

# **kvartalni monitor**

**EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI**

**Broj 43 • oktobar–decembar 2015**

**Beograd, mart 2016**

## 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  
Aleksandra Anić, Zaposlenost i zarade  
Danko Brčerević, Privredna aktivnost  
Mirjana Gligorić, Platni bilans i spoljna trgovina  
Milan Pejić, Cene i devizni kurs  
Saša Ranđelović, Fiskalni tokovi i politika  
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

### SARADNICI U OVOM BROJU

Irena Janković

### GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

### SLOG I PRELOM

Maja Tomić

### OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

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

# Sadržaj

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

## TRENDOVI

1. Pregled .....	7
2. Privredna aktivnost .....	11
3. Zaposlenost i zarade .....	17
4. Platni bilans i spoljna trgovina .....	21
5. Cene i devizni kurs .....	28
6. Fiskalni tokovi i politika .....	34
7. Monetarni tokovi i politika .....	41

## OSVRTI

*Osvrt 1*

<b>Mogućnosti unapređenja ekonomskog potencijala doznaka u Srbiji</b> .....	47
---	----

*Mirjana Gligorić, Irena Janković*

# 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 prapopisni 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

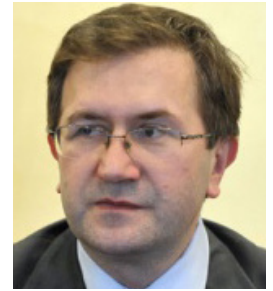
**SDI** – strane direktne investicije

**SDŠ** – stara devizna štednja

**SMTK** – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

**ZZP** – Zajam za preporod Srbije

# Uvodnik



Tokom 2015 i na početku ove godine nastavljaju se umereno pozitivni trendovi u privredi Srbije. Nakon izlaska iz recesije, počeo je period relativno sporog rasta, koji se nastavlja i na početku 2016. godine. Zaposlenost se blago povećava, smanjuju se fiskalni i spoljni deficiti, a inflacija je na niskom i stabilnom nivou. Krajem prethodne i na početku ove godine dinar je blago depresirao, što će povoljno uticati na konkurentnost i rast privrede i ublažiti deflaciju. Tokom druge polovine prethodne godine značajno su povećane strane direktne investicije, a nakon dužeg perioda počeo je i rast kreditne aktivnosti, dok su kamatne stope na istorijskom minimumu od kada se slobodno formiraju. Ipak, poboljšanja u privredi su spora i nedovoljna da se reše najveći ekonomski i društveni problemi Srbije, poput visoke nezaposlenosti i niskih dohodaka. Investicije su i dalje niske, a rast izvoza se usporava pa se u kratkom periodu ne očekuje značajnije ubrzanje privrednog rasta.

Reforme i ekonomska politika u poslednjem kvartalu prethodne i na početku ove godine u značajnoj meri su bili određeni vanrednim parlamentarnim izborima koji su zakazani za kraj aprila. Održavanje izbora neposredno je uticalo na usporavanje i odlaganje politički nepopularnih reformi, poput privatizacije bivših društvenih preduzeća, restrukturiranja javnih preduzeća i smanjivanja broja zaposlenih u sektoru države. Zakoni koji su usvojeni u ovom periodu, poput zakona o platama u javnom sektoru su prilično razvodnjeni, dok izmene i dopune zakona o poreskom postupku i poreskoj administraciji predstavljaju tipičan primer predizbornog zakona (u Srbiji), kojim se nagrađuju nedisciplinovani poreski obveznici.

Procenjuje se da će tokom prve polovine ove godine usled održavanja izbora doći do zastoja u prilivu stranih direktnih investicija, a najava izbora je verovatno doprinela turbulenciji na deviznom tržištu do koje je došlo zbog povlačenja dela portfolio investitora. Prema tome održavanje izbora će nepovoljno uticati na realizaciju reformi, a usporiće i neke pozitivne trendove koji su se pojavili tokom prethodne godine. Trajanje i intenzitet nepovoljnog uticaja vanrednih izbora na ekonomiju će zavisiti od toga koliko će se brzo formirati nova vlada, njenog sastava kao i njenog ekonomskog programa. Naravno, za funkcionisanje privrede u budućnosti biće

značajno i kako će predstavnici međunarodnih finansijskih organizacija i privrednici oceniti najavljenju ekonomsku politiku.

