizvodnji FIAT automobila i dr.) ili je trajniji problem (prezasićenost inostranog tržišta sadašnjim modelom FIAT-a). Pored toga, priliv doznaka je niži u odnosu na isti period prethodne godine. Istovremeno, visok priliv kapitala tokom Q3 (pre svega po osnovu kredita koji je uzela država od Ujedinjenih Arapskih Emirata) bio je dovoljan da pokrije tekući deficit i da dovede do povećanja deviznih rezervi NBS za 509 miliona evra. Tokom oktobra trend opadanja izvoza se nastavlja (mada po nešto nižoj stopi nego u Q3), dok je i uvoz ispod prošlogodišnjeg. Imajući u vidu trenutne trendove, očekujemo da će u 2014. godini tekući deficit iznositi 7% BDP-a. U 2015. godini procenjujemo niži nivo tekućeg deficita – od 5-6% BDP-a, imajući u vidu očekivane efekte mera fiskalne konsolidacije, obnavljanje proizvodnje energetskog sektora, verovatan oporavak zemalja evrozone, kao i povoljan uticaj deprecijacije dinara na spoljnotrgovinske tokove. Ostaje neizvesno da li će u narednoj godini doći do bitnijeg oporavka izvoza, u kojoj meri će planovi fiskalne konsolidacije biti dovoljni da obezbede nizak nivo domaće tražnje i da doprinesu dugoročnoj održivosti javnog i spoljnog duga Srbije, kao i da li će, zajedno sa novim aranžmanom sa MMF-om, doprineti povećanju poverenja investitora. S druge strane, obustava izgradnje Južnog toka, kako je trenutno najavljeno, je višestruko nepovoljna za privredu Srbije.

Povećanje deficita tekućeg računa tokom Q3....

U Q3 2014 ostvaren je deficit tekućeg računa u iznosu od 502 miliona evra (5,9% BDP-a). To predstavlja rast od 1,6 pp u odnosu na isti period 2013. godine. Ovakvo učešće deficita u BDP-u, iako iznad prošlogodišnje vrednosti ostvarene u Q3, na nivou je visine iz prethodnog kvartala, i čak blago ispod vrednosti ostvarene u 2013. godini (6,1%). Očekujemo da će doći do daljeg rasta tekućeg deficita do kraja godine, usled čega će deficit u 2014. dostići oko 7% BDP-a. Tokom Q4 2014 na porast spoljnotrgovinskog, i time tekućeg deficita, mogu uticati pre svega sezonski faktori, zatim povećana potreba za uvozom energenata kao posledica poplave, kao moguć dalji zastoj u proizvodnji i izvozu automobilske industrije. U 2015. godini očekujemo da će tekući deficit iznositi 5-6% BDP-a, imajući u vidu očekivane efekte mera fiskalne konsolidacije, očekivano povećanje proizvodnje energetskog sektora, verovatan oporavak zemalja evrozone i povoljan uticaj deprecijacije dinara na spoljnotrgovinske tokove.

...pre svega usled smanjenja izvoza, uz skoro nepromenjeni nivo uvoza

Robni deficit iznosi 1.075 miliona evra, tj. 12,6% BDP-a. Učešće robnog deficita u BDP-u u Q3 2014 znatno je iznad nivoa iz Q3 2013 - za 4,3 pp, iznad je nivoa iz Q1 i Q2 2014 (za 1,6 pp i 1,1 pp, respektivno), dok je samo blago iznad robnog deficita zabeleženog u 2013. godini (za 0,5 pp). Izvoz iznosi 2.656 miliona evra i čini 31,2% BDP-a. Sa druge strane, uvozeno je robe u vrednosti od 3.731 miliona evra (43,9% BDP-a).

Suficit na računima usluga, neto odliv primarnog dohotka....

Ostvareni suficit u trgovini uslugama iznosi 145 miliona evra, i primetno je iznad prethodnih vrednosti. Prihodi od usluga iznose 1.044 miliona evra, dok su rashodi 899 miliona evra. Neto odliv po osnovu primarnog dohotka je niži u Q3 2014. godine u odnosu na isti period 2013. godine, pre svega usled nešto manjih rashoda po osnovu dohotka. Sekundarni dohodak (neto tekući transferi) iznosi 768 miliona evra (9,0% BDP-a). Ostvareni priliv blago je ispod prošlogodišnjeg. To se pre svega duguje manjem iznosu neto ličnih transfera, pre svega doznaka. U Q3 ostvaren je priliv po osnovu doznaka od 469 miliona evra, što je za 0,8 pp BDP-a ispod priliva iz Q3 prethodne godine.

...i priliv sekundarnog dohotka (tekućih transfera) blago ispod prošlogodišnjeg

Međugodišnje povećanje tekućeg deficita čak 32%

U Q3 2014 zabeleženo je povećanje deficita tekućeg računa u odnosu na Q3 2013. godine za 32%. Porast tekućeg deficita posledica je pre svega rasta deficita spoljnotrgovinske razmene (međugodišnji rast od 44%) – usled izraženog smanjenja izvoza, uz skoro nepromenjeni nivo uvoza. Pored toga, tokom Q3 priliv doznaka je niži u odnosu na isti period prethodne godine.

Ostvareni iznos deficita robne razmene je za 47% viši od deficita iz istog kvartala 2013. godine. Rast robnog deficita posledica je pada izvoza uz gotovo nepromenjen nivo uvoza. Izvoz beleži znatan međugodišnji pad od 11%. Istovremeno rast uvoza je veoma nizak i iznosi 1% međugodišnje. Ovakva kretanja su dovela do smanjenja pokrivenosti uvoza izvozom za 9 pp (sa 80% u Q3 2013 na 71% u Q3 2014).

U narednoj godini očekujemo izostanak bitnijeg rasta uvoza, usled započelih i najavljenih mera fiskalne konsolidacije. Uvoz je u oktobru čak 2,3% opao, posmatrano međugodišnje. Neizvesnost za naredni period je na strani izvoza, tj. zavisice od karaktera trenutnog smanjenja izvoza automobilske industrije (da li je pad proizvodnje i izvoza u fabrici FIAT Srbija privremen, ili su u pitanju neka trajnija ograničenja - kao npr. niska inostrana tražnja za modelom automobila koji se trenutno proizvodi u Srbiji). Povoljan uticaj na spoljnotrgovinske tokove imaće deprecijacija dinara, koja je započeta u julu 2014.

Suficit na finansijskom računuu...

Suficit na finansijskom računuu iznosi 846 miliona evra i pre svega se duguje zabeleženom neto prilivu na računuu ostalih investicija, tj. visokom iznosu neto zaduživanja po osnovu finansijskih kredita - što je prvenstveno posledica uzetog kredita države od Ujedinjenih Arapskih Emirata (UAE).

.... prvenstveno posledica uzetog kredita države od UAE

SDI iznose 334 miliona evra. Od početka godine zabeleženi priliv po ovom osnovu iznosi 1.047 miliona evra. Ukoliko priliv SDI u Q4 bude na nivou proseka prva tri kvartala, u 2014 godini će biti zabeležen ukupan priliv SDI od 1,4 milijarde evra. Očekuje se povoljan uticaj sklopljenog aranžmana sa MMF-om na poverenje investitora. Procenjuje se da će najveći deo SDI u 2014 biti u prerađivačkoj industriji, trgovini i finansijskom sektoru¹. Takođe, EMBI je znatno opao za Srbiju kao rezultat opštih trendova na međunarodnom tržištu, dok njegov relativni rast u odnosu na druge zemlje ukazuje na povećanje specifičnih rizika vezanih za Srbiju. Ipak, ukoliko se ostvare najave o otkazivanju projekta Južni tok, to bi se nepovoljno odrazilo na nivo SDI u narednom periodu. Portfolio investicije su tokom Q3 iznosile 163 miliona evra, i na nivou su vrednosti ulaganja iz prethodnog kvartala.

Na računuu ostalih investicija po prvi put ove godine zabeležen je neto priliv. Ovaj priliv iznosi 350 miliona evra, a pre svega se duguje zaduživanju države. Zaduzivanje po osnovu finansijskih kredita iznosi 459 miliona evra. NBS se razdužila za dodatnih 100 miliona evra, od čega je pretežno plaćanje NBS po osnovu duga prema MMF-u. Država se zaduzila dodatnih 674 miliona evra u neto iznosu, gde najveći deo čini kredit odobren od UAE za potrebe budžeta Republike Srbije. Finansijske institucije su nastavile da se razdužuju prema inostranstvu, i u Q3 neto zaduzivanje ovih institucija iznosi 183 miliona evra. Privreda se blago zaduzila u iznosu od 68 miliona evra, neto. Tokom Q3 ostvaren je neto priliv trgovinskih kredita od 137 miliona evra. Priliv na računuu gotovog novca i depozita iznosi 246 miliona evra.

Povećanja deviznih rezervi NBS

Visok priliv kapitala (pre svega po osnovu kredita koji je uzela država) u Q3 2014. godine bio je dovoljan da pokrije tekući deficit i da dovede do povećanja deviznih rezervi NBS za 509 miliona evra.

¹ Izvor: NBS.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2012	2013	2013			2014		
			Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
	u milionima evra							
TEKUĆI RAČUN	-3.639	-2.107	-668	-387	-381	-503	-495	-502
Roba	-5.634	-4.152	-1.190	-1.045	-732	-874	-990	-1.075
Izvoz robe	8.394	10.540	2.151	2.578	2.979	2.510	2.769	2.656
Uvoz robe	14.028	14.693	3.341	3.623	3.712	3.384	3.759	3.731
Usluge	139	319	30	75	86	68	72	145
Prihodi	3.104	3.423	698	826	948	793	887	1.044
Rashodi	2.965	3.103	668	751	861	725	815	899
Primarni dohodak	-1.091	-1.428	-189	-297	-532	-320	-418	-340
Prihodi	657	617	113	168	164	122	176	151
Rashodi	1.748	2.045	302	465	695	442	595	492
Sekundarni dohodak	2.947	3.153	681	879	797	623	842	768
Prihodi	3.286	3.523	768	968	895	708	933	876
Rashodi	339	369	87	89	98	85	91	108
Lični transferi, neto ¹⁾	2.459	2.701	581	772	684	510	695	618
od čega: Doznake radnika	1.934	2.160	457	630	554	378	547	469
KAPITALNI RAČUN- neto	-11	13	-1	10	4	2	-1	3
FINANSIJSKI RAČUN	-3.486	-1.917	-612	-356	-277	-496	-372	-337
Direktne investicije- neto	-669	-1.229	-171	-264	-446	-316	-397	-334
Portfolio investicije	-1.722	-1.916	-1.404	348	122	4	-150	-163
Finansijski derivati	2	-1	2	-2	1	0	-3	1
Ostale investicije	41	532	101	446	210	616	548	-350
Ostali vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0
Gotov novac i depoziti	156	-228	-203	165	188	121	141	246
Krediti	574	1.185	375	295	67	374	388	-459
Centralna banka	219	657	150	148	179	189	186	100
Depozitne institucije osim centralne banke	377	682	286	67	155	214	89	183
Država	-467	-449	-150	-43	-278	29	30	-674
Ostali sektori	444	296	89	124	12	-58	82	-68
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	3	0	1	0	-2	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	-692	-426	-72	-14	-43	121	19	-137
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0
Devizne rezerve	-1.137	697	859	-886	-164	-800	-370	509
GREŠKE I PROPUSTI- neto	164	177	57	21	99	5	123	162
PRO MEMORIA	u % BDP-a							
Bilans tekućih transakcija	-11,5	-6,1	-8,3	-4,4	-4,3	-6,3	-5,8	-5,9
Bilans robne razmene	-17,8	-12,1	-14,9	-11,9	-8,3	-11,0	-11,5	-12,6
Izvoz robe	26,6	30,8	26,9	29,4	33,8	31,6	32,3	31,2
Uvoz robe	44,4	42,9	41,7	41,3	42,1	42,6	43,8	43,9
Bilans robe i usluga	-17,4	-11,2	-14,5	-11,0	-7,3	-10,1	-10,7	-10,9
Lični transferi - neto	7,8	7,9	7,3	8,8	7,8	6,4	8,1	7,3
BDP u evrima ²⁾	31.592	34.268	8.010	8.779	8.821	7.946	8.580	8.505

Napomena: Platni bilans Republike Srbije je usklađen sa međunarodnim smernicama sadržanim u Priručniku za izradu platnog bilansa br. 6 MMF-a (BPM6). Izvor: NBS

1) Lični transferi predstavljaju tekuće transfere između rezidentnih i nerezidentnih domaćinstava.

Izvoz

Tabela T4-2. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2012–2014

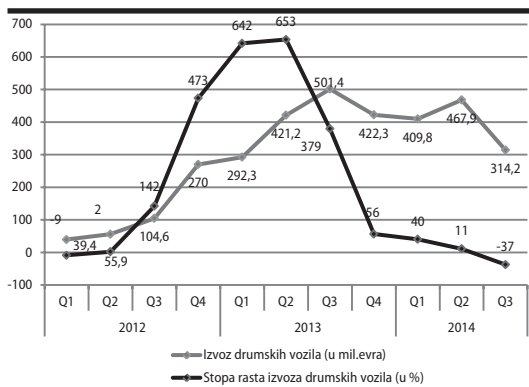
	Učešće u ukupnom izvozu u 2013 u %	2012	2013	2013			2014			2013			2014		
				Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
Ukupno	100,0	8.739	11.003	2.236	2.699	3.110	2.632	2.873	2.771	20,1	18,2	37,9	17,7	6,4	-10,9
Ukupno bez drum. vozila	85,1	8.269	9.366	1.943	2.277	2.608	2.223	2.405	2.457	6,6	2,2	21,3	14,4	5,6	-5,8
Energija	4,7	303	519	94	130	145	98	129	102	47,0	52,3	124,8	4,8	-1,2	-29,4
Intermedijarni proizvodi	33,1	3.126	3.638	798	937	1.002	911	949	942	8,0	6,7	23,3	14,2	1,4	-6,0
Kapitalni proizvodi	27,1	1.667	2.980	570	758	859	720	812	643	112,8	107,3	109,4	26,3	7,1	-25,1
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	12,2	1.197	1.342	278	336	358	310	344	329	21,5	8,7	17,0	11,6	2,2	-8,1
Trajni proizvodi za široku potrošnju	4,8	395	523	99	136	142	122	147	150	26,9	35,7	33,6	22,9	8,0	5,8
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	21,9	2.224	2.410	501	560	675	564	617	717	4,9	3,1	12,8	12,4	10,3	6,2
Ostalo	8,5	1.025	933	173	179	287	218	219	217	-26,2	-42,5	9,0	25,7	22,2	-24,6

Izvor: RZS

Izvoz beleži znatan međugodišnji pad od 10,9%... koji se u najvećoj meri (55,2%) duguje padu izvoza automobila i energenata

U Q3 izvoz iznosi 2.771 miliona evra. Ova vrednost izvoza je znatno ispod nivoa iz Q3 2013 godine – za 10,9%. Nakon izuzetno brzog rasta po stopi od 26,0% međugodišnje u 2013, izvoz od početka 2014. godine počinje da usporava rast, tako da je u Q1 rastao po stopi od 17,1%, da bi u Q2 rast bio samo 6,4% međugodišnje. Međugodišnji pad od izvoza zabeležen u Q3 nastavlja se i u oktobru, ali po nešto nižoj stopi (-6,6%).

Grafikon T4-3. Izvoz drumskih vozila



Izvor: RSZ, QM

Međugodišnje smanjenje izvezenih vrednosti tokom Q3 pre svega se duguje padu izvoza automobilske industrije, što se u Tabeli T4-2 može uočiti i kao znatan pad izvoza kapitalnih proizvoda (međugodišnji pad od 25,1%). U 2013. godini Srbija je izvezla 159.250 putničkih vozila, od čega je 65% izvezeno u Italiju, petina u SAD, 5% u Nemačku, 2% u Poljsku, 1% u Crnu Goru i oko 6% u ostale zemlje. U Q3 2014, doprinos smanjenja izvoza drumskih vozila smanjenju ukupnog izvoza iznosi 55,2%. Izvoz drumskih vozila je, nakon nivoa koji se od Q2 2013 kretao oko 400-500 miliona evra (najviši nivo je upravo dostigao u Q3 2013 od 501,4 miliona evra), da bi u Q3 2014 zabeležio pad na 314 miliona evra, tj. za skoro 40% u poređenju sa Q3 2013 (Grafikon T4-3). Mesečne vrednosti izvoza drumskih proizvoda ukazuju da se međugodišnji pad prvi put beleži u junu 2014 (stopa pada: -9,4%), povećava u julu (-28,7%), dostiže maksimum u avgustu (-67,4%), ponovo smanjuje u septembru (-27,3%) i daje nastavlja i čak blago povećava u oktobru (-34,1%). Ovaj tend opadanja izvoza drumskih vozila je vrlo zabrinjavajući, imajući u vidu da smanjenje izvoza koje traje skoro pola godine može da sugerise da su u pitanju neki ozbiljniji problemi sa kojima se fabrika FIAT automobili trenutno suočava (zasićenost tržišta sadašnjim modelom koji se proizvodi u Kragujevcu, odnosno potreba za plasiranjem novih modela), a ne samo privremeni zastoji u proizvodnji.

Pad izvoza po isključenju drumskih vozila 5,8%...

Ipak, izvoz i po isključenju drumskih vozila beleži pad od 5,8% međugodišnje. Velikim delom na to je uticao visok pad izvoza energije, koji je za skoro trećinu ispod prošlogodišnje vrednosti (Tabela T4-2). Poplave su se odrazile na smanjenje proizvodnje i izvoza električne energije tokom Q3 (Tabela T4-4). Delom, smanjenje izvoza energije je posledica i pada cena energije na svetskom tržištu, koje su u Q3 za 6,3% ispod prošlogodišnjih cena u istom kvartalu. Ipak, po isključenju uticaja cena, pad vrednosti izvoza energije se duguje manjim izvezenim količinama (za oko četvrtinu je izvezeno manje nego u istom kvartalu prethodne godine). I cene metala u dolarima su ispod prošlogodišnjih za oko 12% (gde je najveći pad svetskih cena u dolarima zabeležen kod gvožđa - za skoro 50% su niže cene u novembru 2014 u odnosu na istim mesec u 2013 godini). Sa druge strane, uprkos padu svetske cene, izvoz Nafta je porastao za 17,7% međugodišnje (Tabela T4-4).

...posledica poplava...

...i pada svetskih cena energije i poljoprivrednih proizvoda

4. Platni bilans i spoljna trgovina

U Tabeli T4-4 date su vrednosti izvoza izabranih proizvoda koji imaju značajnije učešće u ukupnom izvozu. Izvoz prehrambenih proizvoda u Q3 2014 je 4,6% iznad vrednosti iz Q3 prethodne godine. U istom periodu je došlo do znatnog pada vrednosti izvoza poljoprivrednih proizvoda. Naime, izvoz proizvoda svrstanih u grupu Poljoprivredni proizvodi, lov i uslužne delatnosti u Q3 je za 30,6% ispod prošlogodišnjeg. S jedne strane došlo do smanjenja svetskih cena pojedinih poljoprivrednih proizvoda. Npr. cene žitarica u dolarima su niže za 13% od prošlogodišnjih. Stoga, visok međugodišnji pad izvoza žitarica i proizvoda od žitarica od 33,0% koji je zabeležen u Q3, delom je posledica poplava, a delom i cenovne komponente. Prema podacima RZS ovogodišnji rod pšenice iznosi 2,164 miliona tona, i za oko 19,4% je ispod prošlogodišnje proizvodnje usled nepovoljnih vremenskih prilika². Dodatno, dobar rod pšenice u drugim zemljama uticao je da na to da se ne dođe do velikog broja dogovorenog izvoza unapred, što je dovelo do smanjenog količinskog izvoza tokom Q3 2014, posmatrano međugodišnje³. Sa druge strane izvoz kukuruza je znatno porastao, posmatrano međugodišnje, usled niske prošlogodišnje baze⁴. Iako se najavljivalo da će se poplave odraziti na rod voća i povrća, izvoz ovih proizvoda u Q3 2014 je za 3,9% iznad vrednosti iz Q3 2013. Moguće da će se veće posledice videti u narednom periodu.

Tabela T4-4. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, Q3 2013-Q3 2014

	Učešće u ukupnom izvozu u periodu jan-sep 2014	2013	2014	2014
		Q3	Q3	Q3
	u %	u mil. EUR		%
Ukupan izvoz	100,0			
Prehrambeni proizvodi	11,4	345	361	4,6
Poljoprivredni proizvodi, lov i uslužne delatnosti	5,9	225	156	-30,6
Povrće i voće	4,9	166	172	3,9
Žitarice i proizvodi	4,7	161	108	-33,0
Obojeni metali	4,2	127	116	-8,1
Gvožđe i čelik	3,1	98	89	-9,8
Nafta, naftni derivati i srodni proizvodi	3,0	76	89	17,7
Električna energija	0,7	68	4	-93,8
Gas, prirodni i industrijski	0,3	6	9	41,9

Izvor: RZS

U Tabeli T4-2 evidentno je smanjenje izvoza svih pojedinačnih komponenti osim dobara za široku potrošnju. Međugodišnji rast izvoza trajnih i netrajnih proizvoda za široku potrošnju je iznosio 5,8%, odnosno 6,2%. Vrednost ostalog izvoza u Q3 2014 za 25% niža od vrednosti iz Q3 2013.

Na rast izvoza u 2015. godine povoljno će uticati odložen efekat deprecijacije dinara i verovatan privredni oporavak zemalja EU.

Uvoz

Pad uvoza u Q3 0,3% međugodišnje

Ukupan uvoz u Q3 2014 iznosi 3,9 milijardi evra i prema podacima RZS za 0,3% je ispod vrednosti iz istog kvartala prethodne godine (Tabela T4-5).

Pad zabeležen kod svih komponenti osim kod proizvoda svrstanih u grupu Ostalo

Pad uvoza je zabeležen kod svih komponenti osim kod proizvoda svrstanih u grupu Ostalo, koji beleže znatan porast od 72,7% međugodišnje. Najveći pad vrednosti uvoza ostvaren je kod Kapitalnih proizvoda (18,6% međugodišnje) usled smanjenja proizvodnje automobilske industrije, i time manjeg uvoza komponenti. Takođe, niske privredne investicije i izostanak znatnijih ulaganja u povećanje proizvodnih kapaciteta se odražavaju na nizak uvoz kapitalnih

² http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/01/43/06/PO13_174_srb_2014.pdf

³ Izveštaj o inflaciji, NBS, str. 31.

⁴ Izveštaj o inflaciji, NBS, str. 31.

proizvoda. Pad privredne aktivnosti, pre svega industrijske proizvodnje odražava se na smanjenje uvoza Intermedijarnih dobara, usled smanjene potrebe za uvozom komponenata za proizvodnju. I uvoz gasa je povećan za 15,5%, verovatno za stvaranje zaliha za predstojeću zimsku sezonu. Niska domaća tražnja odražava se na nizak uvoz proizvoda za široku potrošnju, usled najavljenih mera fiskalne konsolidacije.

Rast uvoza energije po isključenju efekta pada svetskih cena

Iako je tokom Q3 2014 ostvaren međugodišnji pad vrednosti uvoza energenata (Tabela T4-5), on se duguje smanjenju cena energije na svetskom tržištu. Naime, cene energije u Q3 su niže za 6,3% u odnosu na cene iz Q3 2013. Po isključenju efekta smanjenje cena, dobijamo da je količina uvezene energije za 5,9% iznad prošlogodišnje. Ovaj porast uvoza energije posledica je činjenice da su pojedina domaća postrojenja oštećena nakon majskih poplava. Tako je uvoz električne energije povećan za 81,7% međugodišnje.

Prema podacima RZS-a, u oktobru dolazi do smanjenja uvoza za 2,3%. Svi faktori govore u prilog tome da u Q4 2014. i u 2015. godini neće doći do bitnijeg promene u dosadašnjem nivou/trendu, jer će na smanjenje uvoza uticati niska domaća tražnja kao efekat konsolidacije, oporavak proizvodnje električne energije sa obnovom kapaciteta oštećenih majskim poplavama, ukoliko se zadrži nivo/nastavi pad cene energenata i deprecijacija dinara koja je počela u drugoj polovini 2014, a koja je skorije intenzivirana.

Tabela T4-5. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2012-2014

	Učešće u uvozu 2013	2012	2013	2013			2014			2013			2014		
				Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
	u %			u milionima evra						u %					
Ukupno	100,0	14.717	15.449	3.509	3.820	3.904	3.543	3.912	3.893	-0,4	3,1	9,9	1,0	2,4	-0,3
Energija	15,0	2.570	2.316	532	476	563	491	484	558	-34,9	-13,9	5,1	-7,6	1,5	-0,8
Intermedijarni proizvodi	33,0	5.132	5.104	1.164	1.310	1.357	1.145	1.255	1.257	0,6	-5,2	4,3	-1,6	-4,2	-7,3
Kapitalni proizvodi	24,3	2.996	3.748	799	975	967	790	958	787	25,4	31,2	33,2	-1,0	-1,8	-18,6
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,1	323	317	77	80	76	69	73	74	-0,1	-3,4	-5,6	-10,7	-9,0	-2,2
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,5	2.175	2.247	510	554	573	494	552	579	7,4	7,1	4,0	-3,2	-0,4	1,0
Ostalo	11,1	1.520	1.717	428	425	369	554	592	638	18,6	0,0	2,4	29,4	39,3	72,7
Uvoz bez energije	85,0	12.147	13.133	2.978	3.344	3.342	3.052	3.429	3.335	10,0	6,1	10,7	2,5	2,5	-0,2

Izvor: RZS

Spoljni dug

Spoljni dug 26.361, tj. 78% BDP-a...

...posledica zaduživanja javnog sektora

Spoljni dug javnog sektora na kraju Q3 čini više od polovine ukupnog spoljnog duga

Spoljni dug na kraju septembra 2014. iznosi 26.361 miliona evra (78% BDP-a, Tabela T4-6). Spoljni dug je za 1,05 milijarde evra viši od zabeleženog iznosa tri meseca ranije. To se duguje isključivo zaduživanju javnog sektora, dok se privatni sektor blago razdužio. Ipak, treba imati u vidu da bi učešće spoljnog duga (i njegovih komponenti) u BDP-u bilo veće da nije došlo do promene vrednosti BDP-a navise usled promene metodologije RZS-a. Spoljni dug se prema metodologiji NBS obračunava po principu „dospelog duga“. Podaci od 2013. godine su preliminarni i ažuriraju se tromesečno. Spoljni dug obuhvata glavnice i iznos dospеле obračunate kamate koja nije plaćena⁵.

Trendovi iz prethodnih kvartala se nastavljaju - država i dalje povećava nivo svog spoljnog duga, dok ga privreda postepeno smanjuje. Tako spoljni dug javnog sektora na kraju septembra čini 53% ukupnog iznosa inostranog duga. Tokom Q3 država se zadužila za dodatnih 1,08 milijardi evra. To je prvenstveno posledica uzetog kredita od UAE za potrebe obezbeđenja sredstava državnog budžeta. Pored toga delom porast duga javnog sektora nastao je usled povlačenja tranši nekoliko kredita uzetih od: Razvojne banke Saveta Evrope, EIB-a i EBRD-a⁶.