Polazeći od aktuelnog stanja srpske privrede i karakteristika privrednog sistema ocenjuje se da bi Vlada nakon izbora trebalo da deluje u tri osnovna pravca. Prvi pravac sadrži mere koje imaju za cilj učvršćenje makroekonomske stabilnosti, drugi reformu preduzeća, a treći uspostavljanje institucija primerenih modernoj tržišnoj privredi. Za učvršćenje makroekonomske stabilnosti presudan je nastavak i dodatno ubrzanje fiskalne konsolidacije. Ubrzanje fiskalne konsolidacije trebalo bi da već u narednoj godini zaustavi rast javnog duga u odnosu na BDP, a da se već od 2018. godini započne sa obaranjem zaduženosti Srbije u odnosu na BDP. Da bi se to ostvarilo neophodno je da se nakon izbora izvrši rebalans budžeta ili bar usvoji plan štednje koji bi obezbedio da fiskalni deficit u ovoj godini bude najviše 3,5% BDP, umesto planiranih 4% BDP. Zaustavljanje rasta javnog duga u odnosu na BDP zahteva da deficit u narednoj godini bude manji od 3% BDP, dok je za znatnije smanjenje javnog duga, a time i troškova kamata, u odnosu na BDP, neophodno da se fiskalni deficit obori na dugoročno održiv nivo od 1% BDP. Obaranje odnosa javnog duga prema BDP na npr 40%, pri sadašnjim cenama i BDP donelo bi uštede od oko 60 milijardi dinara.

Da bi ostvareni rezultati u fiskalnoj konsolidaciji bili dugoročno održivi neophodno je da se fiskalni deficit smanji primenom trajnih mera na strani poreza i rashoda, a ne na osnovu privremenih mera kao što su neporeski prihodi i drugi vanredni prihodi. Za održivost rezultata fiskalne konsolidacije važno je da se uspostave dodatna zakonska ograničenja kako bi se sprečio ponovni nekontrolisani rast fiskalnog deficita. Uvođenje ograničenja moglo bi da predstavlja branu u odnosu na učestale predloge za uvođenje novih skupih programa javne potrošnje ili za smanjenje poreza, širenje poreskih olakšica i oslobađana. U tom smislu bilo bi dobro da se postojeća fiskalna pravila dopune novim kojim bi se Vlada i drugi predlagači zakona obavezali da svaki predlog za uvođenje novih rashoda bude praćen i predlogom za povećanjem poreskih prihoda kojim bi se obezbedila sredstva za finansiranje tih rashoda. Slično, svako smanjenje poreskih stopa, širenje poreskih oslobađanja ili ukidanje

nekih dažbina obavezno bi pratili zakonski predlozi kojima se smanjuje javna potrošnja. Bilo bi dobro da se uvedu dodatna fiskalna pravila po uzoru na nova pravila EU ili nacionalna pravila u nekim zemljama (npr. Slovačka ili Poljska) kojima se uvode mere koje automatski stupaju na snagu odmah nakon što javni dug dostigne određenu kritičnu granicu.

Drugi pravac delovanja nove vlade trebao bi da bude okončanje privatizacije bivših društvenih preduzeća i suštinsko restrukturiranje javnih preduzeća. Privatizacija društvenih preduzeća je višestruko važna za privredu Srbije jer se na taj način stvaraju ulovi za uspostavljanje finansijske discipline i stvara mogućnost za produktivno korišćenje relativno velikog dela društvenog bogatstva. Ocenjuje se ipak da bi nadležno ministarstvo trebalo da ispolji veći stepen agilnosti u pronalaženju strateških partnera za neka od najvećih preduzeća, kako se poslednja faza privatizacije koja je obuhvatala preko 500 preduzeća ne bi u celini svela na stečaj. Vlada je tokom prethodne godine sprovela niz značajnih organizacionih promena u javnim preduzećima koje predstavljaju preduslov za primenu suštinskih mera koje treba da dovedu do unapređenja rezultata njihovog poslovanja. Suštinske mere se odnose na smanjenje troškova javnih preduzeća smanjivanjem viška zaposlenih, preispitivanje zarada koje su često veće od tržišnih, zaustavljanje odliva sredstava iz javnih preduzeća u privilegovana privatna preduzeća i dr. Na strani prihoda najvažnije mere su poboljšanje naplate usluga javnih preduzeća, povećanje obima i kvaliteta njihovih usluga (npr. železnica), a u nekim slučajevima i povećanje cena usluga (električna energija). Mada je ostvaren određeni napredak u nekim segmentima, kao što je poboljšanje naplate usluga, ostale mere su odlagane zbog snažnih otpora prema otpuštanju viška zaposlenih ili prestanku isporučivanja usluga korisnicima koji ih ne plaćaju.