Sa druge strane privreda postepeno smanjuje nivo svog spoljnog duga (Tabela T4-6). Po osnovu dugoročnog duga banke su se razdužile prema inostranstvu za 150 miliona evra, dok su se preduzeća dodatno zadužila u gotovo identičnom iznosu (147 miliona evra). Nivo kratkoročnog duga se dodatno smanjio u poređenju s prethodnim kvartalnim nivoom.

⁵ <http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/80/mo/II-EOI-SD.pdf>

⁶ Izveštaj o Inflaciji, NBS.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

**Za održivost
spoljnog duga
ključne investicije i
čvrsto sprovođenje
fiskalne
konsolidacije**

Negativan doprinos na nivo duga može imati najava odustajanja od Južnog toka. Ukoliko bi ovo odustajanje bilo i definitivno to bi moglo imati višestruke negativne posledice na nivo investicija, proizvodnje i zaposlenosti. U narednom periodu na porast investicija i održivost javnog i spoljnog duga Srbije povoljan uticaj se očekuje od novog aranžmana sa MMF-om, kao i od fiskalne konsolidacije.

Tabela T4-6. Srbija: struktura spoljnog duga, 2011–2014

	2011	2012	2013				2014		
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
	stanja, u milionima evra, kraj perioda								
Ukupan spoljni dug	24.123	25.645	26.593	25.889	25.632	25.764	25.650	25.310	26.361
(U% BDP-a) ⁴⁾	72,0	81,2	82,3	78,2	75,3	75,2	75,0	74,4	78,2
Javni spoljni dug ¹⁾	10.800	12.185	13.478	12.892	12.790	13.166	12.969	12.796	13.876
(U% BDP-a) ⁴⁾	32,2	38,6	41,7	38,9	37,6	38,4	37,9	37,6	41,2
Dugoročni	10.800	12.185	13.478	12.892	12.790	13.166	12.969	12.796	13.876
od čega MMF	1.618	1.389	1.245	1.079	890	697	515	333	247
specijalna prava vučenja	459	452	454	447	441	434	436	439	455
Kratkoročni	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug ²⁾	13.323	13.460	13.115	12.997	12.843	12.598	12.681	12.514	12.485
(U% BDP-a) ⁴⁾	39,8	42,6	40,6	39,2	37,7	36,8	37,1	36,8	37,1
Dugoročni	12.722	13.005	12.783	12.711	12.683	12.401	12.540	12.359	12.356
od čega banke	3.869	3.722	3.535	3.503	3.457	3.231	3.038	2.935	2.785
od čega privreda	8.854	9.283	9.247	9.207	9.225	9.168	9.501	9.422	9.569
od čega ostali			1	1	1	1	2	2	2
Kratkoročni	601	455	332	286	160	197	141	155	129
od čega banke	582	428	303	261	135	171	115	128	89
od čega privreda	19	27	29	24	25	26	26	27	40
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	36,0	46,6	45,7	45,9	44,6	42,5	44,5	44,7	46,0

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 (859,6 mln evra, od čega se 382,0 mln evra odnosi na domaće banke, a 477,6 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

Tokom Q3 i u oktobru, inflacija se kretala ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju oktobra je iznosila 1,8%. Niska domaća tražnja i smanjeni troškovi u proizvodnji hrane su najznačajniji faktori koji utiču na održavanje inflacije na izuzetno niskom nivou u odnosu na uobičajene vrednosti u Srbiji. Od početka Q3 pa do kraja oktobra noseća inflacija (merena IPC-om bez hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe je izrazito niska i nalazi se ispod donje granice cilja NBS, najvećim delom usled niske agregatne tražnje i niske uvozne inflacije. Slaba deflacija je zabeležena tokom tri od četiri prethodna meseca (jul, avgust, oktobar), dok je jedino u septembru inflacija bila pozitivna i na relativno visokom nivou, najvećim delom usled sezonskog rasta cena hrane (uglavnom voća i povrća). U narednoj godini fiskalna politika i makroekonomski trendovi će delovati deflatorno – plate i penzije će opadati, dok će privreda biti u recesiji. Ukoliko NBS ne dozvoli deprecijaciju dinara inflacija će do sredine 2015. godine ostati ispod donje granice koridora. Tokom Q3 dinar je nominalno oslabio za oko 2,6%, a do umerene depresijacije došlo je i u oktobru i novembru (dodatno slabljenje dinara od oko 1,4%). Depresijacijski pritisci su pod uticajem globalnih faktora (neizvesnost na međunarodnom finansijskom tržištu, reakcije FED-a i ECB), kao i specifičnih faktora vezanih za Srbiju (pogoršanja spoljnog bilansa, visok fiskalni deficit, visok i rastući javni dug, kao i nizak kreditni rejting zemlje). Realna depresijacija od oko 2,2% u Q3 i 0,7% u oktobru (ukupno 1,9% od početka godine), kao i očekivani nastavak realne depresijacije u novembru mogla bi da deluje na poboljšanje konkurentnosti privrede uz prihvatljiv rast troškova servisiranja kredita i troškove na strani inflacije. Umerena inflacija čak je i poželjna, kako bi se ublažila recesija i efikasnije sprovele mere fiskalne konsolidacije.

Cene

Inflacija se tokom celog Q3 i u oktobru kreće ispod donje granice cilja NBS

Međugodišnja inflacija se i tokom trećeg kvartala kretala ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja, a sa takvim kretanjem je nastavila i u oktobru (Tabela T5-1). Ispod donje granice nalazi se i noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkohola, duvana i energenata), što je posledica pada domaća tražnje i recesije. Zbog snažne recesije i pada domaća tražnje uticaj deprecijacije dinara na inflaciju je smanjen. Smanjeni troškovi u proizvodnji hrane usled dobre poljoprivredne sezone na svetskom i domaćem tržištu, niski pritisci po osnovu uvoznih cena, kao i izostanak ublažavanja restriktivnosti monetarne politike (referentna kamatna stopa se tokom Q3 i u oktobru zadržala na relativno visokih 8,5%) takođe imaju značajno dezinflatorno dejstvo. Rast cena u Q3 bio je niži od očekivanog i iznosio je samo 0,4%, najvećim delom zbog izostanka korekcije regulisanih cena – povećanja cene električne energije, zbog pada svetske cene nafte i posledično samo neznatnog rasta cene naftnih derivata (zbog slabljenja dinara prema dolaru), kao i zbog gotovo neutralnog kretanja cena hrane – rasta cena voća i pada cena povrća u Q3. Oktobar je obeležila slaba deflacija od oko -0,2%, najvećim delom zbog pada cena neperadaćene hrane – voća i svežeg mesa. Niskoj inflaciji, pored faktora sa dugotrajnim uticajem (poput niske agregatne tražnje) doprineli su jednokratni faktori – nizak rast regulisanih cena (zbog korekcija cena električne energije koje su, iako su bile planirane, izostale i neće se sprovesti do kraja tekuće godine), nizak rast cena primarnih proizvoda u zemlji i na svetskom tržištu. Faktori sa dugotrajnim uticajem u narednom periodu imaće dodatno pojačano dezinflatorno dejstvo, usled smanjenja plata u javnom sektoru i penzija, kao i drugih mera fiskalne konsolidacije. Pad troškova u proizvodnji hrane bio je iznad očekivanja NBS, što se pored prethodno navedenih, ističe kao glavni razlog neuspeha da se inflacija u Q3 vrati unutar granica ciljanog koridora.¹ Međutim, centralna banka ne bi trebalo da samo pasivno posmatra ostvarenja svojih projekcija, već bi trebalo da sprovodi mere kojima bi se inflacija vratila u okvire cilja. Pored izrazito niske ukupne inflacije, i noseća inflacija se takođe nalazi na rekordno niskom nivou – najnižem od kada se inflacija meri indeksom potrošačkih cena (Grafikon T5-2).

¹ Izveštaj o inflaciji NBS, novembar 2014.

NBS smanjila referentnu stopu tek u novembru

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
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
jan	179,5	3,1	1,5	1,5	4,4
feb	179,7	2,6	1,6	0,1	7,5
mar	179,1	2,3	1,2	-0,3	5,1
apr	180,1	2,0	1,8	0,6	1,4
maj	180,2	2,1	1,9	0,1	1,1
jun	180,4	1,2	2,0	0,1	2,9
jul	180,2	2,0	1,9	-0,1	0,2
avg	179,9	1,5	1,7	-0,2	-0,7
sep	181,2	2,1	2,4	0,7	1,6
okt	180,8	1,8	2,2	-0,2	1,3

* 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 podignut na godišnji nivo).
Izvor: RZS.

kretanje inflacije u uslovima niske i opadajuće agregatne tražnje, ali bi predstavljalo adekvatan odgovor centralne banke na ulazak privrede u recesiju. Smanjenje penzija i plata u javnom sektoru u narednom periodu doprineće dodatnom smanjenju domaće tražnje i posledičnom rastu dezinflatornih pritisaka, dok bi sprovođenje mera fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi istovremeno trebalo da umanja rizike u privredi Srbije, čime bi se stvorio prostor za dodatnu relaksaciju monetarne politike.

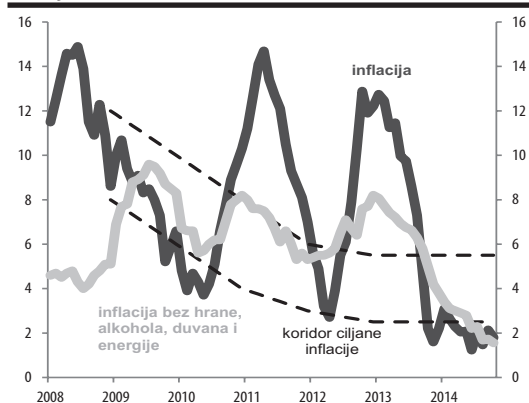
Restriktivnija monetarna politika FED-a i ublažavanje monetarne politike ECB

U Q3 je nastavljeno smanjenje ekspanzivnosti monetarne politike FED-a, tako da se smanjivanje obima programa kvantitativnih olakšica završilo u skladu sa planiranom dinamikom. Međutim, neizvesno je kada će tačno biti započeto povećanje osnovne kamate FED-a i u kojoj meri će ona biti povećana. Ove neizvesnosti u vezi sa sprovođenjem monetarne politike u SAD-u doprinele su pojavi umerenih potresa na finansijskim tržištima u zemljama sa tržištima u nastajanju, pa tako i u Srbiji (pogledati deo teksta o deviznom kursu). Nasuprot merama FED-a, ECB je dodatno ublažila monetarnu politiku zbog postojanja snažnih deflatornih pritisaka u zoni evra. Pad globalne ekonomske aktivnosti ispod prognoziranih vrednosti u Q2 i Q3 smanjuje izgled globalnog ekonomskog rasta u 2014. i 2015. godini. Posledica toga je i pad svetske cene nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda.³

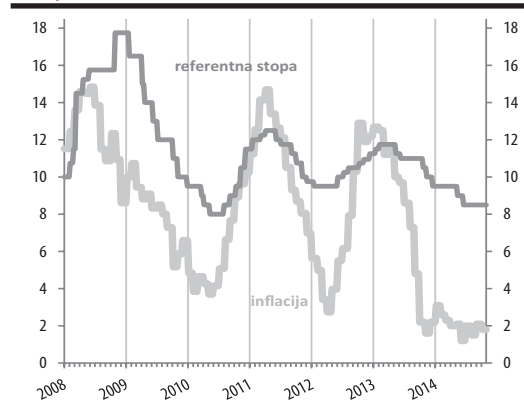
Izvršni odbor Narodne banke Srbije nije menjao referentnu kamatnu stopu sve do sredine novembra, kada je smanjena za 50 baznih poena i od kada iznosi 8,0%. Iako mere NBS nisu najbolje sinhronizovane sa kretanjem inflacije, opreznost u vođenju monetarne politike, uprkos jakom dezinflatornom dejstvu niske agregatne tražnje i ulasku u recesiju, može se delimično opravdati domaćim rizicima² – postojanjem strukturnih neravnoteža u privredi Srbije (visok fiskalni i spoljnotrgovinski deficit, visok nivo NPL-ova u privredi) i rizicima u vezi sa neizvesnostima u međunarodnom okruženju (geopolitičke tenzije u vezi sa krizom u Ukrajini, spor oporavak privrede zemalja zone evra i smanjenje ekspanzivnosti monetarne politike FED-a). Moguće je da ni veće popuštanje monetarne politike ne bi imalo značajniji efekat na

² Kvartalni monitor br. 35 i 36.

³ Izveštaj o inflaciji NBS, novembar 2014.

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

Niska inflacija u Q3 i deflacija u oktobru 2014.

Rast potrošačkih cena u Q3 i oktobru iznosio je 0,2% (pojedinačno: 0,4% u Q3 i -0,2% u oktobru). Budući da je, suprotno očekivanjima, izostao sezonski uobičajen veći pad cena voća i povrća, cene hrane i bezalkoholnih pića su porasle u Q3, a to je poguralo i ukupnu inflaciju. Iako je uobičajeno da cene voća i povrća padnu u Q3, ove godine je voće poskupelo za oko 17% (najvećim delom zbog nestašice citrusa u Evropi), mada je zatim, u oktobru, voće pojeftinilo za oko 12%. Cene povrća su u oktobru bile niže za oko 8% u poređenju sa cenama od juna. Rast cena svežeg mesa je sezonski očekivan i nešto je viši i zbog rasta cena na svetskom tržištu i domaćih proizvođačkih cena. Najveći pozitivan doprinos inflaciji u Q2 i oktobru dao je, pored rasta cena voća (rast od 3%, doprinos od 0,08pp) rast cena mleka i mlečnih proizvoda (rast od 2,3%, doprinos 0,11pp), rast cena čvrstih goriva (rast od 4,7%, doprinos 0,13pp) rast cena osiguranja vozila (rast od 26%, doprinos 0,16pp) i usluga transporta (rast od 1,6%, doprinos 0,19pp). Najveći negativan doprinos inflaciji u Q2 i oktobru dali su pad cena povrća (pad od 8,4%, doprinos -0,42pp), pad cena u fiksnoj telefoniji (pad od 6,1%, doprinos -0,14pp) i pad cena odeće i obuće (pad od 1,5%, doprinos -0,07pp) (videti Tabelu T5-4). Septembarski rast cena hrane i bezalkoholnih pića bio je naročito izražen, kada je prvi put nakon godinu dana zabeležen pozitivan doprinos ukupnoj inflaciji od oko 0,8pp. Cene industrijskih proizvoda bez hrane i energenata su u Q3 smanjene usled

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

	učesće u IPC (u%)	porast cena u Q3 2014.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u oktobru 2014.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,4	0,4	-0,2	-0,2
Hrana i bezalkoholna pića	34,5	0,4	0,1	-1,4	-0,5
Hrana	30,9	0,4	0,1	-1,6	-0,5
Alkoholna pića i duvan	7,8	-0,5	0,0	-0,1	0,0
Duvan	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,6	-1,8	-0,1	0,4	0,0
Stanovanje, voda struja	13,0	0,8	0,1	1,0	0,1
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,1	-1,2	0,0	-0,5	0,0
Zdravstvo	6,4	-0,4	0,0	0,6	0,0
Transport	12,3	1,4	0,2	0,1	0,0
Goriva i maziva	5,1	1,8	0,1	-0,3	0,0
Komunikacije	5,0	-1,3	-0,1	-0,4	0,0
Ostalo	12,2		0,2		0,2

Izvor: RZS i proračun QM-a

niske agregatne tražnje. Pojeftinili su odeća i obuća, dok su putnički automobili poskupeli (većim delom zbog depresijacije kursa dinara, budući da se ove cene po pravilu iskazuju u evrima). Rast minimalne akcize za duvanske proizvode nije se odrazio na poskupljenje cigareta (u uslovima pada prometa ovih proizvoda, teret se u potpunosti preneo na proizvođače). Rast cena energije u najvećoj meri je usled poskupljenja naftnih derivata. Iako je svetska cena nafte smanjena, zbog slabljenja dinara u odnosu na dolar (cena nafte je iskazana u dolarima), cene naft-

5. Cene i devizni kurs

nih derivata porasle su za 1,4% (cene u oktobru u poređenju sa cenama u junu). Zbog pada cena nafte i hrane na svetskom tržištu, uvozne cene izražene u dinarima su u Q3 usporile kvartalni rast na 0,6%.⁴ Mogućnost bescarinskog uvoza većine poljoprivrednih proizvoda iz EU od ove godine umanjuje pritiske na rast cena hrane u uslovima smanjene ponude na domaćem tržištu. Pad uvozne inflacije ublažila je depresijacija dinara u navedenom periodu. Rast uvoznih cena na međugodišnjem nivou iznosio je 0,7% na kraju Q3, što je umanjilo inflatorne pritiske na domaćem tržištu.

Ukupna i noseća inflacija su na niskom nivou

Tokom Q3 i u oktobru, noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) nalazi se na stabilno niskom nivou, kao i tokom prethodna dva kvartala. Njen neznatan rast zabeležen je u julu 2014. godine, kada je 3m prosek iznosio 1,2%, odnosno 4,9% anualizovano (Grafikon T5-5). Međutim, kako je ovaj skok bio izazvan promenama cena jednokratnog karaktera (povećanje cena osiguranja i usluga iz grupe rekreacija i kultura), čiji je efekat iščezao, noseća inflacija se brzo vratila u ovogodišnje stabilno niske okvire i u oktobru 3m prosek iznosi -0,1%, odnosno -0,4% anualizovano. Pad noseće inflacije u avgustu u najvećoj meri je posledica pojeftinjenja usluga fiksne telefonije (jednokratni efekat), a u septembru je posledica sezonski očekivanog pada cena turističkih aranžmana na kraju letnje turističke sezone. Ukupna inflacija je u septembru blago porasla najvećim delom usled rasta cena hrane, kada je anualizovani 3m prosek porastao na 1,6%, sa avgustovskih -0,7%, dok u oktobru iznosi 1,3%. Regulisane cene su zabeležile pad u Q3 (na kvartalnom nivou je to prvi put od kada se inflacija meri promenama IPC-a) – pretežno zbog pada cena telefonskih usluga, kao i zbog pada cena lekova i ukidanja televizijske pretplate. Najveći deo smanjenja je jednokratnog karaktera. Takođe, izostanak korekcije, tj. rasta cena električne energije uticao je na ovaj pad, ali je izvesno da će do ove korekcije doći u narednom periodu (najverovatnije tek nakon završetka grejne sezone 2014/2015.) Preporuka NBS je da se korekcija regulisanih cena odvija po unapred planiranoj dinamici i u planiranom iznosu, što bi svakako doprinelo izvesnijem prognoziranju inflacije i adekvatnijim odgovorima NBS na njeno kretanje. Međugodišnji rast regulisanih cena je u Q3 iznosio 3,5% (od toga 2,6% od početka godine).

Očekuje se kretanje inflacije ispod donje granice koridora u Q4 i početkom 2015. godine

U Q4 će se međugodišnja inflacija najverovatnije kretati ispod granica cilja NBS. Budući da će niska agregatna tražnja ostati glavni dezinflatorni faktor u dužem periodu, povratak međugodišnje inflacije u granice cilja ne očekuje se ni u Q4 (moguć je privremeni ulazak u granice koridora u novembru) niti tokom prvog kvartala, već tek u drugom kvartalu 2015. godine, kada se očekuje iščezavanje dezinflatornih pritisaka po osnovu cena hrane, uz nastavak i pojačavanje delovanja efekta niske baze. Usporavanje ekonomske aktivnosti deluje dezinflatorno, dok će mere fiskalnog prilagođavanja dodatno uticati na smanjenje agregatne tražnje, a tako i na stabilnost cena, dok bi depresijacija dinara mogla delovati inflatorno u narednom periodu ali je malo verovatno da bi se u većoj meri umerena depresijacija dinara mogla preneti na rast cena u uslovima niske i opadajuće domaće tražnje i usporavanja ekonomske aktivnosti. Rast deficita opšte države na oko 7% BDP-a i javnog duga na preko 70% BDP-a⁵ ukazuje na loše stanje javnih finansija. Dosledno sprovođenje mera fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi, zajedno sa potpisivanjem aranžmana sa MMF-om neophodno je i pozitivno bi uticalo na odluke stranih investitora o ulaganju u Srbiju, doprinelo poboljšanju kreditnog rejtinga u plasmana na rang listama konkurentnosti. Projekcija inflacije NBS od novembra niža je od avgustovske zbog većeg pada cena sirovina od pretpostavljenog, kao i zbog izostanka planiranog povećanja cena električne energije. Tako će, usled navedenih faktora, kao i prvenstveno zbog niske agregatne tražnje, i u prvom kvartalu 2015. godine inflacija nastaviti da se kreće ispod donje granice cilja (takođe i zbog izlaska iz obračuna visoke mesečne inflacije od 1,5% iz januara 2014. godine). Ipak, njihovo dejstvo je privremeno i od sredine 2015. godine očekuje se povratak inflacije u granice cilja a do kraja 2015. i njeno približavanje cilju od 4%.⁶ Glavni inflatorni faktori će biti rast regulisanih cena (na nivou iz prethodnih godina) i verovatni rast cena hrane nakon sledeće poljoprivredne sezone. Na inflatorno kretanje u Q4 delovaće efekat niske baze i slabljenje dinara tokom Q3 i

⁴ Izveštaj o inflaciji NBS, novembar 2014.

⁵ Mesečni izveštaj Fiskalnog saveta od 31.10.2014.

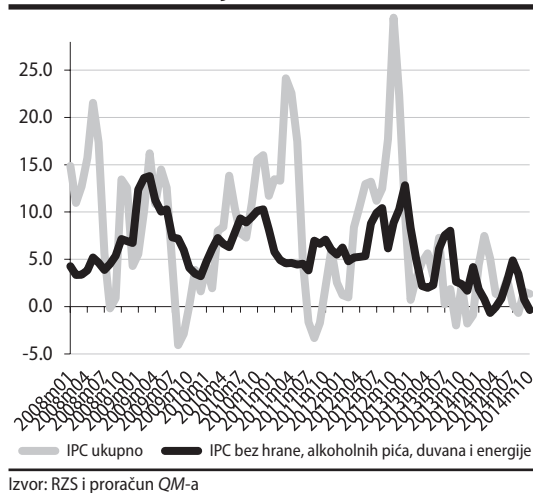
⁶ Izveštaj o inflaciji NBS, novembar 2014.

Deprecijacija dinara će uticati na rast inflacije, ali će taj uticaj zbog recesije biti skroman

početkom Q4, ali će najverovatnije biti neutralisani efektima niske domaće tražnje i pada cena primarnih poljoprivrednih proizvoda. Očekuje se da će bazna inflacija i tokom Q4 ostati ispod donje granice cilja.

Zbog slabljenja dinara (tokom Q3 i nastavka u Q4), pozitivan doprinos inflaciji mogao bi da se očekuje od rasta cena industrijskih proizvoda bez hrane i energije. Najveća odstupanja od očekivanja se mogu javiti u kretanju cena voća i povrća, kao i u meri u kojoj će se ostvarena depresijacija prelići na cene u uslovima niske agregatne tražnje. Dalje ublažavanje monetarne politike zavisice od efekata preduzetih mera monetarne i fiskalne politike (fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi) i od kretanja u međunarodnom okruženju. Inflatorna očekivanja u kratkom i srednjem roku privrede i finansijskog sektora su u granicama cilja Narodne banke Srbije. Stabilna inflaciona očekivanja ukazuju da ne treba očekivati znatnije inflatorne pritiske ni u narednom periodu (godinu i dve godine unapred). Inflaciona očekivanja finansijskog sektora za period od godinu dana unapred iznose 4,5% prema anketi agencije *Bloomberg*, odnosno 4,0% prema anketi agencije *Ipsos*, a slično je i sa očekivanjima privrede. Inflaciona očekivanja stanovništva nalaze se na visokih 10% ali su u najvećoj meri posledica neinformisanosti stanovništva o makroekonomskim kretanjima, budući da građani percipiraju inflaciju (onu za koju misle da je ostvarena u prethodnih godinu dana) ocenjuju višestruko više od stvarne.

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



Izvor: RZS i proračun QM-a

Devizni kurs

Depresijacija u Q3 i oktobru i novembru 2014.

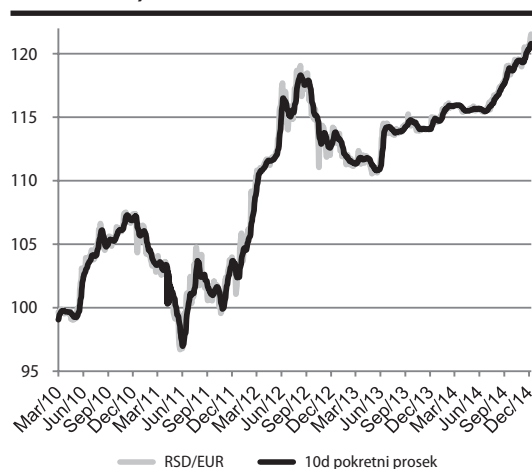
Krajem Q3 u poređenju sa Q2, dinar je oslabio prema evru za 2,6%, odnosno 1,5% na nivou proseka perioda. U odnosu na dolar, dinar je krajem Q3 oslabio za 9,4% (veći deo ove depresijacije je rezultat slabljenja evra u odnosu na dolar). Sa nešto slabijom depresijacijom je nastavljeno i u oktobru, kada je dinar oslabio za dodatnih 0,2%, ali je do znatnijeg slabljenja došlo u novembru (Grafikon T5-6). Od početka Q3, beleže se konstantni depresijacijski pritisci, dok je NBS do kraja novembra, intervenisala prodajom deviza u iznosu od 605 mln. evra. Posmatrano od početka godine do kraja novembra, NBS je intervenisala prodajom deviza u iznosu od 1,445 mlrd evra i kupovinom 200 mln evra, dok je kurs dinara prema evru nominalno depresirao sa 114,69 na 120,55 RSD/EUR, odnosno za 5,1%. Globalni faktori koji su uticali na slabljenje dinara su neizvesnost na međunarodnom finansijskom tržištu u vezi sa krizom u Ukrajini, smanjenje ekspanzivnosti monetarne politike FED-a i neizvesnost u pogledu efekata preduzetih mera ECB. Domaći faktori su nepovoljne vesti u vezi sa pogoršanjem spoljnotrgovinskog bilansa, i smanjenim prilivom stranog kapitala i sumnje investitora u održivost javnih finansija i spremnost Vlade u sprovođenju strukturnih reformi. Posledica navedenih faktora je bila skroman priliv kapitala u Q3 i odliv deviza po osnovu isplate dividendi stranim kompanijama, a takođe je došlo i do većeg razduživanja banaka prema inostranstvu, pa su nerezidenti ponovo, kao i u Q2, bili neto kupci deviza na domaćem tržištu. Povećana je i tražnja preduzeća za devizama usled povećanog uvoza energenata nakon majskih poplava. Globalni faktori su uticali na jačanje depresijacijskih pritiska tokom jula i avgusta i u drugim zemljama u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa, da bi oni u septembru u potpunosti iščezli i u oktobru se ponovo pojavili ali u znatno manjoj meri (Grafikon T5-7). Međutim, kurs dinara je u poređenju sa drugim valutama znatno više depresirao, a pritisci nisu prestajali ni u periodu kada su druge valute apresirale (slično se dogodilo i u januaru i maju 2014. godine⁷). Može se zaključiti da je depresijacija dinara u određenoj meri

⁷ Kvartalni monitor br. 36 i 37

5. Cene i devizni kurs

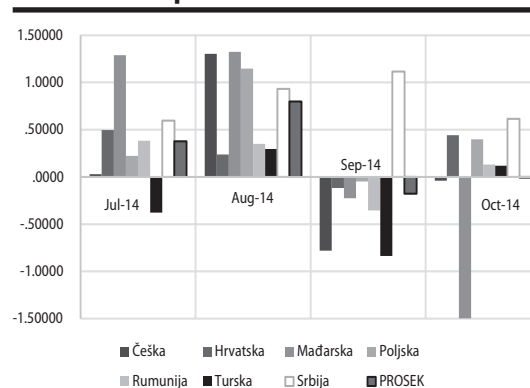
posledica globalnih faktora, ali da faktori koji su specifični za Srbiju (pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa i nepoverenje investitora) takođe u velikoj meri utiču na kretanje kursa. Kretanje premije rizika zemalja u regionu (mereno EMBI indeksom) bilo je relativno stabilno tokom Q3. Na kraju Q3 vrednost EMBI indeksa za Srbiju povećana je za 32 b.p. u odnosu na kraj Q2, dok je na nivou proseka bila viša za samo 1 b.p. u odnosu na prosek Q2. Pored globalnih faktora, koji su uticali na kretanje EMBI indeksa zemalja u regionu, do natprosečnog rasta indeksa za Srbiju došlo je zbog loše ocene stanja javnih finansija od strane investitora i rejting agencija⁸.