Treći pravac delovanja nove Vlade u oblasti ekonomije mogao bi da bude izgradnja institucija koje su primere ne savremenoj tržišnoj privredi. U ovoj oblasti tokom prethodnih godina ostvaren je najmanji napredak, pa se Srbija po kvalitetu institucija nalazi na 120. mestu u svetu, a među zemljama Centralne i Istočne Evrope Srbija je začelju. Štaviše čini se da za razliku od fiskalne konsolidacije i privatizacije i reformi preduzeće, važnost

dobrih institucija za privredni i društveni napredak nije ni prepoznata od strane vladajućih elita u Srbiji. Uspostavljanje dobrih institucija obuhvata brojne i raznovrsne reforme ali bi se ona mogle sažeti u izgradnju efikasne državne uprave i čvrstu i doslednu primenu zakona. Kada je u pitanju uspostavljanje efikasne državne uprave procenjuje se da je tokom prethodne četiri godine ostvareno nazadovanje. Glavna manifestacija nazadovanja državne uprave je masovno zapošljavanje partijskih aktivista u državnom sektoru. Partijsko i drugo neregularno zapošljavanje nije novost u Srbiji, ali ono što predstavlja pogoršanje u odnosu na prethodni period je masovno zapošljavanje ljudi sa sumnjivim diplomama, čime se dugoročno unazađuje kvalitet državne uprave. Zapošljavanjem ljudi sa sumnjivim diplomama smanjiće se inače niska sposobnost administracije da kreira i sprovodi politike koje omogućavaju privredni i društveni razvoj. Mladim generacijama se šalje poruka kako su umesto obrazovanja, posvećenog rada i preduzetništva rada važnije partijske i druge veze. Stoga je neophodno da nova Vlada kao jedan od glavnih prioriteta postavi izgradnju moderne i efikasne državne uprave, čiji će oslonac predstavljati obrazovani, sposobni i poštenu birokrati. To zahteva temeljnu promenu propisa, a još više prakse, u oblasti zapošljavanja, napredovanja i nagrađivanja u javnom sektoru.

Od konkretnih reformi kojim bi se unapredilo funkcionisanje institucija u Srbiji ocenjuje se da prioritet treba da predstavljaju reforme pravosuđa, katastra i poreske uprave. U nadležnosti navedenih institucija nalazi se zaštita svojinskih prava, uspostavljanje finansijske discipline (sprovođenje ugovora), suzbijanje korupcije i sive ekonomije i dr. Naravno važne su reforme u drugim oblastima kao što je poboljšanje kvaliteta obrazovanja, unapređenje politike konkurencije, razvoj finansijskih tržišta, stimulisane inovacije i dr.

Ovaj broj Kvartalnog monitora osim redovnih analiza ekonomskih tokova i politika sadrži Osvrt (Gligorić Mirjana i Irena Janković) u kome se analiziraju mogućnosti za unapređenje ekonomskog potencijala doznaka u Srbiji.

# TRENDOVI

## 1. Pregled

Prethodna, 2015. godina, mogla bi se nazvati uspešnom, jer je donela preokret u odnosu na veoma nepovoljna makroekonomska kretanja iz ranijih godina. Međutim, povoljniji makroekonomski trendovi tek su otpočeli i najvažniji ekonomski ciljevi nisu ni približno postignuti. Privredni rast iznosio je 0,7%, što je, uslovno rečeno, dobar rezultat, uzimajući u obzir da je ostvaren nakon recesione 2014. godine i tokom sprovođenja fiskalne konsolidacije. Ali ne bi trebalo zaboraviti da je ovo i dalje najniži rast BDP-a u regionu i rast koji ni izbliza ne nagoveštava sustizanje razvijenijih evropskih ekonomija. Slično tome, i pored snažnog i dobrog umanjavanja fiskalnog deficita, sa 6,6% BDP-a iz 2014. na 3,7% BDP-a, to još uvek ostaje jedan od najvećih deficita u Evropi, preveliki da zaustavi rastuću putanju javnog duga u odnosu na BDP. Određeni pozitivni trendovi uočeni su i na tržištu rada – stopa nezaposlenosti umanjena je sa 19,4% iz 2014. na, još uvek veoma visokih, 18%; ublažena je i spoljna ravnoteža, budući da je tekući deficit umanjen sa 5,9% BDP-a na 4,8% BDP-a; počelo je oživljavanje kreditne aktivnosti privatnog sektora i dr. Detaljnije analize pomenutih pozitivnih trendova pokazuju da su svi oni još uvek u ranoj, početnoj, fazi i veoma su nestabilni, pa se vrlo lako može desiti da poboljšanja iz 2015. godine budu kratkog daha – što se već dešavalo u nekoliko navrata nakon 2009. godine. Zbog toga bi 2016. po mnogo čemu trebalo da bude presudna – odnosno da bude godina u kojoj će se još uvek ranjivi procesi oporavka i ozdravljenja domaće ekonomije učvrstiti i pojačati. Dobre ekonomske politike Vlade i NBS tome bi trebalo da daju odlučujući doprinos. U 2016. se, međutim, ulazi sa mnogo neizvesnosti, koje su dodatno pojačane raspisivanjem parlamentarnih izbora i već vidimo da se mnoge važne reforme koje su započete ili su najavljene – odlažu.

Rast BDP-a u 2015. godini je iznosio 0,7% i bio je ostvaren na ekonomski zdrav način – uz relativno visok rast investicija od preko 8%, dok su državna i privatna potrošnja bile u realnom padu (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Investicije su ključna komponenta za održivi oporavak rasta BDP-a i od njihovog daljeg rasta zavisiće i oporavak ukupne proizvodnje. Razlog za to je činjenica da će rast preostalih komponenti BDP-a u srednjem roku biti ograničen: privatna i državna potrošnja će u narednih nekoliko godina približno da stagniraju, a osetnijem rastu neto izvoza trebalo bi da prethodi investiranje u nove proizvodne kapacitete. Rast investicija u 2015. bio je široko rasprostranjen, što povećava mogućnost da će njihov rast, i samim tim započeti privredni oporavak, biti trajnije prirode, ali bi se sa ovom ocenom moralo sačekati bar još neko vreme. Na oprez upućuju podaci da je, i sa rastom iz 2015. godine, učešće investicija u BDP-u u Srbiji izuzetno nisko, najniže u odnosu na sve druge zemlje Centralne i Istočne Evrope. Takođe, period u kom se dešava ovaj porast investicija je kratak, započeo je praktično tek od sredine 2015. i stoga bi valjalo još uvek pažljivo tumačiti nesporno dobre nagoveštaje iz 2015. godine.

Prognozirana stopa rasta BDP-a od 1,8% u 2016. ne bi trebalo da bude teško dostižna, jer zapravo ne predstavlja ubrzanje trenda privredne aktivnosti u odnosu na 2015. godinu. Naime, očekivani oporavak poljoprivrede nakon suše (vraćanje na prosečnu poljoprivrednu sezonu) doprineće rastu BDP-a od oko 0,75 p.p, a trebalo bi uzeti u obzir i to da se u 2016. godinu ulazi sa prenetim rastom BDP-a iz druge polovine 2015. godine, što bi trebalo dodatno da doprinese rastu sa oko 0,3 p.p. To znači da bi rast BDP-a u 2016. i sa nepromenjenim nivoom proizvodnje iz Q4, (uz očekivani oporavak poljoprivrede) već iznosio nešto preko 1%. Dakle, Vlada kada projektuje stopu rasta BDP-a u 2016. godini od 1,8% BDP-a, zapravo ne očekuje ubrzanje „trendnog“ rasta privredne aktivnosti u 2016. u odnosu na 2015. godinu. *QM* ocenjuje da je to konzervativna pretpostavka i relativno lako dostižna stopa rasta, a da bi stvarni i ostvariv uspeh bio da rast BDP-a u 2016. bude iznad trenutnih prognoza i da premaši 2%.