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



Izvor: NBS

Grafikon T5-7. Nominalna depresijacija deviznog kursa (u %) u periodu jul-oktobar 2014. godine, za izabrane zemlje centralne i istočne Evrope

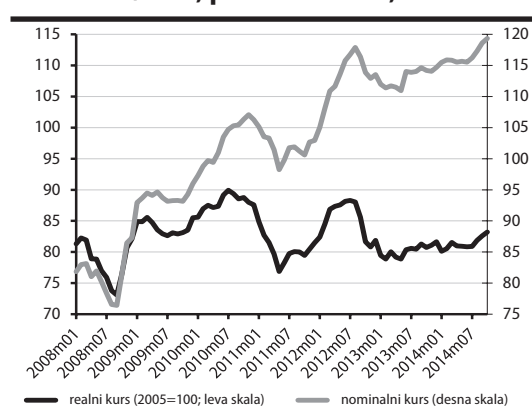


Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a

Realna depresijacija u Q3 i u oktobru

Tokom Q3 došlo je do realne depresijacije dinara od oko 2,2% i 0,7% tokom oktobra. Ukupna realna depresijacija od početka 2014. godine do kraja oktobra iznosila je 1,9%. Na kretanje realnog kursa dinara tokom Q3 najviše je uticala promena nominalnog kursa i u manjoj meri odnos

Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2008-2014



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

Napomena: porast predstavlja depresijaciju

domaće i inflacije u zemljama evrozone (dok je inflacija u Srbiji iznosila 0,2%, u zoni evra je u istom periodu iznosila -0,2%). Realni kurs je u prethodnom periodu (oko dve godine unazad) bio relativno stabilan, ali je od početka Q3 otpočeo period umerene realne depresijacije, koja bi mogla da dovede do poboljšanja konkurentnosti privrede uz prihvatljive troškove na strani inflacije (koja se nalazi ispod donje granice ciljanog koridora) i troškova servisiranja kredita.⁹ Istorijski gledano, realna vrednost dinara je krajem oktobra bila za oko 4% veća nego u prvoj polovini 2012. godine, pa bi dodatna deprecijacija dobrodošla kako bi se podstakao izvoz kao jedan od osnovnih pokretača rasta u narednim godinama (Grafikon T5-8).

⁸ Rejting agencija Standard & Poor's stavila je rejting Srbije na posmatranje s negativnim implikacijama dok ne bude izvesno koje će mere fiskalne konsolidacije biti usvojene, a odluka o promeni trenutnog BB- rejtinga s negativnim izgledima biće doneta početkom 2015. godine.

⁹ Videti opširnije u Kvartalnom monitoru br. 34., poglavlja 2 i 5.

6. Fiskalni tokovi i politika

Fiskalni deficit, bez rashoda „ispod crte“, je u periodu jul-oktobar iznosio 29,7 mlrd. dinara (oko 2,3% kvartalnog BDP), dok je u prvih deset meseci 2014. godine iznosio 137,2 mlrd. dinara (oko 4,2% BDP), a sa rashodima „ispod crte“ oko 5,5-6% BDP. Relativno mali fiskalni deficit u periodu jul-oktobar posledica je, pre svega, sporije realizacije rashoda na robu i usluge i kapitalnih rashoda i delovanja sezonskih faktora na prihode, kao i depresijacije kursa dinara, a u manjoj meri i posledica pojačanih aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije. Umeren deficit i u novembru ukazuje da će konsolidovani fiskalni deficit, sa rashodima „ispod crte“, u 2014. godini biti za 25-30 mlrd. dinara manji od iznosa planiranog prilikom usvajanja rebalansa u oktobru, te da će u 2014. godini iznositi oko 7% BDP-a. Očekivano odstupanje deficita u odnosu na plan se ocenjuje kao izrazito veliko, jer će nastati za svega dva meseca. Ovo odstupanje je posledica, pre svega, znatno slabije realizacije rashoda na robu i usluge i javne investicije u odnosu na plan, iako je reč o potpuno kontrolabilnim izdacima, što ukazuje na nizak nivo kapaciteta države u domenu planiranja makrofiskalnih tokova, kao i u domenu upravljanja realizacijom usvojenih projekata. Javni dug je na kraju oktobra iznosio 22,1 mlrd. evra (67,7% BDP), a sa dugom lokalnih zajednica – 69,7% BDP-a. Procenjuje se da će, pod ostalim nepromenjenim okolnostima javni dug (sa dugom lokalnih zajednica) krajem godine iznositi oko 72% BDP-a.

Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

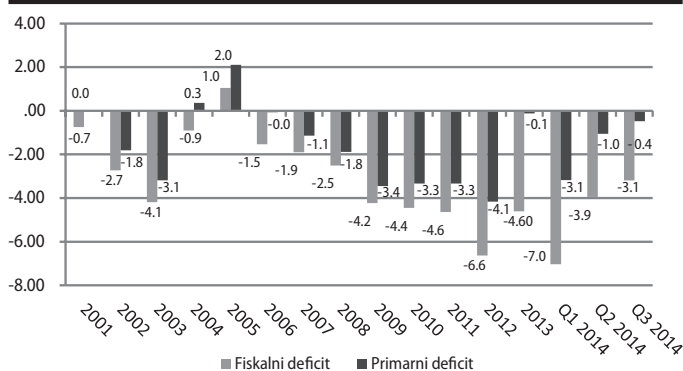
U periodu jul-oktobar fiskalni deficit, bez rashoda „ispod crte“, je iznosio 29,7 mlrd. dinara (oko 2,3% kvartalnog BDP-a)

U periodu jul-oktobar 2014. konsolidovani fiskalni deficit je iznosio 29,7 mlrd. dinara (oko 2,3% BDP-a¹), usled blagog rasta javnih prihoda i umerenog pada rashoda. Javni prihodi su u navedenom periodu zabeležili blagi rast (pre svega po osnovu PDV i poreza na dohodak građana), dok su javni rashodi umereno opali, najviše usled znatnog usporavanja realizacije kapitalnih rashoda i nabavki robe i usluga, te manjih rashoda na kamatu, što je posledica specifične dinamike dopreivanja za plaćanje obaveza po osnovu kamata.

Relativno nizak deficit u periodu jul-oktobar ipak ne predstavlja indikator trajnog i osetnijeg oporavka javnih finansija

Ocenjuje se da relativno nizak deficit u navedenom periodu u velikoj meri predstavlja posledicu delovanja sezonskih faktora (uplata PDV od strane malih PDV obveznika u julu i oktobru i sl.), depresijacije dinara, te privremenih ušteda na robi i uslugama i javnim investicijama (koje se zbog komplikovane procedure javnih nabavki u velikoj meri odlažu ili otkazuju), a u manjoj meri i posledicu pojačanih aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije. Shodno tome, relativno nizak fiskalni deficit u periodu jul-oktobar, ne predstavlja indikator trajnog i osetnijeg popravljivanja stanja u javnim finansijama, jer je rezultat privremenog odlaganje pojedinih nabavki robe i usluga, a na sistematske racionalizacije, dok znatno smanjenje javnih investicija ima dugoročno negativne efekte na privredni rast i društveni razvoj, te je zbog toga, iako tehnički izvodljivo, ekonomski izrazito neopravdano.

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.

¹ Na niži odnos fiskalnih varijabli prema BDP (prihoda, rashoda, deficita i javnog duga) uticalo je i znatno revidiranje na više podataka o nominalnom BDP-u od strane RZS. Videti detaljnije o reviziji BDP u delu o privrednoj aktivnosti.

6. Fiskalni tokovi i politika

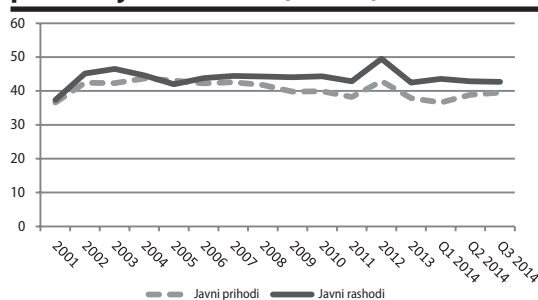
U prvih deset meseci 2014. fiskalni deficit, bez rashoda „ispod crte“, iznosio je 137,2 mlrd. dinara (oko 4,2% BDP-a)...a sa rashodima „ispod crte“ se procenjuje na oko 5,5-6% BDP-a

Deficit bez rashoda kamata u prvih deset meseci 2014. iznosi 1,2% BDP-a

Zaključno sa oktobrom, konsolidovani fiskalni deficit, bez rashoda „ispod crte“ (plaćanja po aktiviranim garancijama datim javnim preduzećima i sl.) u 2014. godini iznosio je 137,2 mlrd. dinara, tj. oko 4,2% BDP ostvarenog u istom periodu, a uključujući i rashode „ispod crte“ fiskalni deficit u prvih deset meseci tekuće godine se procenjuje na oko 5,5-6% BDP-a.

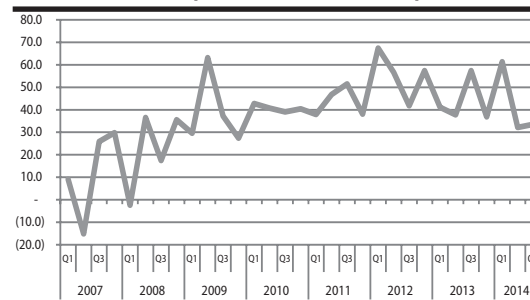
Primarni fiskalni deficit (deficit bez rashoda kamata) je u periodu januar-oktobar 2014. iznosio je 1,2% BDP ostvarenog u tom periodu, što znači da rashodi kamata čine gotovo tri četvrtine konsolidovanog fiskalnog deficita. Sve manji primarni fiskalni deficit, u uslovima rastućeg ukupnog fiskalnog deficita, ukazuje da rashodi kamata postaju sve značajniji generator fiskalnog deficita, što može dovesti do toga da fiskalni deficit u narednom periodu postane u znatnoj meri samogenerišući.

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 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

Konsolidovani fiskalni deficit će u 2014. biti za 25-30 mlrd. dinara manji od iznosa planiranog prilikom usvajanja rebalansa u oktobru...

Rebalansom budžeta usvojenim u oktobru, predviđeno je da deficit budžeta Republike iznosi 225 mlrd. dinara, dok je konsolidovani fiskalni deficit, bez rashoda „ispod crte“ procenjen na 240 mlrd. dinara (oko 6% BDP), a sa rashodima „ispod crte“ na oko 300 mlrd. dinara (tj. oko 8,5% BDP-a). Ipak, dinamika deficita u prva tri kvartala, te u oktobru i novembru ukazuju da bi konsolidovani fiskalni deficit mogao biti znatno manji od planiranog. U periodu januar-oktobar konsolidovani fiskalni deficit je iznosio 137 mlrd. dinara, a preliminarni podaci pokazuju da je deficit budžeta Republike u novembru bio manji od 10 mlrd. dinara (dok bi konsolidovani deficit mogao biti nešto veći). Iako su usled delovanja sezonskih faktora javni rashodi i fiskalni deficit u decembru znatno veći nego u ostalim mesecima, u prethodnih pet godina fiskalni deficit u decembru nikad nije prelazio 45 mlrd. dinara.

...tako da će konsolidovani fiskalni deficit u 2014. godini iznositi oko 7% BDP-a

Shodno tome, a imajući u vidu dinamiku javnih prihoda i javnih rashoda u prethodnim mesecima 2014. godine, procenjuje se da će konsolidovani fiskalni deficit u 2014. godini biti za oko 25-30 mlrd. dinara manji od iznosa planiranog prilikom rebalansa budžeta, te da će sa rashodima „ispod crte“ iznositi oko 7% BDP-a.

Manji deficit od planiranog predstavljaće posledicu znatno manje realizacije rashoda na robu i usluge i kapitalnih rashoda u odnosu na plan...

Odstupanje fiskalnog deficita u odnosu na plan posledica je pre svega znatno slabije realizacije rashoda na robu i usluge i kapitalnih rashoda u odnosu na plan, a ne osetnijeg oporavka na strani prihoda. S obzirom da će se ovo očekivano odstupanje ostvariti u svega dva meseca, ono se ocenjuje kao izrazito veliko, jer će odstupanje javnih rashoda u odnosu na plan napravljen krajem oktobra iznositi preko 7% dvomesečnih rashoda. Ovo odstupanje se formalno objašnjava komplikovanim procedurama javnih nabavki, i visokim zahtevima propisanim novim Zakonom (za vrednost cele nabavke je potrebno prethodno obezbediti sredstva na računu). Uštede na nabavci roba i usluga su privremene jer su rashodi odloženi, dakle ne radi se o trajnim uštedama do kojih se dolazi racionalizacijom.

...što ukazuje na nizak i opadajući nivo kapaciteta države za izradu makrofiskalnih projekcija, kao i za realizaciju usvojenih projekata

Ipak, s obzirom da je ovaj Zakon o javnim nabavkama u primeni duže od godinu i po dana, te da je reč o javnim rashodima koji su u najvećoj meri potpuno kontrolabilni, veliko odstupanje rashoda u odnosu na plan ukazuje na nizak i opadajući nivo kapaciteta državnih institucija zaduženih za planiranje rashoda i izradu budžeta, kao i na nizak nivo kapaciteta države za realizaciju planiranih projekata u celini i na vreme.

Nepouzdanost statističkih podataka i neadekvatne makrofiskalne procene znatno otežavaju vođenje ekonomske politike

Znatno odstupanje konačnih od preliminarnih procena makroekonomskih varijabli koje objavljuje Republički zavod za statistiku i njihovo često znatno revidiranje (npr. BDP-a), te relativno nepouzdanog planiranja fiskalnih kretanja (javnih prihoda i javnih rashoda) od strane državnih institucija znatno otežava donošenje adekvatnih odluka u domenu ekonomske politike. Stoga je za unapređenje procesa donošenja ekonomskih odluka neophodno u relativno kratkom roku izvršiti znatno unapređenje kvaliteta i pouzdanosti statističkih podataka i planiranja fiskalnih tokova.

Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

U Q3 se beleži blagi rast javnih prihoda

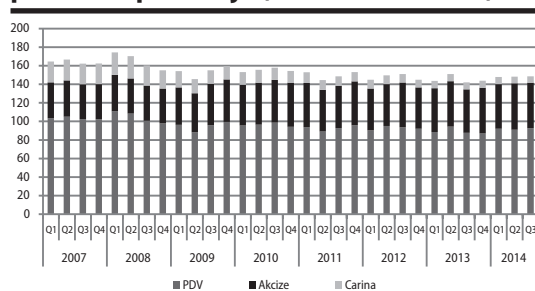
U Q3 2014. desezonirani konsolidovani javni prihodi su umereno realno opali (za 2,6%) u odnosu na prethodni kvartal, pre svega usled znatnog pada prihoda od poreza na dobit preduzeća, uzrokovanog promenom poreskog kalendara, koja je izvršena 2014. godine, te blagim padom prihoda od akciza. Bez prihoda od poreza na dobit, javni prihodi su u Q3 zabeležili (realan desezonirani) rast za 1,9% u odnosu na prethodni kvartal, a blagi realan (desezonirani) rast (za 0,8%) je nastavljen i u oktobru u odnosu na prethodni mesec. U odnosu na isti kvartal prethodne godine ukupni javni prihodu su u Q3 bili realno veći za 3,8%.²

Prihodi od PDV blago rastu, usled depresijacije dinara i suzbijanja sive ekonomije u prometu robe i usluga

Desezonirani prihodi od PDV su u periodu Q3 blago realno porasli (za 1,6%) u odnosu na prethodni kvartal, a realan međugodišnji rast (za 5,4%) je ostvaren i u odnosu na isti period prethodne godine. Realni desezonirani prihodi od PDV su i u oktobru nastavili rast (za 7,4%) u odnosu na septembar. Ovakva kretanja ukazuju na nešto brži rast prihoda od PDV u drugoj polovini godine, što u uslovima recesije i stagnacije uvoza, može predstavljati posledicu realne depresijacije dinara (za 2,6%) i pojačanih aktivnosti države na suzbijanju nelegalnog prometa robe i usluga, pre svega kroz pojačanu kontrolu prometa u maloprodaji i u ugostiteljskim objektima³.

...dok se kod prihoda od akciza ne uočava oporavak

Grafikon T6-4. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na potrošnju (u cenama iz 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

Desezonirani prihodi od akciza su u Q3 realno opali (za 1,8%) u odnosu na prethodni kvartal, iako su realno bili veći (za 9,5%) u odnosu na isti period prethodne godine (na šta je uticalo povećanje poreskih stopa). Na kretanje prihoda od akciza u Q3 uticala je depresijacija dinara, pad svetske cene nafte, kretanje realne domaće tražnje i preduzimanje aktivnosti od strane države na suzbijanju nelegalnog prometa akciznih proizvoda, gde su određeni rezultati ostvareni kod prometa naftnih derivata, dok su u suzbijanju nelegalnog prometa duvanskih proizvoda ostvareni tek prvi pozitivni rezultati.

Pad prihoda od carina se usporava

Prihodi od carina su u Q3 (realno, desezonirano) blago opali (za 1,6%) u odnosu na Q2, dok je međugodišnji pad bio nešto veći (6,9%). U uslovima gotovo završene liberalizacije spoljne trgovine (sa EU) i stagnacije uvoza, pad prihoda od carina može predstavljati posledicu promena strukture uvoza robe, prema vrsti i zemlji porekla, ka većem učešću robe na koju se plaća niža carina, te robe poreklom iz zemalja sa kojima postoji zaključen sporazum o slobodnoj trgovini.

Preduzete aktivnosti na suzbijanju rada „na crno“ i dalje nemaju osetnije efekte na prihode od poreza i doprinosa koji se plaćaju na dohodak građana

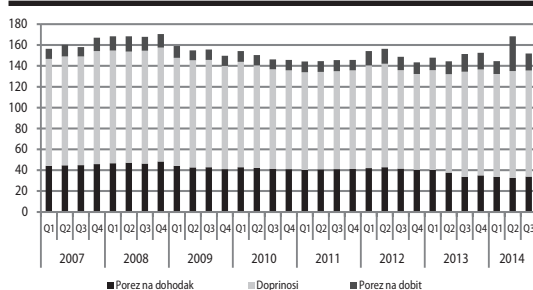
Desezonirani prihodi od poreza na dohodak građana su u Q3 znatno porasli (za 3,7%) u odnosu na prethodni kvartal. Prihodi po ovom osnovu su istovremeno zabeležili i blagi realan rast u odnosu na isti period prethodne godine (za 0,8%), iako je sredinom Q3 prošle godine snižena stopa poreza na zaradu, što je osnovicu za poređenje učinilo višom. S druge strane, prihodi od doprinosa su (realno, desezonirano) u Q3 opali (za 0,8%) u odnosu na Q2, dok su u odnosu na

² Navedena dinamika javnih prihoda ne uključuje prilive od donacija, koji su, usled uplata pomoći za sanaciju štete od poplava, u Q3 iznosili čak 4,7 mlrd. dinara, što je za preko 50% više u odnosu na ukupan godišnji prihod po ovom osnovu u 2013. godini. S obzirom da je reč o jednokratnim prihodima, opravdano je ekonomsku analizu dinamike javnih prihoda zasnovati na podacima koji ne uključuju prihode od donacija.

³ Postoji mogućnost da je rast prihoda delimično posledica usporavanja povraćaja PDV od strane države, ali ne postoje javni podaci koji bi to potvrdili.

Prihodi od poreza na dobit opadaju, usled promene poreskog kalendara, a moguće i usled smanjenja profitabilnosti i likvidnosti privrede

Grafikon T6-5. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na faktore proizvodnje (u cenama iz 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

Ostali poreski prihodi blago rastu, usled povećanja poreza na imovinu...

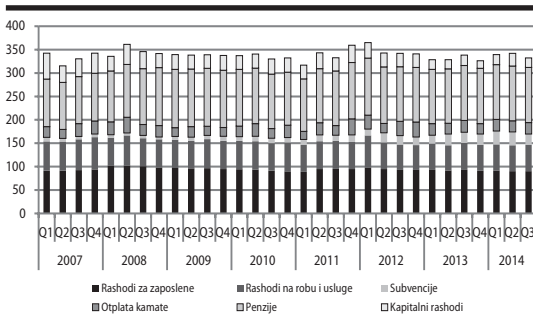
Ostali poreski prihodi su u Q3 blago realno porasli (za 0,8%) u odnosu na isti period prethodne godine, usled povećanja poreza na imovinu, povezanog sa ukidanjem naknade za korišćenje građevinskog zemljišta.

...dok neporeski prihodi rastu, usled uvođenja solidarnog poreza

Neporeski prihodi su u Q3 (realno, desezonirano) porasli (za 4,8%) u odnosu na Q2, usled naplate solidarnog poreza, sa kojom se efektivno krenulo u toku drugog kvartala. Ipak, neporeski prihodi su realno manji nego u Q3 prethodne godine (za 5%), što predstavlja posledicu ukidanja naknade za korišćenje građevinskog zemljišta, i visoke osnovice za poređenje, jer je u Q3 2013. ostvaren znatan rast prihoda, po osnovu isplate dividende od strane NIS-a.

Javni rashodi umereno opadaju

Grafikon T6-6. Srbija: Kretanje konsolidovanih desezoniranih javnih rashoda (u cenama iz 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

Rashodi na plate stagniraju...a zamrzavanje zapošljavanja ne dalje očekivane efekte

Realni desezonirani javni rashodi su u Q3 2014. umereno opali (za 2%) u odnosu na Q2, a isti realan pad je zabeležen i u odnosu na Q3 prethodne godine. Pad javnih rashoda u odnosu na prethodni kvartal posledica je pre svega smanjenja kapitalnih rashoda i pada rashoda na kamate (uzrokovanog dinamikom plaćanja dospelih kupona evro-obveznica). Rashodi na plate zaposlenih u javnom sektoru su u Q3 (realno desezonirani) bili gotovo nepromenjeni u odnosu na prethodni kvartal, dok je u odnosu na isti period prethodne godine ostvaren umeren realni pad (za 3%). Ovakva dinamika kretanja rashoda na zaposlene posledica je zamrzavanja nominalnih zarada, a u manjoj meri i zamrzavanja zapošljavanja na radnim mestima upražnjenim po osnovu prirodnog odliva od januara 2014. Stabilizacija rashoda na zaposlene ukazuje na uspostavljanje kontrole od strane centralne države nad ovim izdacima. Ipak, odsustvo znatnijih efekata uvedenog zamrzavanja zapošljavanja ukazuje na nedosledno sprovođenje ove mere, što ukazuje na to da bi bilo rizično u fiskalne projekcije za naredne godine uključiti znatnije uštede po ovom osnovu, bez uvođenja novih institucionalnih i organizacionih garancija za poštovanje ovog pravila.

Rashodi na penzije blago rastu...usled rasta broja penzionera

Rashodi na penzije su u Q3 (realno desezonirano) blago porasli (za 0,7%) u odnosu na Q2, a blagi realan rast (za 0,2%) je ostvaren i u odnosu na Q3 2013. Rast rashoda na penzije u Q3 u odnosu na Q2 je posledica pojačanog priliva novih penzionera, što se može očekivati i u ostatku godine, usled uvođenja restriktivnijih uslova za penzionisanje počev od januara 2015. godine.

Realni desezonirani prihodi od poreza na dobit su u Q3 (realno, desezonirano) bili upola manji nego u prethodnom kvartalu, što je posledica promene poreskog kalendara počev od ove godine, koja se još uvek ne može otkloniti standardnim metodama desezoniranja. Posmatrano u odnosu na isti period prethodne godine prihodi od poreza na dobit su znatno realno opali (za 9,5%), što može predstavljati indikator smanjenja profitabilnosti privrede, usled čega preduzeća revidiraju iznose akontacija, kao i posledicu nelikvidnosti privrede (što dovodi do povećanja poreskih dugova).

Rashodi na robu i usluge u Q3 blago rastu u odnosu na prethodni kvartal

U Q3 desezonirani rashodi na robu i usluge su realno blago porasli (za 1,5%) u odnosu na prethodno tromesečje, dok je u odnosu na isti period 2013. zabeležen realan pad (za 1,6%) taj rast nešto veći (3,8%). Blagi rast ovih rashoda ostvaren je pre svega iz budžeta lokalnih samouprava i RFZO, što može predstavljati posledicu dodatnih izdataka uzrokovanih poplavama, a delimično i odlaganja nabavki i plaćanja po izvršenim nabavkama u prethodnim periodima. Podaci na oktobar i novembar ukazuju na njihovo ponovno usporavanje, usled odlaganja, prolongiranja i otkazivanja pojedinih nabavki.

Rashodi na subvencije blago rastu u odnosu na prethodni kvartal, usled uvođenja novih programa

Desezonirani rashodi na subvencije su u Q3 umereno realno porasli (za 2,3%) u odnosu na prethodni kvartal, usled specifične dinamike isplate subvencija poljoprivrednicima, kao i odobravanja direktne budžetske podrške Srbijagasa (umesto dosadašnje prakse odobravanja garancija na kredite uzete od strane Srbijagasa). U odnosu na Q3 2013. rashodi na subvencije su bili realno manji (za 3,8%), što je posledica ukidanja pojedinih programa subvencija (za stambene kredite, za investicije i zapošljavanje - mada se ova vrsta subvencija *ad hoc* ponovo koristi).

Rashodi kamata u Q3 blago opadaju, usled dinamike dospeća kupona po evro-obveznicama, ali će se dugoročan trend njihovog rasta nastaviti

Rashodi kamata su u Q3 (realno desezonirano) bili znatno niži (za 18,5%) nego u Q2, što je posledica dospeća velikih iznosa obaveza po osnovu emitovanih evro-obveznica u aprilu. Rashodi kamata su u Q3 bili realno manji (za 3,4%) i u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Ipak, ova kretanja se ne mogu posmatrati kao početak dugoročnog trenda pada rashoda kamata. Naprotiv, u narednom periodu se može očekivati njihov dalji rast, usled rasta nivoa javnog duga, pogoršanja uslova zaduživanja (usled rasta zaduženosti, a moguće i usled smanjenja ekspanzivnosti monetarne politike Feda i ECB u narednim periodima) i depresijacije kursa.

Kapitalni rashodi snažno opadaju, jer se uštede najlakše ostvaruju na ovoj vrsti izdataka

Kapitalni rashodi su u Q3 2014. (desezonirano, realno) snažno opali (za 25,4%) u odnosu na prethodni kvartal, a znatan međugodišnji realan pad (za 12,8%) je ostvaren i u odnosu na Q3 2013. godine. Pad kapitalnih rashoda bi bio i veći da nisu realizovani dodatni izdaci za popunjavanje robnih rezervi, u iznosu od 3 mlrd. dinara u septembru. Ovakva kretanja kapitalnih rashoda posledica su visoke baze za poređenje (nešto veće isplate u Q2 za prethodno izvršene radove), strogih uslova za realizaciju (potrebno je prethodno obezbediti novčana sredstva za celokupnu vrednost nabavke), ali i činjenice da se uštede na javnim rashodima najlakše ostvaruju ukidanjem ili odlaganjem javnih investicija. Ukupan iznos kapitalnih rashoda u prva tri kvartala 2014. godine iznosio je svega 2,2% BDP-a, što ukazuje da je više od polovine fiskalnog deficita u tom periodu (4,7% BDP-a) nastalo po osnovu tekuće potrošnje, čiji teret će, s obzirom da se deficit finansira zaduživanjem, snositi buduće generacije. Istovremeno, ovako nizak nivo kapitalnih rashoda je neadekvatan i iz perspektive ekonomske efikasnosti, jer ovi rashodi imaju veći direktan uticaj na privredni rast, od drugih vrsta javnih rashoda. Osim toga, nedovoljnim investiranjem u javnu infrastrukturu, negativno se utiče i na potencijalni privredni rast u budućnosti.

Analiza fiskalnih kretanja po nivoima države

U Q3 ostvaren je deficit u budžetu Republike, kao i AP Vojvodine, lokalnih samouprava i RFZO

U Q3 2014. ostvaren je deficit u budžetu Republike od 159,4 mlrd. dinara, a po prvi put nakon dužeg perioda deficit je ostvaren i u budžetu AP Vojvodine (0,4 mlrd. dinara), kao i u budžetima lokalnih samouprava (0,4 mlrd. dinara).

U Q1-Q3 subcentralni nivoi države ostvarili su suficit od oko 11 mlrd. dinara, što ukazuje na vertikalnu neravnotežu

Ipak, u prva tri kvartala 2014. godine budžet AP Vojvodine i lokalne samouprave su ostvarile suficit od 3,5 mlrd. dinara i 7,6 mlrd. dinara respektivno. Čak i uz očekivani sezonski rast rashoda u poslednjem kvartalu (pod pretpostavkom da ne bude vanrednih izdataka) može se očekivati da AP Vojvodina i lokalne samouprave ostvare suficit.

Deficit u RFZO posledica je smanjenja stope doprinosa za zdravstvo

Po prvi put nakon dugo vremena, u Q3 2014. ostvaren je deficit u Republičkom fondu za zdravstveno osiguranje (RFZO), u iznosu od 2,1 mlrd. dinara, što je posledica smanjenja stope doprinosa za zdravstveno osiguranje u julu.

Tabela T6-7. Srbija: Fiskalni suficit (deficit) različitih nivoa države (mlrd. RSD)

Godina	Budžet Republike	Fond PIO	Nacionalna služba za zapošljavanje	RFZO	Budžet AP Vojvodine	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
Q1 2014	-77,5	0,3	0,0	6,1	1,8	4,5
Q2 2014	-51,5	0,9	1,2	3,0	2,1	3,5
Q3 2014	-30,4	0,0	0,8	-2,1	-0,4	-0,4
Q1-Q3 2014	-159,4	1,2	1,9	7,0	3,5	7,6

Izvor: Obračun QM

Prihodi budžeta Republike rastu, dok prihodi RFZO i lokalnih samouprava opadaju

Prihodi budžeta Republike su u Q3 2014. zabeležili realan rast (za 5,4%) u odnosu na isti period prethodne godine, pre svega usled povećanja prihoda od PDV (po osnovu povećanja stope), rasta prihoda od akciza, kao i neporeskih prihoda (po osnovu solidarnog poreza) i donacija (za pomoć poplavljenim područjima). Prihodi RFZO su u Q3 znatno realno opali (za 9,3%) u odnosu na isti kvartal 2013. godine, po osnovu smanjenja stope doprinosa za zdravstvo, počev od jula. U julu je stopa doprinosa za zdravstvo smanjena za 2 procentna poena (sa 12,3% na 10,3%), dok je stopa doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje povećana za 2 procentna poena. Istovremeno su uvedeni transferi iz budžeta Republike za RFZO. Na ovaj način je omogućeno da se uštede koje u RFZO budu ostvarene, po osnovu smanjenja zarada, budu prenete u budžet Republike, i time doprinesu smanjenju konsolidovanog fiskalnog deficita. Prihodi lokalnih samouprava su u Q3 umereno realno opali (za 2,5%) u odnosu na Q3 2013, usled pada prihoda od poreza na zarade (preneti efekat smanjenja stope poreza na zarade sa 12% na 10% u julu 2013. godine), kao i po osnovu snažnog pada neporeskih prihoda (za 22,7%), usled ukidanja naknade za korišćenje građevinskog zemljišta, i smanjenja transfera iz budžeta Republike (za 14,8%), dok su prihodi od poreza na imovinu znatno realno porasli (za 57,9%). Rast poreza na imovinu ostvaren u prva tri kvartala nije dovoljan da nadoknadi izgubljene prihode od naknade za korišćenje građevinskog zemljišta (koja je donosila gotovo isti iznos prihoda kao porez na imovinu). Ipak, ostvareno povećanje poreza na imovinu od gotovo 60% u jednoj godini ocenjuje se kao solidan rezultat, pri čemu je potrebno u narednoj godini dodatno povećati bilansnu izdašnost ovog poreza, kako bi se u potpunosti neutralisao gubitak prihoda od ukidanja naknade za korišćenje građevinskog zemljišta.

Rashodi centralnog nivoa države umereno opadaju, dok rashodi lokalnih samouprava rastu

U Q3 2014. ostvaren je realan međugodišnji pad rashoda budžeta Republike (za 7,7%), pre svega usled znatnog smanjenja rashoda na robu i usluge, kapitalnih rashoda i rashoda na socijalnu zaštitu. Realan međugodišnji pad rashoda je u Q3 zabeležen i kod RFZO (za 1%), pre svega po osnovu znatnog smanjenja kapitalnih rashoda. To može biti posledica preraspodele prihoda između RFZO i budžeta Republike, usled koje je RFZO obustavio plaćanja za neke investicione radove do priliva transfera iz budžeta Republike. Rashodi lokalnih samouprava su u Q3 realno porasli (za 1%) u odnosu na isti period prethodne godine, usled rasta rashoda na socijalnu zaštitu, kao i na robu i usluge, dok su kapitalni izdaci umereno opali, što se ocenjuje kao nepovoljno. Ovakve tendencije u kretanju prihoda različitih nivoa države (subcentralni nivoi ostvaruju suficit, a centralni nivo veliki deficit), kao i nepovoljna kretanja obima i strukture rashoda lokalnih zajednica ukazuju na potrebu sistemskog uređenja pitanja finansiranja različitih nivoa države kojim bi se otklonila vertikalna neravnoteža i uveli podsticaji za racionalno i produktivno trošenje sredstava.

Analiza kretanja javnog duga

Javni dug Srbije na kraju oktobra 2014. iznosio je 22,1 mlrd. evra (67,7% BDP-a)...

...a sa dugom lokalnih zajednica – 69,7% BDP-a

Na kraju oktobra 2014. javni dug Srbije iznosio je 22,1 mlrd. evra (oko 67,7% BDP), što je za 1,43 mlrd. evra više nego na kraju Q2.

Uključujući i dug lokalnih zajednica, javni dug je na kraju oktobra iznosio oko 69,7% BDP-a). Rast javnog duga u periodu jul-oktobar je bio znatno veći od konsolidovanog fiskalnog deficita ostvarenog u tom periodu (oko 0,25 mlrd. evra), pre svega usled priliva sredstava od kredita dobijenog od UAE u avgustu, te po osnovu zaduživanja na domaćem tržištu radi finansiranja obaveza u narednim periodima, kao i usled depresijacije evra u odnosu na dolar. U istom periodu javni dug je u relativnom iznosu porastao za 6,5% BDP, što je više od apsolutnog rasta javnog duga. Na brži relativni rast javnog duga (kao % BDP) znatno je uticala realna depresijacija dinara (za 2,6%) u tom periodu, a relativni rast bi bio i veći da u međuvremenu nije izvršena revizija podataka o BDP-u, dok je pad BDP tokom Q2 i Q3 uticao na rast učešća javnog duga u BDP.

Tabela T6-8. Srbija: Javni dug¹ 2000-2014.

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra													
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	X 2014
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	12,36	15,07	17,3	17,7	18,0	19,5	19,5
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,12	6,5	7,0	7,5	7,7	8,0	8,1
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	7,24	8,6	10,2	10,3	10,3	11,5	11,6
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	2,11	2,60	2,81	2,8	2,7	2,6	2,5
III. Ukupan javni dug (I+II)	14,2	10,3	9,4	8,9	8,8	9,8	12,2	14,5	17,7	20,1	20,5	20,7	22,1	22,1
Javni dug / BDP² (MF)	169,3%	50,2%	36,2%	29,4%	25,6%	31,3%	41,5%	45,1%	59,3%	63,8%	62,3%	63,0%	66,8%	67,2%
Javni dug / BDP (QM)³	169,3%	52,1%	36,1%	29,9%	28,3%	32,8%	41,9%	44,4%	56,1%	59,4%	60,6%	61,2%	67,6%	67,7%

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

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije

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

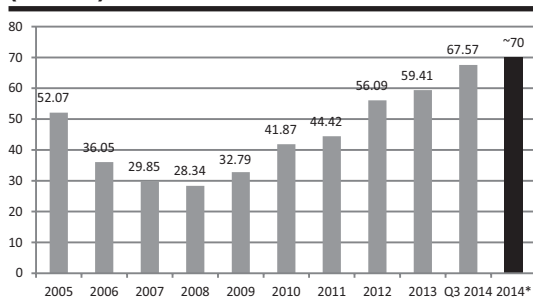
Izvor: Podaci Ministarstva finansija Republike Srbije i procena QM-a

Indirektne obaveze nastavljaju da opadaju, ali je taj trend kratkoročan

Indirektan javni dug je u periodu jul-oktobar opao za 130 miliona evra, što predstavlja nastavak trenda blagog pada, zabeležen i u prethodna dva kvartala, što je posledica otplate dela garantovanog duga Srbijagasa (oko 100 miliona evra) od strane Republike, te odobravanja direktne budžetske podrške Srbijagasu (od oko 75 miliona evra), umesto odobravanja novih garancija. Glavni uzroci rasta indirektnog javnog duga (izdavanje garancija za zaduživanje Srbijagasa i drugih javnih/državnih preduzeća) nisu otklonjeni, tako da se, pod ostalim nepromenjenim uslovima, može očekivati njegov ponovni rast, o čemu govori i najavljeno izdavanje novih garancija za Srbijagas od 200 miliona evra do kraja godine. Za zaustavljanje dugoročnog trenda rasta indirektnog duga neophodno je u kratkom roku sprovesti programe restrukturiranja/privatizacije/stečajaja velikih korisnika državnih garancija

Javni dug će na kraju 2014. iznositi oko 72% BDP

Grafikon T 6-9: Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a

finansiranja u narednoj godini), procenjuje se da će javni dug na kraju 2014. godine iznositi oko 70% BDP-a, a uključujući i dug lokalnih zajednica – oko 72% BDP-a.

Odnos duga prema BDP tokom Q4 kao i na nivou cele 2014. godine će rasti zbog stanja u javnim finansijama, ali i zbog pada realnog BDP-a tokom ove godine. Polazeći od stanja javnog duga na kraju oktobra, te očekivanog kretanja deficita do kraja godine, najavljenog izdavanja garancija za Srbijagas, i povlačenja kredita Svetske banke od 300 miliona evra za sanaciju štete od poplava (koji je odobren u oktobru), uz pretpostavljeni nastavak blage depresijacije dinara u odnosu na evro, i bez znatnijeg dodatnog zaduživanja unapred (za potrebe

Prilozi

Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2008-2014.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013				2014				
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3
I UKUPNI PRIHODI	1.145,9	1.146,5	1.223,4	1.302,5	1.405,4	330,0	362,4	369,1	406,4	1.467,8	336,1	385,6	390,5	1.112,2
1. Tekući prihodi	1.143,1	1.139,2	1.215,7	1.297,9	1.393,8	327,3	361,3	367,6	405,0	1.461,3	334,9	383,7	385,4	1.104,0
Poreski prihodi	1.000,4	1.000,3	1.056,5	1.131,0	1.225,9	296,4	321,8	325,8	352,5	1.296,4	301,3	348,7	344,8	994,8
Porez na dohodak	136,5	133,5	139,1	150,8	165,3	38,2	39,8	35,9	42,1	156,1	32,2	35,1	36,9	104,3
Porez na dobit	39,0	31,2	32,6	37,8	54,8	18,4	11,0	15,4	15,8	60,7	15,5	29,8	14,2	59,5
PDV	301,7	296,9	319,4	342,4	367,5	87,3	98,7	94,6	99,9	380,6	93,6	97,0	101,7	292,2
Akcize	110,1	134,8	152,2	170,9	181,1	42,5	53,7	52,3	56,3	204,8	42,9	55,2	58,4	156,4
Carine	64,8	48,0	44,3	38,8	35,8	7,3	7,9	8,2	9,1	32,5	7,2	7,5	7,8	22,4
Doprinosi	312,7	318,8	323,0	346,6	378,9	93,4	99,7	107,7	117,6	418,3	99,3	109,8	110,7	319,7
Ostali poreski prihodi	35,6	37,1	46,0	43,5	42,6	9,3	10,9	11,6	11,7	43,5	10,7	14,3	15,1	40,1
Neporeski prihodi	142,7	138,8	159,2	166,9	167,9	30,9	39,6	41,9	52,5	164,9	33,7	35,0	40,5	109,2
2. Kapitalni prihodi	1,4	0,9	0,3	2,0	8,7	1,9	0,5	0,6	0,5	3,5	0,4	0,6	0,4	1,4
	0,0													
II UKUPNI RASHODI	-1.195,7	-1.248	-1.329,9	-1.435,9	-1.606,2	-364,3	-402,6	-422,1	-445,0	-1.633,9	-395,6	-418,9	-421,8	-1.236,3
1. Tekući rashodi	-1.089,6	-1.155	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-350,9	-385,0	-395,4	-418,6	-1.549,8	-381,7	-393,6	-398,0	-1.173,3
Rashodi za zaposlene	-293,2	-302,0	-308,1	-342,5	-374,7	-93,8	-98,1	-97,5	-103,4	-392,7	-97,9	-97,9	-96,4	-290,0
Kupovina roba i usluga	-181,2	-187,4	-202,5	-216,3	-235,7	-49,7	-55,3	-60,0	-71,9	-236,9	-50,9	-58,3	-60,2	-169,4
Otplata kamata	-17,2	-187,4	-34,2	-44,8	-68,2	-18,9	-27,5	-27,2	-20,9	-94,5	-35,5	-28,6	-26,8	-91,0
Subvencije	-77,8	-22,4	-77,9	-80,5	-111,5	-19,0	-22,0	-28,4	-31,8	-101,2	-19,4	-23,7	-27,9	-70,9
Socijalni transferi	-496,8	-63,1	-579,2	-609,0	-652,5	-162,4	-173,0	-172,6	-179,5	-687,6	-170,7	-172,4	-172,8	-515,8
od čega: penzije ⁵⁾	-331,0	-556,4	-394,0	-422,8	-473,7	-120,0	-124,6	-125,3	-128,2	-498,0	-125,0	-126,9	-128,0	-379,9
Ostali tekuci rashodi	-23,5	-387,3	-22,9	-31,7	-37,4	-7,1	-9,1	-9,6	-11,1	-36,9	-9,6	-12,6	-14,0	-36,1
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-106,0	-24,0	-105,1	-111,1	-126,3	-13,4	-17,6	-26,7	-26,4	-84,0	-13,9	-25,3	-23,7	-63,0
	0													
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-19,1	-20	-29,9	-24,9	-16,6	-3,1	-3,9	-4,1	-1,6	-12,7	-5,2	-5,8	-0,3	-11,3
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-1.214,8	-1.268,3	-1.359,8	-1.460,8	-1.622,8	-367,3	-406,5	-426,1	-446,6	-1.646,5	-400,8	-424,7	-422,0	-1.247,5

Izvor: QM

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države¹⁾, 2008-2014.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013				2014				
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3
I UKUPNI PRIHODI	3,3	-8,7	-1,5	-4,6	0,6	-5,8	-3,2	-2,7	0,1	-3,0	-0,8	4,5	3,8	2,6
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-1,5	-4,4	0,1	-6,2	-2,9	-2,8	1,7	-2,6	-0,3	4,3	2,8	2,3
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-2,5	-4,1	1,0	-4,2	-2,1	-3,4	2,9	-1,7	-1,0	6,4	3,8	3,2
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-3,9	-2,9	2,1	-4,9	-12,3	-18,9	-11,6	-12,2	-17,8	-13,5	0,8	-10,4
Porez na dobit	18,5	-27,0	-3,6	3,9	35,1	-28,2	-7,9	39,6	44,9	2,9	-18,0	165,3	-9,5	29,9
PDV	2,5	-10,2	-0,7	-4,0	0,0	-2,1	-0,6	-6,2	-5,2	-3,8	4,3	-3,6	5,4	1,9
Akcize	0,7	11,6	4,2	0,6	-1,2	9,5	20,1	-10,9	8,2	5,1	-1,7	0,8	9,5	3,1
Carine	1,8	-32,4	-14,9	-21,5	-14,0	-15,3	-20,5	-16,9	-9,3	-15,6	-4,4	-7,0	-6,9	-6,2
Doprinosi	4,3	-7,0	-6,5	-3,9	1,9	-3,0	-4,4	6,7	10,9	2,6	3,6	29,1	28,1	23,7
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	14,5	-15,2	-8,8	-14,2	-15,6	0,2	10,2	-5,2	12,1	8,2	0,8	4,1
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	5,8	-6,1	-6,2	-22,0	-9,4	2,1	-5,4	-8,7	6,0	-13,0	-5,0	-4,8
2. Kapitalni prihodi	-76,8	-41,4	-66,8	468,2	304,5	159,4	-63,6	-31,7	-91,3	-63,0	-79,6	17,6	-27,7	-52,5
II UKUPNI RASHODI	4,5	-4,8	-1,7	3,3	4,3	-10,4	-6,6	1,5	-5,8	-5,5	5,8	2,2	-2,0	1,8
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-2,2	3,1	4,1	-7,2	-5,2	3,0	-1,0	-2,7	6,0	0,4	-1,2	1,5
Rashodi za zaposlene	10,9	-6,0	-5,9	0,4	2,0	-2,1	-5,7	0,0	-2,1	-2,6	-0,6	-2,0	-3,0	-1,9
Kupovina roba i usluga		-5,7	-0,3	4,3	1,5	-13,4	-20,3	4,5	4,0	-6,6	-0,1	3,4	-1,6	0,5
Otplata kamata	-2,8	-5,7	-0,3	17,4	41,9	9,8	86,3	9,5	26,7	28,8	82,9	2,2	-3,4	20,9
Subvencije	-13,3	19,0	40,6	7,4	29,1	-24,7	-20,7	35,9	-29,5	-15,6	-0,8	6,0	-3,8	0,1
Socijalni transferi	10,1	-26,0	13,9	5,8	-0,1	-6,4	-2,5	-1,2	1,7	-2,1	2,4	-2,2	-1,8	-0,6
od čega: penzije ⁵⁾	9,5	2,2	-3,9	3,9	4,4	-4,8	-4,1	-1,6	1,2	-2,3	1,5	0,0	0,2	0,6
Ostali tekuci rashodi	14,9	6,7	-6,1	23,9	9,9	-19,6	-29,5	12,4	10,6	-8,4	31,1	36,2	43,1	37,3
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-4,3	-6,7	-11,8	5,3	6,0	-52,9	-29,0	-16,6	-46,7	-38,2	1,4	41,5	-12,8	7,0
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	12,3	-2,4	35,2	-25,6	-37,9	-41,7	-37,6	63,2	-58,5	-29,0	66,6	45,4	-93,1	0,2
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	4,6	-4,8	-1,1	-3,8	3,6	-10,8	-7,0	1,8	-6,2	-5,7	6,3	2,6	-2,8	1,8

Izvor: QM

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

	Q3 2014/Q3 2013			
	Konsolidovani budžet	Budžet Republike	RFZO	Lokalne samouprave
A Ukupni prihodi (I)+(II)+(III)+(IV)	3,8	6,5	-9,1	-2,5
I Tekući prihodi (1)+(2)	2,8	4,7	-8,9	1,0
1. Poreski prihodi	3,8	4,8	-9,3	9,4
1.1. Carine	-6,9	-6,9	-	-
1.2. Porez na dohodak građana	0,9	5,7	-	-1,2
1.3. Porez na dobit pravnih lica	-9,5	-10,1	-	-
1.4. PDV	5,4	5,5	-	-
1.5. Akcize	9,5	9,6	-	-
1.6. Porezi na imovinu	57,9	-	-	57,9
1.9. Ostali poreski prihodi	28,1	-7,6	-	-0,1
1.10. Doprinosi za socijalno osiguranje	0,87	-	-9,3	-
2. Neporeski prihodi	-5,0	4,0	14,9	-22,7
II Kapitalni prihodi	(27,65)	-	-100,0	-27,6
III Transferi sa ostalih nivoa države	-	-	-9,7	-14,8
IV Donacije	424,8	1.554,9	-	-35,4
B Ukupni javni rashodi (I)+(II)+(III)+(IV)	-2,0	-7,7	-1,0	1,1
I Tekući rashodi	-1,2	-6,0	-0,9	3,0
1.1. Zarade	-3,0	-2,7	-3,9	-1,3
1.2. Kupovina roba i usluga	-1,6	-16,4	3,6	5,0
1.3. Otplata kamate	-3,4	-3,1	373,8	-9,1
1.4. Subvencije	-3,8	-8,1	0,0	-1,6
1.5. Socijalno osiguranje i socijalna pomoć	-1,8	-14,7	16,5	12,4
1.6. Transferi ostalim nivoima vlasti	0,0	-7,6	-	-
1.7. Ostali tekući rashodi	43,1	64,3	-0,9	8,3
II Kapitalni rashodi	-12,8	-27,5	-71,7	-7,7
III Strateške rezerve	0,0	209,9	-	-40,5
IV Neto pozajmice	-93,1	-94,8	-	-63,5

Izvor: Obračun QM-a
Indeks potrošačkih cena (Q3/Q3)

7. Monetarni tokovi i politika

Monetarna politika u Q3 ostala je nepromenjena, što predstavlja kompromis između izuzetno niskih mesečnih stopa inflacije i povremene deflacije sa jedne strane i snažnih deprecijacijskih pritisaka sa druge strane. NBS je referentnu kamatnu stopu smanjila sa 8,5% na 8% polovinom novembra kada je bilo očigledno da će usled pada agregatne tražnje po osnovu rebalansa budžeta i kretanja cena energenata i hrane, inflacija u narednom periodu ostati na sličnom nivou. U istom periodu deprecijacijski pritisci su uticali na pojačan nivo intervencija na međubankarskom tržištu, usled čega je NBS iskoristila 225 miliona evra a u oktobru dodatnih 140 miliona evra. Slabljenje kursa uticalo je i na povlačenje poslovnih banaka iz REPO zapisa koje je nastavljeno i zaključno sa oktobrom dostiglo vrednost od 600 miliona evra. Sugerišemo da bi u okolnostima recesije i povremene deflacije, NBS trebala da "pušta" umerenu deprecijaciju dinara, sve dok se inflacija ne približi sredini ciljnog koridora. Kreditna aktivnosti nastavila je da pada na pri čemu je realna promena na međugodišnjem nivou -5,8% dok je novčana masa zabeležila realan rast od 4,3% međugodišnje zahvaljujući monetizaciji deviznih depozita koje je država izvršila u ovom periodu. Privreda je u Q3 minimalno povećala svoju zaduženost kod domaćih poslovnih banaka ali je zabeležen nešto veći iznos prekograničnih kredita od 82 miliona evra. Na strani izvora za nove plasmane primećeno je znatno povećanje domaćih depozita na računima privrede i stanovništva ali su ova sredstva najvećim delom iskorišćenja za razduživanje banaka prema inostranstvu. Blago poboljšanje se primećuje kada je u pitanju učešće loših kredita u ukupno plasiranim. U Q3 je u segment loših kredita plasiranih pravnim lica zabeležen pad učešća za 1,5 procentni poen dok se sličan trend primećuje i u nominalnom iznosu ovih kredita od kraja prošle godine.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

I pored kretanja inflacije ispod ciljanog okvira ...

... zbog snažnih deprecijacijskih pritisaka NBS u toku Q3 nije menjala monetarnu politiku

Uprkos činjenici da je međugodišnja inflacija nastavila da se kreće ispod donje granice ciljanog koridora, zbog snažnih deprecijacijskih pritiska, NBS tokom Q3 nije bila spremna da relaksira monetarnu politiku. Smanjenje referentne kamatne stope usledilo je tek polovinom novembra kada je postalo očigledno da će inflacija do kraja godine biti ispod nivoa od 2% osim u slučaju nekih većih eksternih šokova. Deflacija koja je bila prisutna u nekoliko meseci u drugoj polovini godine, odražava snažne recesione trendove, što opravdava smanjenje restriktivnosti monetarne politike. Snažnim intervencijama na deviznom tržištu koje imaju za cilj da spreče deprecijaciju dinara, stiče se utisak da NBS povremeno daje prednost stabilnosti kursa u odnosu ciljanje inflacije i antirecesionu politiku. NBS je u novembru smanjila referentnu kamatnu stopu sa 8,5% na 8%, čime je opravdano, mada verovatno sa kašnjenjem, smanjila restriktivnost monetarne politike. Uporedo sa smanjenjima referentne kamatne stope NBS je donela odluke o promeni obaveznih rezervi koje imaju za cilj smanjenje deprecijacijskih pritisaka. NBS je smanjila deviznu obaveznu rezervu kako bi povećala ponudu deviza, ali je povećala deo devizne rezerve koji se izdvaju u dinarima kako bi smanjila količinu dinara, a time i tržanju za devizama. Usled pada domaće tražnje i snažne recesije do kraja godine se može očekivati zadržavanje inflacije na trenutnom nivou od 1,8-2%, čime se otvara prostor NBS za dodatnu relaksaciju monetarne politike. Pokretanjem programa fiskalne konsolidacije kojim će se značajno smanjiti domaća tražnja stvara se dodatni prostor za relaksaciju monetarne politike.

Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2012-2014

	2012				2013				2014		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
Repo stok (u milionima evra)	1.055,98	111,98	2,29	354,16	678,86	663,82	832,03	966,40	783,96	824,19	387,39
Repo stopa NBS	9,50	10,00	10,50	11,25	11,75	11,00	11,00	9,50	9,50	8,50	8,50
repo stopa korigovana za inflaciju	1,11	-2,77	-5,74	1,11	6,95	3,31	13,24	10,38	4,38	5,09	6,78
repo stopa korigovana za promene kursa	-18,43	-7,27	-6,50	-3,99	19,25	12,85	12,83	9,25	5,28	7,08	0,03
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-498,50	-1.288,80	-1.348,30	-1.343,30	10,00	-215,00	-140,00	375,00	-800,00	-630,00	-855,00
	kumulativni, u % od stanja početnog M2¹⁾										
Neto sopstvene rezerve ²⁾	-17,6	-45,4	-35,6	-6,0	12,5	7,1	17,9	43,2	-31,2	-4,9	2,0
Neto Domaća aktiva (NDA)	2,4	61,3	65,8	41,3	-15,3	-3,9	-16,2	-31,3	12,2	-11,4	-7,6
Dinarski depoziti države ³⁾	-5,1	6,1	4,3	-4,3	1,0	-1,2	-4,7	-19,9	3,3	-14,6	-24,3
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	2,2	53,7	59,3	40,2	-16,0	-14,7	-23,8	-30,7	9,2	6,5	28,9
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	5,3	1,5	2,3	5,4	-0,3	12,0	12,4	19,3	-0,3	-3,4	-12,2
Primarni novac	-15,2	15,9	30,2	35,3	-2,8	3,3	1,7	12,0	-19,0	-16,3	-5,6
od čega: gotovina u opticaju	-3,3	-4,0	-1,4	-1,6	-3,9	-0,7	1,0	5,4	-5,2	-3,5	0,5
od čega: slobodne rezerve	-13,6	-1,6	-1,1	5,4	0,6	2,1	-1,4	4,4	-12,1	-11,6	-7,3
	u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Narodna banka Srbije, neto	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79
Bruto rezerve	-1.138,11	-2.090,09	-2.536,57	-1.324,15	-385,77	-1.576,91	-1.822,60	240,33	-793,11	-1.090,74	-276,23
Obaveze	67,51	2,64	152,60	273,20	415,78	584,90	781,10	703,63	184,49	365,52	446,02
MMF	58,24	-6,44	138,99	258,95	401,14	568,40	759,83	695,60	182,35	364,90	446,72
Ostale obaveze	9,27	9,07	13,61	14,25	14,65	16,50	21,27	8,03	2,14	0,61	-0,70
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS											
1. Narodna banka Srbije, neto	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79
1.1 Depoziti poslovnih banaka	459,45	740,45	1.030,19	907,59	911,80	967,01	1.058,25	240,42	-125,77	91,72	28,90
1.2 Depoziti države	263,40	488,43	683,75	28,63	-811,79	47,05	209,55	-359,83	144,17	541,44	-162,64
1.3 NBS sopstvene rezerve	-347,74	-858,58	-670,03	-114,73	130,02	22,06	226,30	824,56	-590,22	-92,05	36,05
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)											

Izvor: NBS.

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

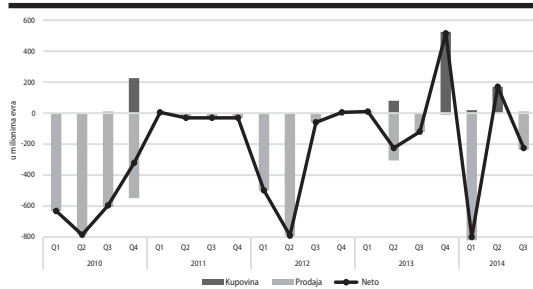
2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.

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.

NBS od sredina godine snažno interveniše na deviznom tržištu, ali je dinar deprecirao za oko 5%

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


Izvor: NBS

Trendovi na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) su u Q3 bili usmereni ka slabljenju kursa dinara što je uticalo i na smer intervencija NBS. Za razliku od Q2 u kojem je NBS bila neto kupac deviza na MDT, u Q3 su dominirali deprecijacijski pritisci usled kojih je NBS intervenisala sa 225 miliona evra (Grafikon T7-2). Ove intervencije su nastavljene i u oktobru kada je NBS dodatno prodala 140 miliona evra radi ublažavanja prekomernih dnevnih oscilacija kursa. Sredinom oktobra Izvršni odbor NBS je usvojio izmene stope obavezne devizne rezerve kao i obaveznog dela devizne rezerve koji se izdvaja u dinarima. Smanjenjem stope devizne rezerve za po jedan procentni poen u obe kategorije ročnosti sa jedne strane trebalo bi da poveća kreditni potencijal bankarskog sektora ali čini se da je prvenstveni razlog ove mere smanjenje deprecijacijskih pritisaka usled povećanja slobodne količine deviza kod poslovnih banaka. Ovaj stav dodatno potvrđuje i povećanje obaveznog dela devizne rezerve koji se izdvaja u dinarima sa 32% na 34% i 24% na 26% u zavisnosti od tipa ročnosti. Iako je ukupna stopa obavezne devizne rezerve smanjena, povećanje obaveznog dinarskog dela obavezne devizne rezerve je relativno veće pa sada za isti depozit poslovne banke izdvajaju manju količinu evra ali veću količinu dinara nego ranije. Na ovaj način NBS povećanjem devizne i smanjivanjem dinarske likvidnost pokušava da utiče na kurs dinara i evra. I pored prodaje deviza na MDT, u Q3 su neto sopstvene rezerve NBS povećane za 128 miliona evra (u Q2 neto sopstvene rezerve povećane za 498 miliona evra). Iako je prodajom deviza na MDT vršeno povlačenje primarnog novca, on je u Q3 ipak povećan za 10,69% od vrednosti zabeležene na početku godine (u Q2 zabeležen je rast primarnog novca od 2,72%, Tabela T7-1). Rast primarnog novca ostvaren je po osnovu rasta neto domaće aktive (NDA) od 3,58% vrednosti sa početka godine (u Q2 zabeležen je pad NDA od 23,64% od vrednosti sa početka godine). Povećanje NDA u Q3 posledica je prvenstveno značajnog smanjenja

zerve kao i obaveznog dela devizne rezerve koji se izdvaja u dinarima. Smanjenjem stope devizne rezerve za po jedan procentni poen u obe kategorije ročnosti sa jedne strane trebalo bi da poveća kreditni potencijal bankarskog sektora ali čini se da je prvenstveni razlog ove mere smanjenje deprecijacijskih pritisaka usled povećanja slobodne količine deviza kod poslovnih banaka. Ovaj stav dodatno potvrđuje i povećanje obaveznog dela devizne rezerve koji se izdvaja u dinarima sa 32% na 34% i 24% na 26% u zavisnosti od tipa ročnosti. Iako je ukupna stopa obavezne devizne rezerve smanjena, povećanje obaveznog dinarskog dela obavezne devizne rezerve je relativno veće pa sada za isti depozit poslovne banke izdvajaju manju količinu evra ali veću količinu dinara nego ranije. Na ovaj način NBS povećanjem devizne i smanjivanjem dinarske likvidnost pokušava da utiče na kurs dinara i evra. I pored prodaje deviza na MDT, u Q3 su neto sopstvene rezerve NBS povećane za 128 miliona evra (u Q2 neto sopstvene rezerve povećane za 498 miliona evra). Iako je prodajom deviza na MDT vršeno povlačenje primarnog novca, on je u Q3 ipak povećan za 10,69% od vrednosti zabeležene na početku godine (u Q2 zabeležen je rast primarnog novca od 2,72%, Tabela T7-1). Rast primarnog novca ostvaren je po osnovu rasta neto domaće aktive (NDA) od 3,58% vrednosti sa početka godine (u Q2 zabeležen je pad NDA od 23,64% od vrednosti sa početka godine). Povećanje NDA u Q3 posledica je prvenstveno značajnog smanjenja

**U uslovima
recesije i učestale
deflacije ...**

**... umerena
deprecijacija
dinara je poželjna**

REPO plasmana od 437 miliona evra ili 22,34% od vrednosti sa početka godine, dok je na rast NDA pozitivno delovala i povećana potrošnja države u ovom periodu.

Zbog visoke evroizacije kurs dinara je jedna od ključnih determinanti inflacije u Srbiji. Osim kursa važne determinante inflacije su zarade i domaća tražnja¹. Od svih determinanti inflacije NBS najveći uticaj ima na kretanje kursa. Uticaj NBS na kreditnu aktivnost banaka, a time i na domaću tražnju je vrlo skroman, upravo zbog visoke evroizacije. U uslovima pada domaće tražnje i smanjenja zarada u okviru fiskalne konsolidacije deprecijacija kursa predstavlja ključnu polugu za vraćanje inflacije u ciljane okvire. Osim toga deprecijacija dinara povoljno utiče na izvoz i strane direktne investicije (padaju jedinačni troškovi rada u evrima), koji predstavljaju osnovne potencijalne pokretače rasta privrede u narednim godinama (videti deo o privrednoj aktivnosti). Zbog toga ocenjujemo da NBS treba da sprovodi politiku umerenih intervencije na deviznom tržištu sve dok deprecijacija dinara ne podigne inflacije do sredine ciljanog intervala. Prilikom kreiranja politike kursa neophodno je da se ukalulise da je u uslovima relativno duboke recesije i pada domaće tražnje uticaj deprecijacije dinara na inflaciju smanjen. Naravno, neophodno je da se pri kreiranju politike uzme u obzir vremenski pomak između deprecijacije i inflacije, kako se ne bi potcenio uticaj deprecijacije na inflaciju.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

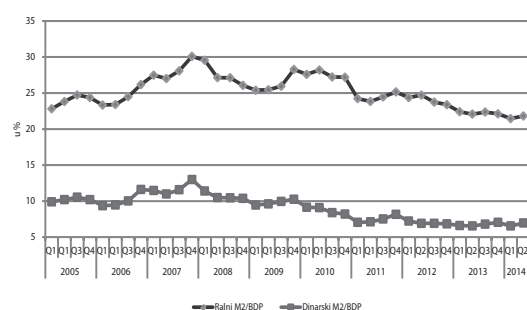
**Rast novčane mase M2
u odnosu na početak
godine ...**

**... ostvaren je
zahvaljujući rastu NSA
od 11,6%**

Novčana masa M2² na međugodišnjem nivou je nominalno posmatrano povećana u Q3. Ovaj rast iznosi 6,6% od čega pri čemu krediti nedržavnom sektoru i dalje nastavljaju da beleže pad od -1,2% međugodišnje što nakon korekcije za promene kursa iznosi -3,7% (u Q2 krediti nedržavnom sektoru zabeležili su pad od -5,4% međugodišnje nakon korekcije za promenu kursa, Tabela T7-4). Nakon uračunavanja inflacije u proteklom periodu, realni rast M2 iznosi 4,3%

međugodišnje, pri čemu je pad kredita privredi i stanovništvu dodatno povećan na -5,8% međugodišnje nakon promene kursa. Ukoliko posmatramo kretanja novčane mase u odnosu na vrednost sa početka godine, na nivou Q3 je ostvareno povećanje od 4,5% (u Q2 zabeležen je rast od 2,9% vrednosti M2 na početku godine, Tabela T7-4). Primećeni rast M2 na nivou kvartala duguje se isključivo izrazito velikom rastu neto strane aktive (NSA) koja je zabeležila povećanje od 11,6% u odnosu na stanja sa početku godine. U isto vreme neto domaća aktivna (NDA) je smanjena za 7,2% od početne vrednosti M2 što je sprečilo veći rast primarnog novca u Q3.

Grafikon T7-3. Srbija: kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2014



Izvor: Proračun QM-a

**Kreditni nedržavnom
sektoru u Q3 i dalje
opadaju -5,3%
međugodišnje**

Posmatrajući strukturu nominalnog rasta M2 uočavamo da je negativan uticaj štednih i oročenih depozita u Q3 prekinut. U ukupnom rastu M2 od 6,6% međugodišnje, štedni i oročeni depoziti su učestvovali sa 0,6 procentnih poena (pp.) što predstavlja pozitivnu promenu nakon više od šest kvartala u kojima su ovi depoziti negativno delovali na rast M2. Najuzi posmatrani agregat M1 ponovo beleži najveći individualni doprinos rastu od 3,4 pp. dok rast deviznih depozita objašnjava preostalih 2,6 pp. rasta M2. Zabeleženi doprinos deviznih depozita je nešto veći u odnosu na prethodne kvartale (u Q2 devizni depoziti učestvovali sa 1,06 pp. u rastu M2, dok u Q1 doprinos je bio 1,92 pp.)

¹ Postoji veći broj ekonometrijskih istraživanja u kojim je dobijeno da su kurs i zarade glavne determinate inflacije u Srbiji.

² 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.

Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2012–2014

	2012				2013				2014		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
	12-m, u %										
M2 ¹⁾	14,0	18,1	13,8	9,6	8,2	4,5	6,1	4,6	4,2	4,8	6,6
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	14,4	14,0	16,6	9,8	1,9	-0,5	-4,4	-4,5	-6,1	-4,5	-1,2
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	8,6	4,6	7,0	3,8	1,6	0,6	-4,1	-5,0	-8,2	-5,4	-3,7
Domaćinstva	5,7	3,3	3,0	2,5	3,0	2,9	2,9	2,6	2,0	2,5	3,0
Privreda	10,1	5,3	9,1	4,4	0,9	-0,6	-7,6	-8,8	-13,4	-9,7	-7,3
	12-m realni, u %										
M2 ¹⁾	10,1	12,0	3,4	-2,2	-2,6	-4,7	1,2	2,3	1,9	3,5	4,3
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	10,5	8,1	5,9	-2,0	-8,2	-9,2	-8,9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	4,9	-1,2	-3,6	-8,1	-8,7	-8,2	-8,5	-7,0	-10,3	-6,7	-5,8
Domaćinstva	2,0	-2,4	-7,2	-9,2	-7,5	-6,1	-1,9	0,4	-0,3	1,2	0,7
Privreda	6,3	-0,5	-1,7	-7,5	-9,3	-9,3	-11,8	-10,7	-15,4	-10,8	-9,3
	u milijardama dinara na kraju perioda										
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.499,7	1.588,6	1.607,6	1.641,7	1.622,7	1.659,8	1.705,8	1.719,3	1.691,4	1.740,2	1.818,4
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	445,0	444,6	467,4	480,6	478,8	492,5	519,5	547,6	516,4	555,3	587,1
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.054,7	1.144,0	1.140,2	1.161,1	1.143,8	1.167,3	1.186,3	1.169,3	1.175,0	1.185,0	1.231,3
	kumulativni, u % od početnog M2 ⁴⁾										
M2 ¹⁾	0,1	6,1	7,3	9,6	-1,2	1,1	3,9	4,6	-1,5	1,4	5,9
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-5,6	-4,5	-7,9	0,2	7,2	2,7	5,2	10,6	0,2	-0,1	11,7
Neto domaća aktiva (NDA)	5,7	10,5	15,2	9,4	-8,4	-1,6	-1,3	-6,0	-1,6	1,4	-5,8

Izvor: NBS

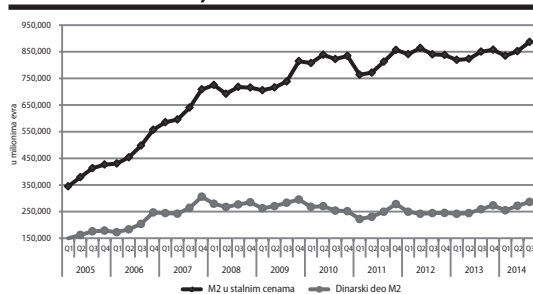
1) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

2) Kreditni 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, 2005–2014



Izvor: Proračun QM-a

**Kreditna aktivnost
domaćih banaka
stagnira ...**

**... dok se blagi
rast beleži kod
prekogrančnih kredita**

**Niska kreditna
aktivnost predstavljaće
ozbiljno ograničanje
za privredu u narednoj
godini**

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Nakon rasta plasmana u prethodnom kvartalu, poslovne banke zabeležile su smanjenje plasmana od 85 miliona evra u Q3. Pad plasmana posledica je povlačenja banaka iz REPO zapisa koje su na nivou Q3 povukle 423 miliona evra, što je nastavljeno i u oktobru za dodatnih 175 miliona evra. Ukupan pad plasmana ublažen je povećanim kreditiranjem države u ovom periodu ali i blagim oporavkom kreditne aktivnosti u

okviru nedržavnog sektora. U Q3 rast plasmana privredi i stanovništvu iznosio je 82 miliona evra pri čemu je 66 miliona evra plasirano stanovništvu dok je privreda povećala svoju zaduženost za 16 miliona evra (Tabela T7-6). Rast plasmana privredi pokrenut je još tokom Q2 zahvaljujući novom programu subvencionisanih kredita koji su namenjeni za održanje likvidnosti i finansiranje trajnih obrtnih sredstava. U Q3 rast plasmana u ovom segmentu usporen je u odnosu na prethodni kvartal usled nešto strožijih standarda koje su poslovne banke počele da primenjuju pri odobravanju kredita privredi. Privreda je ipak uspešla da jedan deo neophodnih sredstava povuče iz inostranih izvora što i pokazuje priliv prekograničnih kredita koji u Q3 iznosi 68 miliona evra (u Q2 privreda se razdužila prema inostranstvu za 82 miliona evra dok je u Q1 zabeležen prirast prekograničnih kredita od 58 miliona evra Grafikon T7-7).

U narednoj godina očekuje se pad privredne aktivnosti od oko 0,5%, uprkos značajnom oporavku delatnosti pogođenih poplavama (videti deo o privrednoj aktivnosti). Povećanje kreditne aktivnosti banaka bi moglo da ublaži recesiju, ali su šanse da se to dogodi u narednoj godini male. Otežavajuća okolnost je što Vlada i NBS ne raspolažu značajnijim instrumentima u okviru monetarne i fiskalne politike za podsticanje kreditne aktivnosti. Stoga je neophodno da se aktivnosti države usmere na uređenje privrednog ambijenta kojima bi se smanjili kreditni rizici. Neke od važnijih aktivnosti u tom pravcu odnose se na efikasniju eliminaciju nesolventnih preduzeća sa tržišta, povećanje transparentnosti poslovanja preduzeća, sankcionisanje osnivača prevarantskih preduzeća, uvođenje dodatnih podsticaja za rešavanje problema loših kredita i dr. Zbog nedostupnosti bankarskih kredita mikro i malim preduzećima i preduzetnicima ocenjujemo da je neophodno da se ponovo stvore zakonske mogućnosti za osnivanje nebankarskih kreditnih institucija.

Tabela T7-6. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2012-2014

	2012			2013				2014			
	Mar	Jun	Sep	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	
	u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Izvori sredstava (-, povlačenje)	672	692	472	-384	109	341	213	420	578	540	504
Domaći depoziti	589	146	15	-459	4	-56	-325	-394	240	-32	-382
Depoziti stanovništva	-49	-189	-296	-578	-87	-132	-252	-423	45	-105	-149
dinarski depoziti	30	69	36	11	16	-34	-110	-279	27	-51	-75
devizni depoziti	-79	-258	-332	-589	-102	-98	-141	-144	17	-54	-74
Depoziti privrede	638	336	311	120	91	76	-73	29	195	72	-233
dinarski depoziti	362	304	230	99	-11	-11	-109	-162	210	45	-159
devizni depoziti	275	31	81	21	102	87	36	191	-15	27	-75
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	3	345	335	127	357	406	588	806	358	396	610
Kapital i rezerve	80	200	123	-52	-252	-9	-50	8	-20	176	276
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-199	371	164	284	-278	-104	84	-304	193	215	673
Plasmani¹⁾	409	-424	201	521	123	-169	-67	42	-343	66	-19
Ukupno privreda i stanovništvo	309	136	784	589	-23	-348	-551	-875	-577	-382	-300
Privreda	375	161	741	552	-71	-463	-728	-1.018	-570	-488	-471
Stanovništvo	-67	-25	42	37	48	115	177	143	-7	105	171
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-28	-944	-1.052	-701	321	319	492	628	-176	-133	-556
Neto kreditiranje države ³⁾	128	385	470	632	-175	-140	-8	290	411	581	837
PRO MEMORIA											
Obavezne rezerve i depoziti	-552	-418	-451	-265	248	178	-178	-134	-2	-215	-223
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-199	-20	-42	58	-212	-143	60	44	-136	-135	-4
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-187	45	54	10	-161	-107	49	38	-156	-162	-9
Ostale stavke ⁵⁾	150	222	56	146	-46	-96	-92	-22	-289	-454	-822
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	22	23	23	23	25	24	22	23	23	22	22

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.

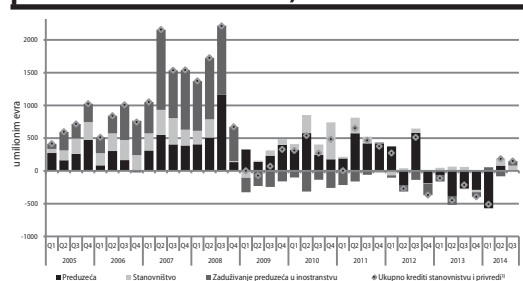
2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.

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.

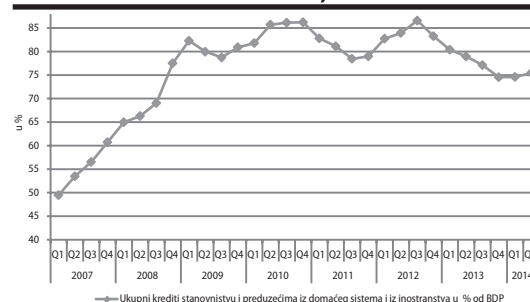
4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

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

Grafikon T7-7. Srbija: prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2014


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

Grafikon T7-8. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2007-2014


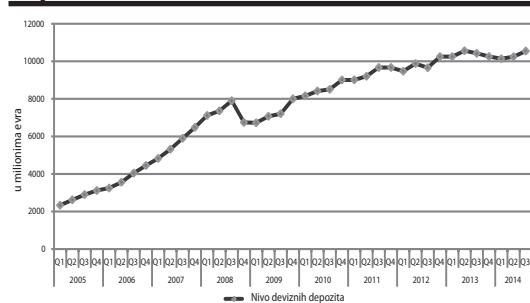
Izvor: Proračun QM-a

Značajan rast domaćih depozita ...

... banke umesto za kredite iskoristile za razduživanje prema inostranstvu

Poslovne banke su zabeležile blagi rast izvora za nove plasmane koji je u Q3 iznosio 36 miliona evra, što je slično povećanju ostvarenom u prethodnom kvartalu (u Q1 izvori za nove plasmane uvećani za 38 miliona evra, Tabele T7-6). Kao jedan od elemenata na strani rasta izvora javljaju se domaći depoziti koji su zabeležili značajan rast od 350 miliona evra. Rast domaćih depozita je najvećim delom posledica povećanja na računu depozita privrede od 305 miliona evra, dok je stanovništvo u Q3 povećalo svoje depozite za 44 miliona evra. Od ukupnog povećanja depozita privrede i stanovništva 228 miliona evra čine dinarski depoziti, dok je 122 miliona evra deponovano u ostalim valutama. Kako rast domaćih depozita nije ispraćen značajnijim rastom kreditnih plasmana privredi i stanovništvu, poslovne banke su višak likvidnosti u ovom periodu iskoristile za vraćanje ranije pozajmljenih sredstava iz inostranstva u iznosu od 214 miliona evra.

Grafikon T7-9. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2014



Izvor: NBS

Računajući od 2012. godine, poslovne banke su smanjila svoja dugovanja prema inostranstvu za 1,42 milijarde evra što je svojevrsan pokazatelj nepostojanja kvalitetne tražnje za kreditnim aranžmanima na srpskom tržištu kapitala. Pored razduživanja prema inostranstvu, poslovne banke su u Q3 smanjile i iznos sredstava na računima kapitala i rezervi za 100 miliona evra, što je dodatno negativno uticalo na ukupan rast izvora za nove plasmane.

Tabela T7-10. Srbija: učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2014

	2009	2010	2011	2012			2013			2014					
	Dec	Dec	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	17,72	19,26	19,04	stanje na kraju perioda			27,77	31,13	27,76	28,67	28,12	26,76
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	16,05	18,47	17,56	19,06	22,62	18,19	20,86	20,82	21,11	29,77	43,61	
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	7,57	7,69	8,05	15,92	16,79	8,44	8,37	8,14	8,59	8,7	9,22	11,41
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	2,67	2,71	2,97	3,19	3,87	4,47	4,82	4,09	4,05	4,07	3,81	

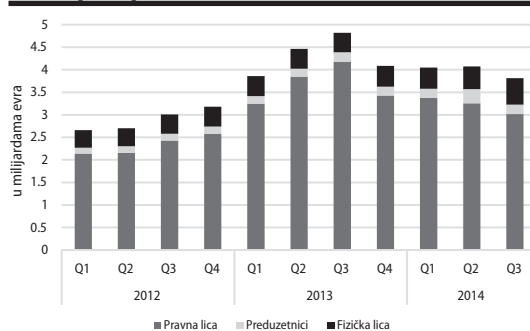
Izvor: Proračun QM-a

Rast loših kredita zaustavljen u Q3...

... zahvaljujući smanjenju učešća u sektoru pravnih lica

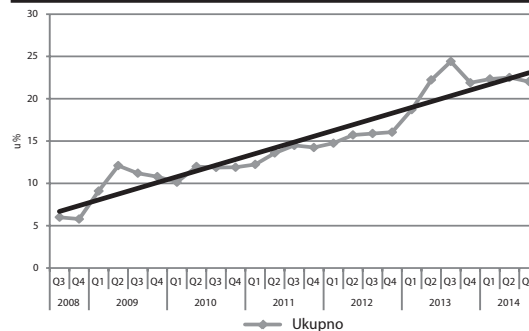
Nakon gotovo konstantnog rasta u protekle četiri godine, učešće loših kredita u ukupno plasiranim je u Q3 blago smanjeno na 22,02% (u Q2 učešće loših kredita iznosilo 22,51%, Tabela T7-10). Najveća pozitivna promena ostvarena je u segmentu loših kredita plasiranih pravnim licima koji su smanjeni za 1,36 pp. u odnosu na prethodni kvartal, što je usled njihovog relativno najvećeg učešća i povuklo procenat ukupnih loših kredita na niže. Ipak, negativan trend ubrzanog rasta loših kredita kod preduzetnika je nastavljen i u Q3 njihovo učešće je povećano za čak 13,84 pp., dok se sličan trend primećuje i kod loših kredita u segmentu fizičkih lica koji su povećali svoje učešće za 2,19 procentnih poena. Ukoliko posmatramo nominalni iznos ostatka duga po kreditima u docnji od kraja 2013. godine beleži se stabilizovanje negativnog trenda uvećanja ukupnog iznosa duga po lošim kreditima (Grafikon T7-11). Na stabilizaciju a zatim i smanjenje delimično je uticala činjenica da je NBS izmenama pojedinih regulativa omogućila otkup loših kredita i licima van finansijskog sektora. Paralelno sa smanjenjem ukupnog iznosa loših kredita plasiranih pravnim licima, sektor fizičkih lica beleži ubrzani rast učešća loših kredita posmatrano kako u nominalnoj vrednosti tako i u relativnom učešću u ukupnoj sumi plasiranih kredita. Loši krediti plasirani fizičkim licima i preduzetnicima zajedno zauzimaju oko 20% svih loših kredita usled čega ovaj rast nije toliko zabrinjavajući po pitanju stabilnosti bankarskog sektora. Ipak ova promena svedoči o padu dohotka na nivou domaćinstva i sektora malih preduzeća koje će se odraziti i na ostatak privrede preko pada agregatne tražnje.

Grafikon T7-11. Srbija: učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2012-2014



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-12. Srbija: učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2014



Izvor: Proračun QM-a

8. Međunarodno okruženje

Globalni rast se usporava u većini najvećih ekonomija sa izuzetkom SAD gde se oporavak nastavlja. Zbog toga dolazi do divergencije u monetarnoj politici, gde centralne banke Kine, evrozone i Japana pojačavaju ekspanzivnu monetarnu politiku dok je FED završio „kvantitativno popuštanje“ i verovatno će podići referentnu stopu sledećeg leta. G20 je najavio ulaganja i strukturne reforme koji bi trebalo da povećaju BDP tih zemalja za 2,1% do 2018, dok je Evropska komisija objavila 5-godišnji investicioni plan. Inflacija opada zbog pada cena nafte. U istočnoj Evropi je rast bio nešto iznad očekivanja, a niska inflacija pruža prostor za smanjenje referentnih kamatnih stopa, dok troškovi zaduživanja uglavnom opadaju kao posledica novih mera ECB.

Svet

MMF je opet smanjio prognozu za svetsku stopu rasta za 2014., ali ovaj put minimalno sa 3,4% na 3,3%. Prognoza za sledeću godinu je smanjena sa 4% na 3,8%. Razlog za smanjenja prognoza za ovu godinu su pre svega usporavanje u evrozoni; Nemačkoj (sa 1,9% na 1,4%), Italiji koja je u recesiji (sa 0,3% na -0,2%) i Francuskoj, dok su za Španiju blago povećane prognoze. Smanjuju se razlike između zemalja periferije i centra evrozone. Osim evrozone, usporavaju Japan (sa 1,6% na 0,9%) i Brazil, dok je Rusija ušla u recesiju. Smanjenja bi bila i veća da nije povećana prognoza za SAD (sa 1,7% na 2,2%) i Indiju (za 0,2 p.p). Za Kinu ovaj put nije bilo promene prognoza, mada najnoviji podaci upućuju da se i u Kini rast usporava. Stopa rasta smanjena je i za zemlje u razvoju, sa 4,5% na 4,4% u ovoj i sa 5,2% na 5% za sledeću godinu. Važno je naglasiti da je MMF izveštaj s početka oktobra, tako da ne uključuje najnovije usporavanje u evrozoni i veoma loš rezultat Japana u Q3.

Dve najveće ekonomije Dalekog istoka usporavaju i zbog toga nastavljaju sa ekspanzivnom monetarnom politikom. Kineski BDP rast je u Q3 iznosio 7,3% što je najniži rezultat u poslednjih 5 godina. Centralna banka pokušava da uspori preterani rast građevinarstva i da usmeri dodatne kredite ka sektorima koji će stimulisati ličnu potrošnju i zaposlenost. Takođe, da bi se stimulisala privreda koja usporava smanjena je referentna stopa sa 6% na 5,6%. Japan je neočekivano tokom Q3 imao drugi negativni kvartal za redom, tako da je tehnički u recesiji. Zbog usporavanja rasta i rizika od pada inflacije, Centralna banka Japana je najavila novi talas „kvantitativnog popuštanja“ za dodatnih 720 milijardi dolara, a državni penzioni fond je najavio novu kupovinu akcija kompanija.

Osim spomenutih monetarnih mera, na samitu G20 najavljene su strukturne reforme i investicije u infrastrukturu. Zemlje članice su se obavezale da povećaju BDP rast za dodatnih 2,1% do 2018 i dostavile su spisak od 800 novih mera koje nameravaju da sprovedu. Napravljen je i nacrt sporazuma u vezi sa smanjenjem emisija gasova koji dovode do efekta staklene bašte. Međutim, dogovora oko strukturnih reformi bilo je i ranije, tako da iako se ovaj put čini da su članice ozbiljnije u njihovom sprovođenju, ekonomisti su dosta skeptični po pitanju realizacije.

I u Evropskoj Uniji su najavljene strukturne reforme i nove investicije. Predsednik Evropske komisije Junker izneo je 5-godišnji investicioni plan od 315 milijardi evra, čiju će okosnicu činiti fond za infrastrukturne projekte finansiran od strane vlada, dok bi ostala sredstva trebalo da ulože komercijalne banke uz pomoć Evropske investicione banke. Plan bi trebalo da obezbedi novih 1,3 miliona radnih mesta. Kao i kod dogovora G20, neizvesno je koliko će plan biti uspešan, pre svega jer je neizvesno da li će banke podržati projekte koji su prioritet Komisije.

Evrozona

Nova Evropska komisija počela je sa radom 1. novembra tekuće godine. Glavni ekonomski prioriteti biće povećanje rasta i investicija (uglavnom proizvodnja energije, transportna infrastruktura, ulaganje u obrazovanje, istraživanje i investicije koje će pomoći mladim ljudima da nađu posao). Ideja je da se bez značajnijih dodatnih troškova poboljša stanje na tržištu rada. Na primer, ujedinjenje digitalnog tržišta će stimulisati rast zaposlenosti i pružiti nove poslovne mogućnosti, a novi trgovinski sporazum sa SAD-om će otvoriti nova tržišta. Najavljene investicije će imati mali udeo državnih sredstava, kako bi se sprečio rast javnih dugova. Takođe, u planu je smanjenje energetske zavisnosti od gasa (usled krize s Rusijom), i osnivanje „Energetske Unije“ koja će kupovati gas za sve EU zemlje, raspolagati zalihama i koristiti zajedničku mrežu. Evropska Unija bi prema planu trebalo da postane svetski lider u obnovljivim izvorima energije.

Rast BDP je tokom Q3 u evrozoni iznosio 0,2% u odnosu na prethodni kvartal, odnosno 0,8% na godišnjem nivou. U Nemačkoj je rast bio nizak, samo 0,1% u odnosu na prethodni kvartal, dok je u Italiji bio negativan -0,1%, drugi kvartal za redom tako je ova zemlja u tehničkoj recesiji. Za razliku od ranije, smanjuje se razlika između periferije i centra, tako da je u Q3 u odnosu na prethodne kvartal Grčka imala rast od 0,7%, a Španija od 0,5%. Usporavanje u Italiji i Nemačkoj negativno utiče na izvoz Srbije, ali i na priliv direktnih investicija. Ankete upućuju na stagnaciju ili blagi pad industrijske proizvodnje u Q4 tako da se ne očekuje brzi oporavak u evrozoni.

Ukupna inflacija iako ispod targetiranih 2% i dalje opada u evrozoni, pa je u novembru bila 0,3% dok je u istom mesecu 2013-te iznosila 0,9%. Bazna inflacija takođe opada, u avgustu je iznosila 0,9% a u novembru 0,7%. Pošto je tražnja niska, bazna inflacija se neće značajnije oporaviti u sledećim kvartalima. Na pad ukupne inflacije utiče i pad cene nafte od 30% u poslednjih nekoliko meseci, a ukoliko se on nastavi, nizak nivo inflacije od 0,3% može da postane i negativan. Takođe, i ako ne dođe do pada cene nafte, opasno je u što inflaciona očekivanja već neko vreme takođe opadaju, ne samo kratkoročna već i srednjoročna. Inflaciona očekivanja mogu da utiču i na stvarnu inflaciju, i da pokrenu tzv. „samostvarujuću spiralu“. Usled niskih inflacionih očekivanja i opasnosti da dalji pad cene nafte dovede do deflacije, ECB će morati da upotrebi raspoložive instrumente kako bi sprečila negativne efekte moguće deflacije u periodu sporog rasta.

Zbog opasnosti od deflacije ECB je u septembru smanjila referentnu stopu sa 0,15 na 0,05%. Pošto zbog političkog otpora nije mogla da poveća programe kupovine hartija od vrednosti (HOV), primenjen je heterodokсни mehanizam koje su sve velike centralne banke izbegavale – stopa na depozite smanjena je ispod nule. Sada kada su svi instrumenti aktivirani, a rizik od deflacije se povećava, politički otpori su se smanjili pa će ECB pristupiti nekom obliku „kvantitativnog popuštanja“. Najverovatnije će se kupovati razne vrste HOV-a, u vrednosti od oko trilion evra. Nažalost, verovatno će efekti „kvanitativnog popuštanja“ biti manji nego u SAD jer se odugovlačilo sa ovakvom odlukom, evropski bankarski sistem funkcioniše drugačije, a ECB ne može da bude adekvatna zamena za nedostatak konsenzusa u pogledu fiskalne politike u okviru EU. Program će verovatno uključiti i značajniju kupovinu državnih obveznica, uključujući i zemlje periferije, pa postoji rizik od demotivisana političara u tim zemljama da se drže svojih programa konsolidacije. Najavljeno „kvantitativno popuštanje“ ECB-a će povećati tražnju za obveznicama zemalja evrozona, što će sniziti troškove zaduživanja tih zemalja. Investitori će zbog toga biti zainteresovani za obveznice sa većim prinosima, usled čega će koristiti imati i Srbija jer će se povećati tražnja za njenim obveznicama. Dodatna eskalacije rata u Ukrajini i posledične nove sankcije EU prema Rusiji mogli bi da imaju negativan efekat po tražnju za srpskim obveznicama, jer će investitori zbog povećanja geopolitičkog rizika kupovati najsigurnije obveznice evrozona.

Zbog rizika od deflacije, visokog javnog duga mnogih država, sporog rasta privrede i loše demografije, neki ekonomisti smatraju da evrozona liči na Japan, pa da i nju očekuje „izgubljena decenija“. Da bi se ovakav scenario izbegao potrebne su strukturne reforme i nova regulativa bankarskog sektora.

Stopa nezaposlenosti se u evrozoni nije promenila od juna, i u septembru je i dalje iznosila 11,5%. U poslednjih godinu dana najveći pad stope nezaposlenosti zabeležen je u Mađarskoj, sa 10%

8. Međunarodno okruženje

na 7,6%, u Španiji sa 26,1% na 24% i Portugalu sa 15,7% na 13,6%. Nezaposlenost mladih je u septembru iznosila 23,3%, i najviša je u Španiji (53,7%) i Grčkoj (50,7%). U Italiji je nezaposlenost porasla sa 12,9% u septembru na 13,2% u oktobru što je najviša vrednost od 1977. godine.

SAD

Rast BDP-a u Q3 je bio iznad očekivanja (3,5%¹) pre svega zbog rasta javne potrošnje i izvoza. Međutim, pitanje da li će rast moći da nastavi ovim tempom na isti način, jer se ostatak svetske ekonomije usporava, što će smanjiti izvoz, a fiskalna politika će moći da značajnije podrži rast tek 2016. Zabrinjavajuće je što se domaća tražnja usporila, posebno privatne investicije. Ovo upućuje da privatni sektor nije potpuno siguran u oporavak.

U oktobru je FED okončao najveći program kupovine hartija od vrednosti u istoriji, poznat kao „kvantitativno popuštanje“. Plasmani stanja centralne banke su zbog toga povećani za 3,5 triliona dolara (veličina nemačke ekonomije). Praktično program nije u potpunosti završen jer će FED reinvestirati u nove obveznice na osnovu prihoda od dospeća starih obveznica. Ekonomisti se i dalje ne slažu oko toga da li je program završen prerano ili prekasno, ili da li je uopšte trebalo da bude pokrenut. Uticaj ovog programa je bio veliki na zemlje u razvoju jer je globalna likvidnost značajno povećana, a prošle godine, prilikom najave njegovog završetka mnoge valute tih zemalja su devalvirale. Ovaj put kada se program i suštinski okončao, efekti su bili minimalni, ali će sledeća rizična faza biti podizanje referentne stope. Referentna stopa je na sastanku u oktobru ostavljena na starom nivou i njeno povećanje se očekuje do juna sledeće godine. Međutim, ukoliko Kina i evrozona nastave da usporavaju, ovakva odluka se može odgoditi da se ne bi uticalo negativno na globalni rast.

Potrošačke cene već tri meseca stagniraju na nivou od 1,7%, što je blagi pad u odnosu na leto kada je prosek bio oko 2%. Važno je naglasiti da iako inflacija stagnira, to se dešava i pored pada cene nafte, tako da se pojavljuju inflacioni pritisci, što neki ekonomisti ističu kao potvrdu da je potrebno povećati referentnu stopu u junu 2015. Bazna inflacija se blago povećala u oktobru (1,8%) u odnosu na prethodna dva meseca (1,7%), ali je i dalje niža od nivoa tokom leta. Ukoliko u sledećih nekoliko meseci bazna i ukupna inflacija pokažu rast, FED će morati da poveća referentnu stopu prema očekivanjima.

Već deveti mesec za redom poslodavci mesečno zapošljavaju preko 200 hiljada novih radnika, što je značajno poboljšanje kada se poredi sa prošlom godinom. Stopa nezaposlenosti je sa 6,7% u martu opala na 5,8% u oktobru. Međutim stopa participacije radne snage stagnira već neko vreme, a rast realnih nadnica ne prelazi 2%. Nizak rast nadnica je uzrokovan pre svega niskim rastom produktivnosti. Zbog toga slika o povećanju zaposlenosti ne pruža potpunu sliku o stanju američke privrede. Oko 70% novih radnih mesta kreiranih u oktobru su poslovi na određeno vreme, u zdravstvu i ugostiteljstvu, a industrija i prerađivačka industrija, usled sporog rasta produktivnosti ne povećavaju zaposlenost.

Istočna Evropa

Mađarska

Godišnji rast BDP se usporio sa 4% tokom Q2 na 3,2% u Q3, a kvartalni sa 0,8% na 0,5%. Rastu su doprineli pre svega industrijska proizvodnja koja je povećala izvoz i poljoprivreda zbog povoljnih vremenskih uslova. Sledeće godine se očekuje rast oko 2% usled usporavanja investicija, ali je moguće da rast bude i viši ukoliko se lična potrošnja oporavi jer se povećava raspoloživi dohodak. U oktobru je godišnja inflacija i dalje bila negativna (-0,4%), ali se ona sledeće godine može približiti targetiranoj (3%), usled povećanja stope poreza, prestanka efekta baze zbog administrativnih smanjenja cena energenata i relativno visokog ekonomskog rasta u poređenju sa

¹ Kvartalna anualizovana stopa rasta koja se koristi u SAD

ostalim zemljama EU. Forinta je ojačala zbog očekivanja monetarnog stimulansa u evrozoni, kao i suficita trgovinskog bilansa Mađarske.

I pored aprecijacije forinte, Centralna banka nije smanjila referentnu stopu (2,1%) i ona će verovatno ostati nepromenjena do kraja 2015. Aktivniji pristup politici kursa očekuje se tek sledeće godine, kada bi se intervencijama na deviznom tržištu prekinula aprecijacija i popunile devizne rezerve, koje su na nižem nivou nego ranije. Takođe, intervencijama bi se obezbedio i profit pa su zbog toga one bolje rešenje od smanjivanja referentne stope. Kamata na 10 godišnje državne obveznice je donosila prinos od samo 3,6%, što je istorijski minimum.

Vlada Premijera Orbana, nakon pobede na parlamentarnim i lokalnim izborima ima veliku podršku pa može da nastavi sa heterodoksnom ekonomskom politikom. Vlada je uvela nekoliko akciza od početka 2015. Godine. Javni dug će biti smanjen u sledećih nekoliko godina sa 50% na 45% a budžetski deficit će biti ispod 3% do 2016. Takođe, biće omogućeno građanima da konvertuju stambene kredite iz strane valute u domaću valutu, kako bi se eliminisao valutni rizik.

Mađarska je pod pritiskom Zapada usled neodustajanja od ekonomskih planova sa Rusijom. Planira se izgradnja atomske centrale u saradnji sa ruskom kompanijom, a mađarska vlada planira prodaju udela MOL-a u hrvatskoj INI ruskoj kompaniji. Zbog toga je Mađarska izložena kritici Evropske komisije, a 10 saradnika premijera Orbana stavljeno na listu sankcija SAD-a. Najverovatnije će mađarska vlada pošto će novi izbori biti tek za preko 3 godine u nekoj meri pustiti pritiscima.

Rumunija

Rumunski BDP je tokom Q3 na godišnjem nivou rastao 3,2% što je ubrzanje u odnosu na Q2 kada je iznosio 1,2%. Rast je bio viši nego što se očekivalo jer su investicije pale manje nego što se prognoziralo, dok je rast lične potrošnje veći od očekivanog. Trenutno tražnju održava samo lična potrošnja dok su investicije, i javne i privatne, veoma niske. Evropska komisija prognozira rast u ovoj godini od 2,3% i 2,5% u sledećoj.

Inflacija na godišnjem nivou je u oktobru iznosila 1,4% dok je bazna bila oko 1%, što upućuje na manjak tražnje. Zbog niske inflacije koja je ispod targeta, centralna banka je smanjila referentnu stopu sa 3% na 2,75% u novembru. Očekuje se još jedno smanjenje na 2,5% početkom godine. Takođe, smanjena je stopa obaveznih rezervi u stranoj valuti sa 16% na 14%, kako bi se oslobodila sredstva banaka za kredite. Najavljen je nastavak smanjenja stopa na obavezne rezerve kako bi se one približile nivou ECB-a.

Favorit za predsedničke izbore Ponta je bio neočekivano pobeden od strane Johannis-a, kandidata desnog centra. Moguća je rekonstrukcija vlade, ukoliko bude neslaganje oko budžeta za sledeću godinu. Potrebno je da se usvoje mere koje ćeš neutralisati rast javne potrošnje uoči izbora smanjenje doprinosa za socijalno osiguranje. Oko ovih stavki postoji neslaganje sa MMF-om i Evropskom komisijom. Kurs leu do sada nije reagovao na novonastalu političku situaciju, ali ukoliko dođe do političkih sukoba i neizvesnosti oko nove koalicije, sigurno će leu oslabiti a troškovi finansiranja porasti. Planirani deficit od 2% za sledeću godinu će verovatno biti ostvaren povećanjem poreza što će smanjiti rast.

Hrvatska

Hrvatska je i u Q3 imala pad BDP od -0,5% na godišnjem nivou. Lična potrošnja i investicije su i dalje niske, dok su rastu doprinele usluge i neto izvoz pre svega zbog pada uvoza. Recesija će se u Hrvatskoj verovatno nastaviti i sledeće godine kada će BDP opasti za oko -0,5%. Manjak privatnih investicija se nedovoljno kompenzuje EU fondovima, a izvoz će biti pod pritiskom usporavanja u evrozoni.

Hrvatska vlada je izložila budžet za 2015. godinu, sa deficitom od 3,8% BDP (ove planiran 5%). Uprkos očekivanjima izostala su smanjena troškova plata, tako da Hrvatska vlada verovatno neće

8. Međunarodno okruženje

moći da održi deficit na planiranom nivou. Zbog toga će odnos javnog duga prema BDP-u početi da se kreće ka 90%. Usled nedostatka strukturnih reformi i mera za poboljšanja poslovne klime očekuje se rast troškova zaduživanja.

Hrvatsku očekuju predsednički izbori krajem decembra, i oni nisu toliko važni u pogledu određivanja politika, ali će uticati na ravnotežu snaga između glavnih partija na izborima sledeće godine.

Nakon devet meseci deflacije, u oktobru je ostvarena inflacija na godišnjem nivou (0,4%), ali je 70% povećanja uzrokovano rastom cena struje, koja je prošle godine imala pad nakon liberalizacije tržišta. Stopa nezaposlenosti je porasla za 1 p.p. na 18,7% u oktobru jer se smanjuje pozitivan uticaj turističke sezone.

POD LUPOM

Ekonomska politika u Srbiji - retrospektiva, reforme i srednjoročna perspektiva

Milojko Arsić¹

Saša Randelović²

Danko Brčerević³

Privreda Srbije je sredinom 2014. godine i formalno ponovo ušla u recesiju, budući da je u dva uzastopna kvartala zabeležila realan pad, koji je u trećem kvartalu produbljen. Stoga se procenjuje da će realan pad BDP-a u 2014. godini iznositi oko -2% (a inicijalno je planiran rast od 1%). Recesija u koju je Srbija ušla u 2014. godini je treća od početka svetske ekonomske krize 2008. godine, tako da će BDP Srbije u 2014. godini biti realno manji za 1,5% u odnosu na pred-krizni nivo (2008. godine), dok je BDP u zemljama EU u tom periodu, i pored dve faze recesije, kumulativno realno porastao za 0,7%. Prva dva recesiona ciklusa u Srbiji (2008. i 2011. godine) su bila u znatnoj meri povezana sa nepovoljnim ekonomskim kretanjima u Evropi i šire, budući da su i zemlje Evropske unije, na koje odlazi najveći deo izvoza Srbije, u 2008. i 2011. zabeležile negativne stope privrednog rasta. Ipak, nakon toga u zemljama EU je došlo do postepenog oporavka, tako da se u 2014. godini očekuje stopa realnog privrednog rasta od 1,6%, što ukazuje da je treći talas recesije u Srbiji uzrokovan pre svega internim faktorima. Za razliku od pred-kriznog modela privrednog rasta, koji se zasnivao na snažnom rastu privatne i državne potrošnje, koje su finansirane prihodima od privatizacije i zaduživanjem, epizode privrednog rasta od 2008. (u 2010–2011. i 2013. godini) su bile većim delom podstaknute rastom investicija i neto izvoza, budući da privatna potrošnja od 2009. kontinuirano opada (zbog pada realnih dohodaka i kredita), a da je rast državne potrošnje usporen, što se ocenjuje kao poželjno rebalansiranje. Ipak, snažan rast investicija u 2011. i 2012. je bio skoncentrisan na nekoliko projekata/preduzeća (Fiat i NIS), a u međuvremenu nije došlo do ugovaranja i pokretanja značajnijih novih investicionih projekata. Takođe, snažan rast izvoza u prethodnim godinama se u najvećoj meri odnosi na automobilsku i naftnu industriju, za koje se, sa postojećim proizvodnim asortimanom i kapacitetima, ne može očekivati da znatnije povećavaju proizvodnju i izvoz u narednom periodu. Posmatrano po delatnostima, uočava se da je od 2008. godine najveći pad zabeležen u sektoru građevinarstva, što je posledica pada dohodaka/zaposlenosti i kredita, kao i ograničenja na strani ponude (izdavanje građevinskih dozvola, upis vlasništva u katastar i dr.). U drugoj polovini 2014. godine došlo je do osetnijeg usporavanja i prerađivačke industrije, što je u velikoj meri povezano sa negativnim trendovima u automobilskoj industriji i odsustvom novih investicija. Shodno navedenom, zaključuje se da su negativne tendencije u privrednoj aktivnosti posledica rizika povezanih sa izrazito visokim fiskalnim deficitom i brzo rastućim javnim dugom, koji destimulišu privatne investicije i priliv kredita, kao i nepovoljnih uslova za investiranje i poslovanje, a u manjoj meri i nepovoljnog međunarodnog okruženja (sporiji rast privredne aktivnosti od očekivanog, u zemljama koje su ključni trgovinski partneri Srbije – Italija, Nemačka, Rusija).

1. Makroekonomski trendovi 2008-2014 – od krize do krize

Prema zvaničnim podacima Republičkog zavoda za statistiku (RZS), na osnovu podataka iz Ankete o radnoj snazi, stopa nezaposlenosti u Srbiji je u trećem kvartalu 2014. iznosila 17,6%, što je za 7,9 pp. manje nego u aprilu 2012. godine, pri čemu je samo u trećem kvartalu 2014. godine stopa nezaposlenosti opala za čak 2,7 pp. S obzirom da je BDP Srbije u periodu od 2012. do 2014. godini kumulativno realno opao za oko 0,7%, a da je u trećem kvartalu

¹ Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i QM

² Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i QM

³ Fiskalni savet i QM

Ekonomika politika u Srbiji - retrospektiva, reforme i srednjoročna perspektiva

2014. zabeležio pad od 3,4%, pri čemu je taj pad u velikoj meri uzrokovan padom aktivnosti u radno intenzivnim delatnostima (kao što je građevinarstvo), smanjenje stope nezaposlenosti gotovo za trećinu, u dvogodišnjem periodu, tj. za preko 10% u jednom kvartalu, bi bilo neočekivano i teško objašnjivo ekonomskim razlozima. Podaci o kretanju strukture zaposlenosti i nezaposlenosti pokazuju da je u prve dve godine krize (2009. i 2010.), najveći pad zaposlenosti zabeležen u poljoprivredi, što je neočekivano, budući da u poljoprivredi nije zabeležen osetniji pad proizvodnje, a elastičnost zaposlenosti u odnosu na proizvodnju u ovom sektoru relativno niska (jer je uglavnom reč o porodičnim domaćinstvima). Slično tome, smanjenje stope nezaposlenosti u periodu 2012-2014. se objašnjava znatnim rastom broja pomažućih članova poljoprivrednih domaćinstava, dok kretanje broja zaposlenih za platu, opada. Shodno navedenom, postavlja se pitanje pouzdanosti merenja kretanja na tržištu rada, budući da su dobijeni rezultati/trendovi kontradiktorni u odnosu na ostale makroekonomske tokove. S obzirom da je stopa nezaposlenosti od 2008. do 2014. porasla kumulativno za 3,6 pp, što bi moglo biti konzistentno sa ostalim makroekonomskim kretanjima u tom periodu, moguće je da novi rezultati o nivou nezaposlenosti odražavaju stvarno stanje, ali je onda malo verovatno da je u prethodnim godinama stopa nezaposlenosti toliko značajno rasla (prelazila 25%), te da je u kratkom roku, u uslovima recesije, drastično opala (za trećinu). Bilo da podaci o nivou nezaposlenosti ili o njenoj varijaciji ne odražavaju stvarno stanje, problem nepouzdanosti statističkih podataka predstavlja jedno od bitnih ograničenja za efikasno vođenje ekonomske politike.

Tabela 1. Makroekonomska kretanja u Srbiji od 2008. do 2014. godine

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*
Stopa rasta BDP-a (%)	5.4	-3.1	0.6	1.4	-1.0	2.6	-2.0
	0.4	-4.3	2.1	1.5	-0.3	0.1	1.6
Stopa nezaposlenosti 15-64 (%)	14	16.6	19.2	23.7	22.4	20.1	17.6
Deficit tekućeg računa platnog bilansa (% BDP)	-20.9	-6.2	-6.3	-8.6	-10.0	-4.6	-7.0
Strane direktne investicije (% BDP)	5.4	4.5	2.9	5.5	2.1	3.6	4.1
Spoljni dug (% BDP-a)	64.6	77.7	85	76.7	86.9	80.8	80
Stopa inflacije (%)	8.6	6.6	10.3	7	12.2	2.2	2
Kurs dinara prema evru (kraj godine)	88.6	95.9	105.5	104.6	113.7	114.6	121.2
Stopa realne depresijacije kursa dinara prema evru ¹	3.0	1.5	-0.3	-7.3	-3.1	-1.4	3.6
Prirast kredita privredi i stanovništvu (mln. evra)	1,125	1,306	1,657	1,784	589	-875	-300
Stopa nenaplativih kredita (%)	5.79	10.8	11.9	14.2	16.5	21.9	22.0
Fiskalni deficit po domaćoj metodologiji (% BDP) ²	-2.5	-4.2	-4.4	-4.6	-6.6	-4.6	-5.0
Fiskalni deficit po međunarodnoj metodologiji (% BDP) ³	-2.5	-4.2	-4.4	-4.6	-6.6	-5.6	-7.0
Javni dug (% BDP)	28.3	32.8	41.9	44.4	56.1	59.4	70

1) Negativan predznak označava realnu apresijaciju kursa, a pozitivan predznak depresijaciju

2) Fiskalni deficit bez rashoda "ispod crte" (za sanaciju banaka, za plaćanja po aktiviranim garancijama datim za kredite banaka javnim i državnim preduzećima i dr.

3) Fiskalni deficit iskazan po međunarodnoj GFS metodologiji, uključujući i rashode "ispod crte" (podaci o rashodima "ispod crte" raspoloživi samo za 2013. i 2014.)

4) Neki od podataka za 2014. godinu se odnose na procenu za kraj godine (stopa rasta BDP-a, fiskalni deficit i javni dug), dok se ostali odnose na kraj trećeg kvartala

U periodu od 2009. godine došlo je do osetnog usporavanja uvoza, uzrokovanog padom realnih dohodaka i usporavanjem kreditne aktivnosti, dok je izvoz, nakon znatnog pada u 2009, od 2010. godine snažno rastao, tako da je u 2014. godini bio za oko 51% realno veći nego 2008. godine, što je dovelo do povećanja pokrivenosti uvoza izvozom, sa 46%, 2008. godine, na 73% u prva tri kvartala 2014. godine. Rast izvoza, koji je bio naročito dinamičan 2010. i 2013. godine, uzrokovan je puštanjem u rad većeg broja investicionih projekata, ugovorenih u periodu pre krize i oporavkom tražnje u zemljama EU (ovim se objašnjava rast izvoza u 2010. godini), kao i početkom rada Fiatove fabrike i drugih kooperantskih preduzeća iz automobilske industrije, te osetnim rastom izvoza naftnih derivata u region, iz obnovljenih pogona NIS-a (čime se objašnjava rast izvoza u 2013. godini), dok u 2014. godini dolazi do osetnog smanjenja stope rasta izvoza, budući da su izvozni potencijali pomenutih projekata uglavnom iscrpljeni, a da u međuvremenu nije bilo znatnih novih investicija. Procenjuje se da bi rezultati u pogledu neto izvoza do 2013. bili još bolji, da u periodu od 2011. do 2013. godine nije došlo do znatne realne aprecijacije kursa dinara (za gotovo 12%), što se negativno odrazilo na međunarodnu konkurentnost privrede Srbije. Shodno opisanim kretanjima, deficit tekućeg računa platnog bilansa je znatno smanjen u odnosu na pred-krizni nivo (iako je u 2010. godini, zbog znatnog rasta uvoza kapitalne opreme za Fiat i NIS, porastao), ali je on u 2014. godini i dalje relativno visok (oko 6% BDP-a), što je dugoročno neodrživo, u uslovima relativno malog priliva investicija i usporavanja kreditne aktivnosti iz inostranstva. Visok deficit tekućeg računa platnog bilansa do 2008, te njegova umerena vrednost u 2009. i 2010. godini, usporavanje priliva stranih direktnih investicija, osetan pad BDP-a u 2009. i umerena deprecijacija kursa

dinara, uticale su na osetni rast spoljnog duga zemlje, sa 64,6% BDP-a u 2008. godini na 85% BDP-a u 2011. godini. Smanjenje deficita platnog bilansa, snažna realna aprecijacija kursa dinara, uz blagi oporavak privredne aktivnosti u 2013. godini uticali su na blagi pad spoljnog duga zemlje, na oko 80% BDP-a krajem 2014. godine, što se smatra gornjom granicom dugoročno održivog nivoa spoljnog duga. Istovremeno, došlo je do osetnog povećanja učešća javnog duga (sa 29% na gotovo 54% ukupnog spoljnog duga), a smanjenje učešća privatnog duga (sa 71% na 46%), što je posledica zaduživanja države u inostranstvu radi finansiranja fiskalnog deficita, te neto razduživanja privrede prema inostranstvu. Struktura spoljnog duga zemlje prema rokovima dospeća ukazuje na to da će u naredne tri godine, a naročito 2017. i 2018. godine, dospeti za plaćanje znatan deo spoljnog duga, zbog čega je neophodno pravovremeno (u toku 2015. godine) preduzeti aktivnosti na sprečavanju problema sa spoljnom likvidnošću zemlje, iako su devizne rezerve relativno velike, što bi moglo da podrazumeva i dugoročno refinansiranje nekih većih kratkoročnih i srednjoročnih obaveza.

Stopa inflacije u 2013. i 2014. je vrlo niska (oko 2%), što je posledica pada domaće tražnje, pada cene nafte, kao i relativno restriktivne monetarne politike NBS. Iako niska inflacija i recesione tendencije u privredi upućuju na potrebu smanjenja restriktivnosti monetarne politike, visok stepen evroizacije smanjuje potencijalnu efektivnost monetarne politike u podsticanju privredne aktivnosti i efekte smanjenja njene restriktivnosti na devizni kurs čini većim. Ipak, vrlo niska stopa inflacije, koja je u 2014. godini ispod donje granice ciljanog koridora (4+/-1,5%), koji je korišćen za izradu fiskalnih projekcija, otežava vođenje fiskalne politike, čineći prihode od poreza na potrošnju manjim od očekivanih, zbog čega bi bilo neophodno da mere monetarne politike budu intenzivnije korišćene u cilju ostvarenja stope inflacije koja je približna sredini ciljanog koridora.

Od 2010. do 2013. godine kurs dinara prema evru je kontinuirano realno apesirao (ukupno za 12,1%), usled smanjenja deficita tekućeg računa platnog bilansa, umerenog nivoa stranih direktnih investicija, i znatnih priliva po osnovu portfolio investicija (pre svega u državne hartije od vrednosti). U 2014. godini je taj trend prekinut, i (od početka godine do kraja prve nedelje decembra) zabeležena je realna apesijacija kursa za 3,6%, ali je realna vrednost dinara i dalje veća nego 2010. godine. Znatna realna apesijacija od 2010. do 2013. je uticala negativno na međunarodnu konkurentnost domaće privrede, tako da se realnom depresijacijom koja se događa u drugoj polovini 2014. godine tek delimično otklanja efekat apesijacije u prethodnim godinama. Dinamika i intenzitet intervencija NBS na deviznom tržištu ukazuju da je u znatnoj meri napušten princip intervencija u cilju sprečavanja prekomernih dnevnih oscilacija kursa, već da se intervencijama pokušava uticati na trend, što se može zaključiti i iz javnih istupanja rukovodstva NBS. Depresijacija kursa dinara pozitivno utiče na međunarodnu konkurentnost privrede, ali ima negativne efekte na bilanse banaka i neto imovinu građana i privrede koji imaju kredite u stranim valutama. S obzirom da je poželjno da se kroz depresijaciju kursa pruži podsticaj izvozu, i da je stopa inflacije vrlo niska, ali istovremeni imajući u vidu činjenicu da je stopa nenaplativih kredita visoka, te da realni dohoci građana opadaju, ocenjuje se da kontinuirana blaga depresijacija kursa dinara predstavlja optimalan ishod.

Sklapanje „Bečke inicijative“ uticalo je da u prvom talasu krize banke ne povlače sredstva iz Centralne i Istočne Evrope, tako da je sve do 2011. godine kreditna aktivnost banaka prema građanima i privredi rasla. Istek tog dogovora, koji je koincidirao sa velikom krizom u Evrozoni, izazvanom krizom javnog duga u Grčkoj i fiskalnim problemima drugih zemalja južne Evrope, uz rastuće makroekonomske (pre svega fiskalne) rizike u Srbiji, uticali su na naglo usporavanje kreditne aktivnosti u 2012. godini (odobreni krediti građanima i privredi su bili za 1,1 mlrd. evra manji nego u 2011. godini), a negativne tendencije su znatno produbljene u 2013. godini, kada je čak došlo do znatnog neto razduživanja građana i privrede. Kreditna aktivnost u 2014. godini je nastavila da opada, iako je taj pad nešto sporiji nego u prethodnoj godini. Uvođenje programa subvencionisanja kredita za likvidnost privredi u maju 2014. uticalo je na privremeno zaustavljanje pada kreditne aktivnosti, ali se bez rešavanja problema nenaplativih kredita, otklanjanja drugih ograničenja (finansijska nedisciplina i sl.) i smanjenja (makroekonomskih i mikroekonomskih) rizika i troškova poslovanja u Srbiji, a posledično i kamatnih stopa, ne može očekivati osetniji rast kreditne aktivnosti. U uslovima plitkog finansijskog tržišta, oživljavanje mikrokreditnih organizacija, u kombinaciji sa merama za rešavanje problema nenaplativih kredita, bi moglo da doprinese rastu kreditne aktivnosti u narednom periodu.

Zbog pada privredne aktivnosti, akutnih problema privrede sa likvidnošću i solventnošću, neefikasnosti postupka stečaja i promene vlasništva nad imovinom, zloupotreba u državnim bankama prilikom odobravanja kredita, te osetnog pada realnih dohodaka i zaposlenosti, stopa nenaplativih kredita u Srbiji je od 2008. do 2014. godini porasla gotovo četiri puta, dostigavši nivo od oko 22%, pri čemu je nenaplativost kredita od privrede mnogo veća nego od stanovništva. Kao takva, stopa nenaplativih kredita je među najvišima u Centralnoj i Istočnoj Evropi (uz Crnu Goru, Albaniju i Rumuniju). Ipak, uočava se da je tokom 2014. godine došlo do određenog usporavanja rasta stope

nenaplativih kredita, u odnosu na prethodne godine, budući da je u prva tri kvartala prirast iznosio 0,1 pp, a u prethodne tri godine u proseku 2,6 pp godišnje. To je delom i posledica zatvaranja četiri banke sa velikim iznosima nenaplativih kredita, i isključivanja njihovog portfolija iz obračuna stope nenaplativih kredita. Visokoj stopi nenaplativosti kredita u bitnoj meri su doprinele zloupotrebe kod odobravanja kredita privatnim preduzećima, često od strane državnih banaka, što je dovelo do toga da u prethodne četiri godine, četiri banke izgube dozvolu za rad i odu u stečaj, izazivajući budžetske rashode od oko 3% BDP-a, za potrebe isplate depozita. Ti rashodi su mogli biti manji da je država isplaćivala samo garantovani iznos depozita (do 50.000 evra po deponentu), ali po cenu rasta nepoverenja u stabilnost bankarskog sistema. Stoga se potpuni izlazak države iz vlasništva u bankama, uz mogućnost zadržavanja manjinskog udela u Komercijalnoj banci, ocenjuje kao ekonomski opravdan, što bi uz znatno unapređenje kontrolne funkcije NBS trebalo da spreči nastanak ovih rizika i budžetskih rashoda u budućnosti. Visoka stopa nenaplativih kredita znatno povećava troškove banaka, i tako bitno utiče na visinu kamatnih stopa, kao i na spremnost/opreznost banaka za odobravanje novih kredita. S obzirom na značaj i veličinu ovog problema, neophodno je da država (NBS i Vlada) naprave odgovarajući institucionalni okvir za njegovo rešavanje, kroz olakšavanje trgovanja potraživanjima banaka (i podsticanje ulaska velikih međunarodnih kompanija koje se bave ovim poslovima), te kroz unapređenje stečajnog postupka (usvajanje izmena Zakona o stečaju tokom leta 2014. predstavlja bitan korak u tom pravcu) i izmirenje obaveza od strane države u potpunosti i na vreme. Preuzimanje obaveza privatnih preduzeća ili potraživanja banaka, od strane države ne predstavlja ekonomski opravdano rešenje, jer bi podstaklo ponašanje po principu moralnog hazarda, a istovremeno bi ozbiljno ugrozilo održivost javnih finansija.

U period krize Srbija je ušla sa relativno niskim fiskalnim deficitom i javnim dugom, pri čemu je strukturni deficit u 2008. bio veći od stvarnog, zbog visokog privrednog rasta i velikog apsorpcionog jaza. Diskrecione mere fiskalne politike (povećanje plata u javnom sektoru i smanjenje poreza u 2006-2007. godini, vanredno povećanje penzija za 22% u 2008. godini, fiskalna decentralizacija u 2011. godini, rast broja zaposlenih u javnom sektoru, potreba za državnom intervencijom u sanaciji bankarskog sistema i značajan rast subvencija javnim i državnim preduzećima i dr.), učinili su da fiskalni deficit u Srbiji od početka krize gotovo kontinuirano raste, dok je u drugim evropskim državama od 2011. počeo da opada. Tako se očekuje da fiskalni deficit u 2014. godini, po međunarodno uporedivoj metodologiji, koja uključuje i rashode „ispod crte“, konsolidovani fiskalni deficit se procenjuje na oko 7% BDP-a, i kao takav je među najvišima u Evropi. Kao posledica kontinuirano visokog i rastućeg fiskalnog deficita od 2008. godine javni dug je porastao za preko 40% BDP-a, tako da se procenjuje da će do kraja 2014. godini iznositi oko 70% BDP. Ovakva visina i trend u kretanju javnog duga za zemlju niskog nivoa razvijenosti i niskog kreditnog rejtinga se ocenjuju kao dugoročno neodrživi. Zbog toga, a imajući u vidu činjenicu da je najveći deo fiskalnog deficita u Srbiji strukturne prirode, te da privredni rast neće dovesti do njegovog osetnijeg smanjenja, neophodno je u srednjem roku (naredne četiri godine) merama fiskalne konsolidacije fiskalni deficit smanjiti za 4-5% BDP-a, na ispod 3% BDP-a. U uslovima niske vrednosti fiskalnih multiplikatora, što je karakteristika malih otvorenih privreda sa fleksibilnim kursom, to se može ostvariti pre svega kroz smanjenje tekućih javnih rashoda.

Od 2007. godine Srbija stagnira ili nazaduje na međunarodnim listama konkurentnosti, uslova poslovanja i ekonomskih sloboda. Tako je 2007. godine, Srbija bila na 91. mestu liste konkurentnosti Svetskog ekonomskog foruma, a 2014. godine na 94. mestu, a od zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE), jedino je Albanija imala lošiji rang. Slični zaključci se izvode i iz rang liste zemalja prema uslovima poslovanja, koju objavljuje Svetska banka, gde je Srbija je na 95. mestu i kao takva lošije plasirana od svih drugih zemalja CIE. Prema rang listi zemalja prema stepenu ekonomskih sloboda, koju objavljuje fondacija Heritidž, Srbija je na 91. mestu, što je najlošiji rezultat među zemljama CIE. Imajući u vidu ovaj rezultat te činjenice da javna potrošnja čini oko 44% BDP-a Srbije (a proseka za zemlje CIE je oko 42% BDP-a), da rashodi na subvencije iznose preko 3% BDP-a (dok je proseka u EU oko 1,5% BDP-a), te da gotovo 32% zaposlenih radi u javnom sektoru, zaključuje se da je stepen državne intervencije u privredi u Srbiji izrazito velik. Time se opovrgava tvrdnja da je loša ekonomska situacija u Srbiji posledica liberalizma, kao paradigme ekonomske politike od 2001. godine.

Tri epizode recesije od 2008. godine, visoka dugoročna nezaposlenost, relativno visok deficit tekućeg računa platnog bilansa i spoljni dug, izrazito visok fiskalni deficit i neodržive tendencije u kretanju javnog duga, loši uslovi poslovanja (u poređenju sa drugim zemljama CIE), u uslovima opadanja kreditne aktivnosti, visoke stope nenaplativih kredita i relativno niskih investicija, te ekonomski i politički nestabilnog međunarodnog okruženja ukazuju da je nepovoljna ekonomska pozicija Srbije rezultat akumuliranja velikog broja strukturnih problema, od kojih su neki nasleđeni iz prethodnih godina, a neki novonastali. Uzroci ovako nepovoljnog stanja nalaze se u visokim makroekonomskim rizicima (pre svega usled neodrživosti javnih finansija), lošem poslovnom okruženju, koje se ogleda u neefikasnom

javnom sektoru i niskom kvalitetu javnih usluga (javna administracija, zdravstvo i obrazovanje), široko rasprostranjenoj finansijskoj nedisciplini, te nepredvidivošću uslova poslovanja, koje rizike i troškove investiranja i poslovanja u Srbiji čini visokim. Stoga je za značajnije povećanje izgleda za brži privredni rast u srednjem roku, neophodno relativno brzo (praktično do kraja 2015. godine), sinhronizovano i koordinisano sprovesti niz strukturnih reformi u pravcu dovršetka procesa tranzicije ka tržišnoj ekonomiji. Takve reforme ne predstavljaju garant ubrzanja privrednog rasta, jer on zavisi i od brojnih eksternih faktora, koji nisu pod kontrolom države, ali predstavljaju nužan uslov za rast, jer bi bez njihovog sprovođenja, čak i u uslovima pozitivnih tendencija u međunarodnom okruženju, brži privredni rast u Srbiji bio malo verovatan.

2. Ekonomska politika i reforme

Osnovna slabost ekonomske politike od 2000. godine je u tome što su predstavnici Vlade pri donošenju odluka davali prednost kratkoročnim u odnosu na dugoročne efekte ekonomske politike i reformi. Primeri takvih politika su brojni, a neki od važnijih su davanje prednosti rastu tekuće potrošnje u odnosu na rast investicija, znatno brži rast domaće tražnje od rasta proizvodnje, precenjivanje kursa dinara, privlačenje investicija fiskalno neodrživim subvencijama, subvencionisanje građana i privrede kroz niske cene infrastrukturnih usluga, uzimanje dividendi od javnih preduzeća i njihovo korišćenje za tekuću potrošnju države i dr. Reforme koje su u Srbiji sprovedene nakon 2000. godine bile su spore, nedovoljne i parcijalne da bi se uspostavila funkcionalne tržišna privreda kakva postoji u kontinentalnim evropskim državama. Uloga države u privredi je preterana, što je u kombinaciji sa neefikasnom državom glavni uzrok problema u privredi. Stoga je neophodno da se u Srbiji ubrzaju reforme ka tržišnoj privredi, smanje razmere državne intervencije, a država učini efikasnijom.

Rešavanje nagomilanih problema u privredi Srbije kao i stvaranje uslova za dugoročno održiv rast zahteva snažan zaokret u ekonomskoj politici kao i ubrzanje reformi. Potrebe da se takav zaokret ostvari postoje već nekoliko godina, ali su sada stvoreni uslovi da se on realizuje, dok su mogućnosti za odlaganje gotovo sasvim iscrpljene. Aktualna Vlada ima stabilnu većinu u skupštini i relativno dug horizont do narednih izbora, što predstavlja važan politički preduslov za ubrzanje reformi i zaokret u ekonomskoj politici. Osim toga Vlada je postigla dogovor sa MMF-om o ekonomskoj politici i reformama za naredni trogodišnji period, a obaveza realizacije određenih reformi proističe i iz procesa pridruživanja EU. Ocenjujemo da reforme koje Srbija sprovodi u okviru aranžmana sa MMF i pridruživanja EU predstavljaju minimum onoga što Srbija treba da uradi u narednim godinama. Verovatnoća realizacija najavljenih ekonomskih politika i reformi je porasla u odnosu na prethodne godine (i deceniju), ali se mogu očekivati i određene teškoće i problemi u njihovom sprovođenju.

2.1 Fiskalna konsolidacija i unapređenje efikasnosti javnog sektora

Ključni zaokret u ekonomskoj politici treba da se sprovede kroz najavljenju fiskalnu konsolidaciju, u okviru koje će se fiskalni deficit smanjiti sa sadašnjeg nivoa od oko 7% na oko 3,5-4% BDP u periodu od tri godine, što je na donjoj granici održivosti, jer će se time rast relativnog javnog duga 2017. samo usporiti, a ne i zaustaviti, a neće biti stvoren prostor za osetnije povećanje javnih investicija i ulaganja u obrazovanje, koji bitno utiču na budući privredni rast. Smanjenje rashoda za plate i penzije doneće trajne uštede od oko 400 miliona evra odnosno od nešto preko 1% BDP. Detaljan sadržaj i dinamika primene ostalih mera za smanjenje fiskalnog deficita još uvek nisu predstavljeni javnosti, ali je prilično izvesno da će osim do sada ostvarenog smanjenja plata i penzija biti neophodne krupne dodatne uštede. Najveći potencijal za uštede nalazi se u smanjenju subvencija i rashoda za servisiranje garantovanih kredita. Realizacija fiskalne konsolidacije zahteva da se rashodi za ove namene, na nivou konsolidovanog sektora države, smanje sa sadašnjeg nivoa od oko 3-3,5% BDP-a, na oko 1,5% BDP-a u 2017. godini. Uštede od 1% BDP-a mogu se ostvariti i smanjenjem broja zaposlenih u javnom sektoru, ne računajući javna i druga državna preduzeća, za oko 10%, što iznosi oko 50 hiljada. Veće smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru biće teško izvodljivo, a da se pri tome ne ugrozi kvalitet i dostupnost usluga javnog sektora.

Sprovođenje fiskalne konsolidacije stvorice prostor za postepeno smanjenje restriktivnosti monetarne politike. Centralna banka bi trebalo da smanjuje restriktivnost monetarne politike sve dok se inflacija ne vrati na sredinu ciljnog koridora. U uslovima visoke evroiziranosti, to praktično znači da bi NBS trebalo da dozvoli blagu deprecijaciju dinara, sve dok deprecijacija ne počne da ugrožava zadržavanje inflacije u ciljnog okviru, vodeći računa pri tome i o efektima deprecijacije na nenaplativost bankarskih kredita.

Realizacija fiskalne konsolidacije je tesno povezana sa reformama javnog sektora, uključujući i javna preduzeća, ali i sa privrednim reformama. Da bi se ostvarile uštede po osnovu smanjenja subvencija i servisiranja garantovanih kredita nužno je da se u kratkom roku donesu ključne mere za restrukturiranje javnih preduzeća. U gotovo svim preduzećima u državnom vlasništvu postoji znatan prostor za smanjenjem troškova, poput troškova rada, ali i zaustavljanje preliivanja resursa u privilegovana privatna preduzeća. Osim toga, u nekim javnim preduzećima poput EPS, Srbijagasa i nekih komunalnih preduzeća neophodno je i povećanje cena njihovih proizvoda. Međutim, ocenjujemo da je najvažnija pojedinačna mera u okviru restrukturiranja javnih preduzeća prestanak isporuke proizvoda (gasa, struje, komunalnih usluga) kupcima koji ne plaćaju usluge. Primena ove mere je neophodna u što kraćem roku, a najkasnije do sredine naredne godine i ona bi trebala da se primenjuje bezuslovno, bez obzira da li se radi o preduzećima u restrukturiranju, lokalnim samoupravama ili državnim ustanovama. Ukoliko se odloži primena ove mere može se očekivati da će javna preduzeća ponovo tražiti od države pomoć, a to znači da se neće ostvariti neophodno smanjenje subvencija i rashoda po osnovu garantovanih kredita. Dodatni uslov za smanjenje subvencija je odustajanje od izdašnih subvencija koje se odobravaju investitorima. Reforme privrednog sistema kojim bi se smanjili troškovi i rizici poslovanja (građevinske dozvole, efikasna zaštita ugovora i svojine, manji troškovi plaćanje poreza, itd.), izgradnja infrastrukture i dr. bi trebalo da privuku više investicija nego što se to sada postiže sa subvencijama.

Smanjenjem broja zaposlenih u javnom sektoru za oko 10% u naredne tri godine treba da se sprovede uporedo sa reformama koje bi dovele do povećanje kvaliteta usluga javnog sektora, počev od pravosudnih i bezbednosnih, do infrastrukturnih, obrazovnih i zdravstvenih. Smanjenje broja zaposlenih se samo jednim delom (oko 50%) može ostvariti preko prirodnog odliva⁴ (odlaska u penziju, prelazak u privatni sektor), što znači da će znatnim delom morati da se sprovede kroz ciljno otpuštanje zaposlenih koji rade na neproduktivnim radnim mestima.

Neke od najavljenih mera za smanjenje fiskalnog deficita, poput uzimanja dividendi od javnih preduzeća ili uvođenje akciza na električnu energiju su krajnje problematične. Smanjenje deficita uzimanjem dividendi od javnih preduzeća predstavlja neizvesnu meru (ako preduzeće ne ostvari profit – nema ni dividende), koja je pri tome vrlo štetna za pouzdanost i kvalitet njihovih usluga, jer bi se time znatno smanjile investicije u zamenu izraubovane infrastrukture (elektrana, elektro-mreža i dr). Neka od javnih preduzeća poput Telekoma posluju u uslovima konkurencije, pa uzimanje dividendi i smanjivanjem investicija dovodi do pada vrednosti preduzeća – ono što država dobije kroz dividende izgubiće prilikom prodaje Telekoma. Stalno uzimanje dividendi od strane države je nepovoljno i sa stanovišta ukupne privrede, jer se profit u preduzećima upotrebljava za investicije, dok se dividende od strane države skoro u celini koriste za finansiranje tekuće potrošnje, zbog čega se investicije na nivou društva smanjuju približno za iznos uzetih dividendi od strane države.

Shodno navedenom, procenjuje se da je neophodno značajno unapređenje upravljanja javnim preduzećima i nadzorne funkcije države u njima, kako bi se unapredila njihova srednjoročna profitabilnost, a da bi dodatni profit koji bi tako nastao trebalo iskoristiti za reinvestiranje u ta preduzeća i podizanje kvaliteta i pouzdanosti njihovih usluga. Eventualno uvođenje akciza na struju bi moglo da obezbedi sigurne i relativno značajne prihode za budžet. Međutim, uvođenje akciza na struju u uslovima dok se više od pola proizvedene količine struje prodaje po ceni koja je za oko 30% ispod cene koštanja, bilo bi krajnje nepovoljno za funkcionisanje i razvoj EPS-a, a u srednjem roku mogli bi da se pojave i problemi za budžet Srbije. Uvođenje akciza na struju tokom naredne godine skoro sigurno bi odložilo povećanje proizvođačke cene struje, a to bi značilo da će EPS u narednim godinama imati nedovoljno sredstva za tekuće funkcionisanje i kapitalne remonte, zbog čega će se kumulirati njegovi problemi sa likvidnošću. Uz niske cene struje i za sada vrlo maglovite planove za unapređenje troškovne efikasnosti preduzeća postoji znatan rizik da problemi sa likvidnošću EPS-a u narednim godinama eskaliraju do stepena u kojem će preduzeću biti neophodna pomoć države, a to bi značilo dodatne rashode za budžet Srbije.

Osim fiskalne konsolidacije Vlada je najavila brojne reforme kao što su: okončanje privatizacije bivših društvenih preduzeća u toku 2015. godine, restrukturiranje javnih preduzeća i privatizaciju nekih od njih, unapređenje privrednog ambijenta i reformu javnog sektora. Navedene reforme su međusobno povezane, što znači da napredak u jednoj oblasti pozitivno utiče na funkcionisanje drugih oblasti. Realizacija navedenih reformi predstavlja nužan uslov za pokretanje dugoročno održivog rasta privrede, ali i za fiskalnu konsolidaciju. Fiskalna konsolidacija, okončanje privatizacije i restrukturiranje javnih preduzeća će doprineti unapređenju privrednog ambijenta

⁴ S obzirom da u prvih 11 meseci u ovoj godini prirodnim odlivom nije došlo do smanjenja broja zaposlenih u javnom sektoru, postoji sumnja u efikasnost ovakve mere za smanjenje broja zaposlenih.

Privatizacija društvenih preduzeća u Srbiji je počela pre skoro dve i po decenije i do sada nije okončana. Rok za okončanje privatizacije društvenih preduzeća, koja se sada uglavnom nalaze u vlasništvu države, je nekoliko puta pomeran. Poslednji plan za privatizaciju, usvojen od strane Vlade krajem 2013. godine je predviđao da se do sredine 2014. godine sva bivša društvena preduzeća privatizuju, odnosno da se pokrene stečaj u slučaju nemogućnosti privatizacije. Međutim, u navedenom periodu ni jedno preduzeće nije privatizovano niti je pokrenut stečaj, što ozbiljno dovodi u pitanje kredibilitet Vlade. Izgledi za uspešnu privatizaciju većine tih preduzeća su vrlo mali, jer su skoro sva preduzeća koja nisu privatizovana do sada prošla kroz jednu ili više neuspešnih privatizacija. Stoga je za okončanje privatizacije presudna spremnost Vlade da u slučaju nemogućnosti privatizacije preduzeća u kratkom roku sprovede njihov stečaj. Okončanje privatizacije bivših društvenih preduzeća je od velike važnosti kako bi se zaustavilo prelivanje gubitaka iz ovih preduzeća na ostala preduzeća i državu, ali i kako bi se stavila u funkciju vredna imovina koju navedena preduzeća neproduktivno koriste. Da bi se sprečio ponovni nastanak državnih preduzeća neophodno je da se u slučaju neuspešnih privatizacija, preduzeća automatski prodaje drugom privatnom vlasniku umesto da ih kao do sada preuzima država.

Restrukturiranje javnih preduzeća je neophodan uslov za smanjenje rashoda države za subvencije i servisiranje garantovanih kredita, a time i za uspeh fiskalne konsolidacije. Privatizacijom nekih javnih preduzeća koja posluju u uslovima konkurencije, uz okončanje privatizacije bivših društvenih preduzeća i banaka u državnom vlasništvu obezbedilo bi da se državno vlasništvo u privredi Srbije svede na nivo koji je primeren evropskim privredama. Smanjivanje državnog vlasništva u privredi je važno kako sa stanovišta ekonomske efikasnosti i privrednog rasta tako i sa stanovišta održivosti javnih finansija. Veliki gubici koje propale relativno male banke i neprivatizovana preduzeća nanose budžetu predstavljaju cenu preterane državne intervencije u privredi Srbije.

2.2 Reforma privrednog ambijenta

Promene privrednog ambijenta predstavljaju, uz reformu javnog sektora, verovatno najsloženiji zadatak koji se nalazi pred Vladom Srbije. Tokom prethodnih godina u ovoj oblasti je ostvaren tek mali napredak, što se potvrđuje skromnim plasmanom Srbije na međunarodnim rang listama konkurentnosti i uslova poslovanja. Unapređenje privrednog ambijenta može da sprovede Vlada koja pri sprovođenju politika vodi računa o njihovim dugoročnim implikacijama. Sredinom 2014. godine aktuelna Vlada je sprovela određene bitne reforme kojima se unapređuje privredni ambijent, kao što su izmene Zakona o radu, Zakona o stečaju i Zakona o privatizaciji. Promene Zakona o radu su po prirodi takve da će skoro izvesno povoljno uticati na tržište rada, dok će efekti promena Zakona o stečaju i Zakona o privatizaciji kritično zavisiti od efikasnosti njihove primene. U decembru su usvojene i izmene Zakona o planiranju i izgradnji, čiji je osnovni cilj da se rok za izdavanje građevinskih dozvola smanji na mesec dana, a da se od druge polovine 2015. i regulatorni troškovi po ovom osnovu smanje, kroz uvođenje sistema elektronskog podnošenja zahteva i izdavanja građevinskih dozvola. Skraćivanjem roka za izdavanje građevinskih dozvola otkloniće se jedna od važnih prepreka za izgradnju, a time i za investicije, ali će i dalje ostati prepreke koje su vezana za neadekvatnu evidenciju vlasničkih prava u katastru. Način rešavanje problem konverzije gradskog građevinskog zemljišta u privatizovanim preduzećima ovim izmenama Zakona nije propisan, što izaziva nesigurnost u pogledu vlasničkih prava i sputava privredne transakcije.

Osim najavljenih reformi za poboljšanje privrednog ambijenta neophodne su i mnoge druge, za koje sada nije izvesno kada će biti realizovane, među kojima je najznačajnije uvođenje čvrstog budžetskog ograničenja, unapređenje zaštite vlasničkih prava i sprovođenja ugovora, izgradnja moderne saobraćajne, energetske, komunalne i telekomunikacione infrastrukture je, te otklanjanje administrativnih barijera.

Unapređenje kvalitete usluga države je podjednako važno, kao i smanjenje njenih troškova. Za funkcionisanje privrede, ali i za ukupni društveni napredak je neophodno da se unapredi rad svih državnih institucija počev od pravosuđa i katastra, bezbednosnih službi, preko republičke i lokalne administracije do obrazovanja i zdravstva. Za svaku od ovih oblasti neophodno je da se usvoje planovi za unapređenje efikasnosti kao i da se definišu merljivi kriterijumi za proveru napretka u ostvarenju tih planova, kao i odgovornost u slučaju izostanka napretka. Jedna od ključnih oblasti za unapređenje efikasnosti javnog sektora je stvaranje kompetentne, posvećene i poštene državne administracije. Nužan uslov za postizanje tog cilja je promena politike zapošljavanja, napredovanja i nagrađivanja svih zaposlenih u javnom sektoru, uključujući i najviše rukovodioce. Umesto sada dominantnih partijskih, rođaćkih, zavičajnih i drugih kanala zapošljavanja i napredovanja, koji dovode do negativne selekcije, neophodno je da se striktno primenjuju konkurentne procedure koje bi u svakom koraku davale prednost najboljima.

2.3. Institucionalne i organizacione pretpostavke ekonomskih reformi

Po prvi put od 2000. godine jedna stranka ima skupštinsku većinu čime je otklonjen rizik da manje stranke blokiraju neke reforme ili da nametnu anti-reformske mere i populističku ekonomsku politiku, kao što je to često bio slučaj tokom prethodnih godina. Mada je sadašnja Vlada homogena, u Srbiji se još uvek primenjuje proporcionalni izborni sistem, tako da postoje velike šanse da se u budućnosti ponovo formiraju Vlade sa velikim brojem stranaka. Stoga je promena izbornog sistema, koji bi smanjio političku fragmentaciju, neophodan uslov za političku stabilnost, a time bi se povećale šanse za realizaciju dugoročno održive ekonomske politike i sprovođenje neophodnih reformi. Ipak, to nije i dovoljan uslov za snažnu fiskalnu konsolidaciju i sprovođenje reformi – da bi se to dogodilo potrebna je spremnost Vlade i na sprovođenje nepopularnih mera, koje bi mogle da imaju negativan kratkoročni uticaj na njen rejting.

Niski administrativni kapaciteti predstavljaju važno ograničenje za sprovođenje kompleksnih reformi, poput reformi sudstava, katastra, lokalne i republičke administracije, Poreske uprave, javnih preduzeća i dr. Problem niskih kapaciteta u javnom sektoru je trajni problem Srbije, koji je dodatno eskalirao u periodu aktuelne Vlade, masovnim zapošljavanjem i napredovanjem ljudi sa nekvalitetnim diplomama. Umesto sposobnosti i rezultata, ključni kanali napredovanja u javnom sektoru su partijska pripadnost i neformalne veze (rođačke, zavičajne i druge). Dugotrajna negativna selekcija dovele je do stvaranja mreže nekompetentnih, a delimično i korumpiranih kadrova. Kao rezultat prethodnog u javnom sektoru među rukovodiocima se nalazi veliki broj onih koji nisu sposobni da unaprede kapacitete institucija kojima rukovode. Štaviše, reforme nisu ni u njihovom interesu, jer bi one direktno ugrozile njihove pozicije. Zbog toga, se umesto stvarnih reformi može očekivati njihovo fingiranje i prikrivena opstrukcija od strane tih činovnika. Problem nedovoljnih kapaciteta za reforme u javnom sektoru u Srbiji može se ublažiti neposrednim uključivanjem predstavnika međunarodnih finansijskih institucija i EU u sprovođenje reformi. Generalno, njihovo angažovanje će imati pozitivan uticaj, mada u nekim situacijama postoji rizik od nametanja šablonskih, suboptimalnih rešenja.

Fiskalna konsolidacija i reforme će se najverovatnije sprovoditi u nepovoljnim međunarodnim okolnostima, zbog čega će negativni efekti na rast privrede, zaposlenost i standard građana biti veći i dugotrajniji. Privreda EU koja je ključna za Srbiju u narednim godinama će najverovatnije biti u stagnaciji ili sporom oporavku, pa se stoga ne može računati na visok rast tražnje, niti na snažan priliv stranih direktnih stranih investicija u Srbiju. U takvim okolnostima Srbiji preostaje da kroz politiku kursa i unapređenje privrednog ambijenta privuče što veći deo oskudnog kapitala. Dodatne teškoće iz međunarodnog okruženja mogu se pojaviti ako se u relativno kratkom roku ne reši kriza u Ukrajini. Produblјivanje i eventualna eskalacije krize, skoro izvesno će pojačati pritiske na Srbiju, od strane SAD i EU, sa jedne i Rusije sa druge strane. U takvim okolnostima politika neutralnosti možda više neće biti moguća, dok bi opredelјivanje za bilo koju stranu dodatno pogoršalo poziciju privrede Srbije. Istrajavanje ne dobrim odnosima sa Rusijom bi u takvim okolnostima verovatno rezultiralo u nekoj vrste sankcije od strane EU, dok bi pridruјivanje politici EU prema Rusiji dovelo u pitanje sporazum o bescarinskoj trgovini sa Rusijom.

3. Ekonomske perspektive u periodu 2015-2017. godina

Prognoze privrednog rasta u 2015. godini za sada su prilično nepouzdate, jer postoji neuobičajeno veliki broj još uvek nepredvidivih činilaca koji bi mogli da znatno utiču na njega. Tako na primer, nije potpuno jasno kako će izgledati fiskalna konsolidacija planirana za 2015. godinu, kakva će biti sudbina najvećih preduzeća u restrukturiranju, ali i velikih privatnih koncerna poput Farmakoma, Interkomerca, Beohemije i dr. Na sve to bi trebalo dodati i problem koji postoji sa velikom nepouzdanošću podataka RZS-a, koji se često menjaju čak i za nekoliko godina unazad, toliko, da to potpuno menja ocenu kretanja privredne aktivnosti i zaključke izvedene na osnovnu analiza.

Za prognozu kretanja BDP-a u 2015. godini korišćena su dva različita pristupa, koja ne daju identičan rezultat: 1) analizom i projekcijom trendova sezonalnog BDP-a procenili smo da bi BDP u 2015. godini mogao da ima pad od 0 do 0,5% i 2) analizom mogućeg kretanja pojedinačnih komponenti BDP-a (privatne potrošnje, državne potrošnje, investicija i neto izvoza) dobili smo da bi pad privredne aktivnosti u narednoj godini mogao da iznosi oko 1%. Uzimajući u obzir činjenicu da drugi metod uzima u obzir i sve trenutno raspoložive informacije o efektima planiranih mera ekonomske politike i reformi (što nije slučaj sa prvim metodom) smatramo ga pouzdanijim i zaključujemo da bi privredna aktivnost u 2015. godini mogla da ima pad od oko 1%.

Na osnovu analize mogućeg kretanja najvažnijih determinanti dohodaka građana (plate i zaposlenost, penzije, potrošački krediti, doznake, socijalna pomoć i dr.), procenjuje se da će privatna potrošnja u 2015. godini imati realni pad

od preko 3%. Istovremeno, polazeći od projektovanog kretanja zarada u državnoj upravi u 2015. godini, procenjuje se da će državna potrošnja u 2015. godini realno opasti za preko 6%. Neto izvoz će u 2015. godini imati pozitivan doprinos rastu BDP-a od oko 1,5 pp BDP, i to usled smanjenja uvoza, uzrokovanog smanjenjem domaće tražnje i depresijacijom dinara, i stagnacije izvoza, zbog razloga koji su prethodno analizirani – spor privredni rast u EU i odsustvo novih velikih investicija u prethodnoj godini i dr. Prognoziranje kretanja investicija je povezano sa većim neizvesnostima, od projektovanja drugih komponenti BDP-a. Ipak, polazeći od očekivanog rasta javnih investicija (za 0,3-0,5% BDP) i privatnih investicija, procenili smo da bi ukupne investicije mogle u 2015. porasti za preko 5%. Rizik da ovaj rast bude manji se odnosi pre svega na neefikasnu realizaciju javnih investicija. Javne investicije su zapravo i u 2014. godini bile planirane na približno istom nivou kao što se sada planiraju u 2015. godini, ali je realizovano znatno manje. Do umerenog rasta privatnih investicija može doći usled završetka procesa privatizacije i jačanja poverenja investitora usled zaključenja sporazuma sa MMF-om.

Vlada Republike Srbije je već najavila da očekuje da će stopa realnog rasta BDP-a u 2016. godini biti 1,5% i zatim 2% u 2017. godini (kao i da su to vrlo konzervativne procene). Naša analiza međutim pokazuje da će stopa rasta BDP-a od 1,5% u 2016. biti teško dostižna, a da bi dobar rezultat privrede u toj godini bio bilo kakav pozitivan rast. Pojednostavljeno posmatrano, trenutne ekonomske teškoće i privatnog i javnog sektora su suviše velike da bi se razrešile za svega godinu dana i omogućile osetniji privredni rast već u 2016. godini. Realni rast BDP-a u 2017. godini od 2% je moguć, ali će i on izostati ukoliko se u naredne dve godine ne otklone ključni problemi sa kojima se privreda Srbije trenutno suočava.

Privredni rast u srednjem roku će u velikoj meri zavisiti od još uvek nepoznatih i nekontrolisanih činilaca, poput ishoda privatizacija velikih državnih preduzeća ili brzine srednjoročnog oporavka privrede EU. Napominjemo i to da za procenu rasta BDP-a u 2016. i 2017. godini nije moguće poslužiti se najjednostavnijom metodom koja bi podrazumevala prognoziranje kretanja BDP-a tako da se njegov rast postepeno približava potencijalnoj srednjoročnoj stopi rasta. U 2016. i 2017. godini još uvek će postojati opasne neravnoteže čije će postojanje da kretanje BDP-a odstupa od srednjoročnog trenda – poput sprovođenja trogodišnje fiskalne konsolidacije dogovorene aranžmanom sa MMF-om. Ističemo i da nije izvesno ni koliko iznosi nova potencijalna srednjoročna stopa rasta BDP-a u Srbiji, jer su prethodnih deset godina bile vrlo atipične – prvo zbog enormnog priliva stranog kapitala u zemlju od 2005. do sredine 2008. godine, a zatim i zbog svetske ekonomske krize. Zbog toga je za prognozu mogućeg kretanja privredne aktivnosti u 2016. i 2017. godini neophodna ipak detaljnija analiza postojećih i očekivanih trendova i najavljenih ekonomskih politika.

U 2016. godinu će se ući iz recesije u 2015. godini. Premda će ukupni pad BDP-a u 2015. godini najverovatnije da iznosi svega 1%, on će u sebi da sadrži i visoke stope rasta (oko 20%) rudarstva i proizvodnje električne energije – zbog poređenja sa dubokim privremenim padom u 2014. godini usled poplava. Da nije ovog privremenog rasta privredna aktivnost u 2015. godini bi bila u padu od oko 1,7% i to je zapravo noseći, nepovoljni, trend privredne aktivnosti posle kojeg se očekuje preokret i rast BDP-a od 1,5% u 2016. godini. Dakle, da bi se ostvario privredni rast od 1,5% u 2016. godini potrebno je da se trend privredne aktivnosti ubrza za preko 3 pp. u odnosu na 2015. godinu, što je značajna promena, za koju nije verovatno da se dogodi tako brzo. Takvo ubrzanje privredne aktivnosti (za preko 3 pp) u jednoj godini se od 2001. godine dogodilo tri puta: *prvi put*, 2004. godine kada je stopa rasta BDP-a povećana sa 3% u 2003. na 9% u 2004. godini, *drugi put* 2010. godine, kada je nakon realnog pada od 3,1% iz 2009. godine ostvaren pozitivan rast od 0,6%, i *treći put*, 2013. godine kada je BDP iz pada od 1% u 2012. godini prešao u rast od 2,6%. Samo drugu epizodu (iz 2010. godine) smatramo relevantnom za analizu, jer je u preostala dva slučaja snažno ubrzanje privredne aktivnosti bilo pod velikim uticajem velike međugodišnje promena poljoprivredne proizvodnje uzrokovane klimatskim faktorima.⁵ Dodatna prednost analize druge epizode (2009-2010. godina) je to što je do oporavka privredne aktivnosti došlo nakon relativno duboke recesije što bi bio slučaj i u 2016. godini. Analiza preokreta u rastu privredne aktivnosti koji se desio u 2010. međutim prilično jasno ukazuje zašto je malo verovatno da se sličan preokret desi i u 2016. godini. Naime, u 2010. godini državna i privatna potrošnja su ostale realno približno nepromenjene u odnosu na 2009. godinu, a izvoz je imao visoku stopu realnog rasta od 15%. U 2016. godini će ovi parametri biti znatno drugačiji. Državna potrošnja će biti u velikom realnom padu zbog neminovnog sprovođenja fiskalne konsolidacije (alternativa bi bila kriza javnog duga), privatna potrošnja će imati realni pad koji se takođe ne može izbeći, a rast izvoza neće moći da bude toliko visok.

Zbog nastavka sprovođenja fiskalne konsolidacije, državna potrošnja u 2016. godini će imati realni pad od oko 5% (zamrznute zarade i smanjenje zaposlenosti u javnom sektoru). Privatna potrošnja će takođe biti u realnom padu koji

⁵ Moguće je naravno da se sličan scenario kretanja poljoprivredne aktivnosti desi i u 2015. i 2016. godini, ali to bi onda značilo veći pad BDP-a u 2015. godini od prognoziranog

procenjujemo na između 1 i 1,5%, jer će se izvori za njeno finansiranje i dalje smanjivati u realnim iznosima (blagi rast mase zarada u privatnom sektoru, koji takođe nije izvestan, ne bi bio dovoljan da kompenzuje znatan pad penzija i zarada u javnom sektoru, a ne može se očekivati ni osetniji rast kredita). Dakle, privatna i državna potrošnja će u 2016. godini zajedno doprinositi padu ukupne privredne aktivnosti za oko 2 pp. iz čega sledi da bi za ostvarenje planiranog privrednog rasta od 1,5% u 2016. godini rast neto izvoza i investicija morao prvo da nadoknadi taj pad, ali i da preko toga dodatno doprinese rastu BDP-a za dodatnih 1,5 pp. BDP-a. Drugim rečima, neto izvoz i investicije bi za ostvarenje rasta BDP-a od 1,5% u 2016. godini morali da zajedno doprinesu rastu BDP-a za čak 3,5 p.p. BDP-a, odnosno za preko 1,2 mlrd. evra – što je malo verovatno (nema uporedivog primera od 2001. godine).

Ono što je međutim moguće je to da se dobrim ekonomskim politikama obezbedi dovoljan rast neto izvoza i investicija kojim bi se izbegla produžena recesija i postavili dobri temelji za solidan i održiv rast u 2017. i narednim godinama. Smatramo da bi bilo kakav pozitivan rast u 2016. bio veliki uspeh, ali ipak ostvarljiv, pod pretpostavkom vođenja adekvatne ekonomske politike u 2015. i 2016. godini. Interesantno je primetiti i to da je kretanje privatne potrošnje dosta inertno, jer znatno zavisi od sporo promenljivih trendova na tržištu rada (masa zarada je ubedljivo najveći izvor sredstava za privatnu potrošnju) a smanjivanje državne potrošnje praktično je već definisano trogodišnjim aranžmanom sa MMF-om – pa će ključna razlika između produžene recesije i privrednog oporavka u srednjem roku upravo zavisiti od rasta neto izvoza i naročito investicija. Na obe ove komponente BDP-a ekonomska politika Vlade može da ima presudan uticaj. Rast neto izvoza u 2016. je moguć, ali će on u toj godini ipak biti ograničen objektivnim okolnostima. Procenjujemo da je najveći domet smanjenja spoljnotrgovinskog deficita (porasta neto izvoza) u 2016. verovatno 1-1,5% BDP-a (oko 400 mln. evra). Za veći rast neto izvoza ne postoje preduslovi ni na strani tražnje ni sa strane ponude. Relativno brz oporavak privreda EU, na koju otpada daleko najveći deo izvoza Srbije se trenutno ne predviđa, pa po ovom osnovu verovatno neće doći do snažnog podsticaja rastu izvoza. Takođe, visokom rastu izvoza u 2016. godini bi morao da prethodi veliki rast investicija u godinama pre toga, a to se trenutno ne dešava i mala je verovatnoća da će tokom 2015. godine da dođe do dramatičnih promena.⁶ Eventualni dolazak neke pojedinačne velike privatne investicije usmerene ka izvozu (poput investicije FIAT-a) tokom 2015. godine još uvek nije izvestan (mada postoje brojne najave), a da se to desi verovatno ne bi mogao da utiče mnogo na rast izvoza u 2016. godini.⁷ Moguća uspešna privatizacija Železare Smederevo bi znatno uticala na rast izvoza, ali je ova kompanija ujedno i jedan od najvećih uvoznika, tako da bi njen doprinos neto izvozu bio relativno mali. S strane uvoza nije realno očekivati njegov znatan pad u 2016, jer domaća potrošnja ipak neće da nastavi da pada osetno kao u 2015. godini, a nešto snažniji rast investicija koji bi se mogao očekivati tokom 2016. godine bi „gurao“ i određeni rast uvoza. Ostvarenje rasta neto izvoza zavisice i od kretanja realnog kursa dinara na šta bi nosioci ekonomske politike posebno trebalo da obrate pažnju. Analize QM-a pokazuju da se krajem 2014. godine kurs dinara približava svom konkurentnom nivou sa kojim je verovatno moguće ostvariti prognoze iz prethodnog pasusa.⁸ Dopusćanje ponovne snažnije realne apresijacije (kao u periodu od 2010. do 2013.) bi bilo štetno za neto izvoz i održivi privredni rast u srednjem roku, što bi trebalo imati u vidu kod vođenja monetarne politike.⁹

Što se kretanja investicija u 2016. tiče, nakon relativno duboke recesije u 2015. godini teško je očekivati da postoje kapaciteti domaće privrede za osetniji tržišni rast investicija. Javni sektor bi mogao da sa svoje strane doprinese rastu investicija u 2016. godini, mada i on ima svoja ograničenja – pre svega ograničen je veličinom fiskalnog deficita i visokim javnim dugom.¹⁰ Od 2016. godine bi i javna preduzeća mogla da počnu da povećavaju svoje investicije, ali preduslov za to je da tokom 2015. godine reše najveći deo ogromnih problema u svom poslovanju. Određeni rast investicija iz inostranstva je moguć i on bi zavisio u dobroj meri od reformi poslovnog ambijenta u 2015. godini (dobar indikator za to bi bilo napredovanje na relevantnim listama konkurentnosti). Ukoliko Vlada uspe da obezbedi tokom 2015. godine dolazak neke od velikih svetskih kompanija, to bi takođe moglo da ima znatan uticaj na kretanje investicija. Ipak, preduslov za osetniji rast investicija je odlučno sprovođenje ekonomskih reformi o kojima je prethodno (u ovom tekstu) bilo reči. Ukoliko se ovakve politike ne budu sprovodile, rast investicija verovatno neće biti dovoljan da bi 2016. godine privredna aktivnost imala pozitivnu stopu rasta i privreda Srbije bi ostala u produženoj recesiji.¹¹

6 Mi smo prognozirali realni rast investicija u 2015. godini od oko 5%

7 Realizacija pojedinačnih projekata te veličine bi zahtevala vreme za pripremu, investiranje, dostizanje punog kapaciteta proizvodnje, što znači da bi, ukoliko se početkom 2015. i otpočne pregovaranje o nekoj takvoj investiciji, pun efekat na neto izvoz u najboljem slučaju bio vidljiv u 2017. godini

8 Na to na primer ukazuje trenutni nivo jediničnih troškova rada merenih u evrima

9 Ne bi bila korisna ni preterana deprecijacija dinara zbog bilansa države i preduzeća opterećenih deviznim obavezama

10 Moguće je da će javni sektor uticati na povećanje investicija bez ovih ograničenja preko koncesija i javnih privatnih partnerstava, ali su to po pravilu netipični i možda čak i rizični projekti sa neizvesnim uticajem na BDP (npr. ako su materijal i radnici iz inostranstva)

11 U regionu imamo primere (Hrvatska) recesije koja traje šest godina

Postavljanje dobrih temelja za održiv privredni rast tokom 2015. i 2016. godine i solidan rast investicija u 2016. godini bi omogućilo da realni rast BDP-a od 2% u 2017. godini bude ostvariv. Ukoliko se, na primer, u 2016. godini ostvari rast BDP-a od oko 0,5%, povećanje rasta na 2% u 2017. godini bilo bi moguće, jer je ubrzanje rasta BDP-a za 1,5-2 p.p. izvodljivo (što se više puta u prethodnih 15 godina i događalo). Ukoliko međutim rast u 2016. podbaci i Srbija i tu godinu završi u recesiji (a to pojednostavljeno znači i da Vlada nije vodila dovoljno dobre politike ili nije bila uspešna u njihovom sprovođenju), bilo kakav rast BDP-a i u 2017. godini će biti upitan, a planirani rast od 2% najverovatnije nedostižan.

Ukoliko bi se projektovane stope privrednog rasta (0,5% u 2016. i 2% u 2017. godini) ostvarile, stvorili bi se uslovi za poboljšanja trendova na tržištu rada u 2017. godini. Naime ukoliko dođe do projektovanog rasta investicija privatni sektor bi verovatno mogao da nadomesti dalje smanjivanje broja zaposlenih koje se planira u javnom sektoru, što bi uticalo da privatna potrošnja u 2017. godini više ne bude u realnom padu. Državna potrošnja bi i dalje imala realni pad, ali bi se taj pad postepeno smanjivao u odnosu na 2016. godinu. Procenjujemo da bi pad državne potrošnje uz realno nepromenjenju privatnu potrošnju mogao da daje negativan doprinos rastu BDP-a u 2017. godini od oko 0,5 pp. Pozitivan doprinos koji bi onda neto izvoz i investicije morale da daju za ukupan rast BDP-a od 2% bi tada bio oko 2,5 pp., što je i dalje dosta optimistično, ali moguće. U odnosu na 2016. godinu u 2017. trebalo bi da bude i nekih olakšavajućih okolnosti koje bi to podržale, poput nešto većeg rasta u EU. Takođe, dobra fiskalna politika bi delovala podsticajno, kroz smanjenja rizika zemlje, a uspešna reforma javnih preduzeća započeta u 2015. godini bi omogućila da ona sve više povećavaju svoje investicije.

Uzimajući u obzir sve sprovedene analize srednjoročnih trendova vidimo da su zvanične prognoze kretanja privredne aktivnosti u Srbiji u srednjem roku da veoma optimistične, a ne konzervativne (a ona za 2016. godinu i čak i teško moguća). Opcije koje se trenutno nalaze pred privredom Srbije su dugogodišnja (možda i duboka) recesija ili višegodišnje bolno „lečenje“ čije bi prve nešto opipljivije rezultate privreda i stanovništvo videli tek kroz nekoliko godina. Zbog toga smatramo da bi Vlada trebalo da redefiniše svoje srednjoročne projekcije i ciljeve, odgovorno predstavi javnosti stvarno teško stanje u kojem se privreda trenutno nalazi, i da bez odlaganja otpočne sa sprovođenjem odlučnih i kredibilnih mera za izlazak iz krize.

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