Možda bitnija vest od samih trendova na tržištu rada je to da se, po svemu sudeći, napokon poboljšava kvalitet podataka iz zvanične statistike zaposlenosti. Praćenje formalne zaposlenosti je unapređeno uključivanjem u izvor podataka i Centralni registar obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO), a revidirani su i podaci iz Ankete o radnoj snazi (ARS) za 2014. godinu. Ovo naročito ističemo zbog toga što su se zvanični podaci o tržištu rada do sada odlikovali izuzetno velikom nepouzdanošću, pa je svaka njihova analiza bila gotovo nemoguća. Uključivanjem u formalnu zaposlenost podataka iz CROSO, broj formalno zaposlenih je povećan sa oko 1,7 miliona na oko 2 miliona. Razlog za to je povećanje obuhvata za zaposlene koji rade na osnovu ugovora o delu, na osnovu ugovora o obavljanju privremenih i povremenih poslova, kao i za zaposlene u odbrani i bezbednosti – koji ranije nisu bili uključivani u ukupan broj formalno zaposlenih. Uz ove metodološke promene, ispostavilo se da su prethodna, manje pouzdana istraživanja, potcenjivala ukupan broj zaposlenih za najmanje 70.000, pa je broj formalno zaposlenih dodatno korigovan za toliko. Revizijom podataka iz ARS-a za 2014. godinu, otkrilo se da je broj ukupno zaposlenih u toj godini bio oko 120.000 veći nego što se ranije mislilo. Samim tim i povećanje broja zaposlenih u 2015. u odnosu na 2014. svedeno je na svega oko 14.000 ljudi ili oko 0,5%, čime je ispravljen prethodni podatak o stotinama hiljada novozaposlenih. To što sada imamo verovatno dobre i uporedive podatke o broju zaposlenih u 2014. i 2015. godini, još uvek nije dovoljno. RZS bi morao da koriguje čitave serije podataka, najmanje od 2008. godine, jer ono što još uvek stoji kao zvaničan podatak (pad zaposlenosti za oko 600.000 ljudi u periodu od 2008. do 2012, pa zatim rast za preko 300.000) očigledno je pogrešno i ne odgovara ekonomski mogućim trendovima na tržištu rada.

Revidirani podaci o kretanjima na tržištu rada ukazuju da je tokom 2015. došlo do određenih pozitivnih promena u odnosu na 2014. godinu (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Broj zaposlenih je, kao što smo već istakli, blago povećan za oko 14.000, ili za oko 0,5%, a stopa nezaposlenosti je smanjena sa 19,4% na oko 18%. Pozitivan trend je i to što dolazi do postepenog prevođenja neformalne zaposlenosti u formalnu. U okviru ukupnog povećanja broja zaposlenih od 14.000 broj formalno zaposlenih u 2015. povećan je za 56.000, dok je broj neformalno zaposlenih smanjen za 42.000. U 2016. očekujemo približno stagnaciju ili neznatni rast ukupnog broja zaposlenih u odnosu na 2015. godinu. Nizak privredni rast od oko 2% mogao bi da utiče na blago povećanje zaposlenosti, verovatno za oko 1%. Međutim, već sada je izvesno da će se broj zaposlenih u preduzećima u privatizaciji, čija se sudbina upravo rešava, značajno smanjiti, a Vlada je takođe najavila i znatna otpuštanja u „budžetskom“ sektoru i u javnim preduzećima. Ova otpuštanja neće imati veliki uticaj na BDP, ali će privremeno uticati na blago smanjenje ukupne zaposlenosti. Uzimajući sve navedeno u obzir, i činioce koji će uticati na blago povećanje zaposlenosti i činioce koji će uticati na blago smanjivanje zaposlenosti, najverovatnije će broj zaposlenih tokom 2016. biti približno jednak ili tek neznatno veći u odnosu na broj zaposlenih iz 2015. godine.

Platnobilansna kretanja u 2015. mogu se oceniti kao relativno povoljna – kako sa aspekta smanjenja spoljne neravnoteže, tako i sa aspekta strukture izvora priliva kapitala (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Tekući deficit umanjen je na 1,6 mlrd evra sa oko 2 mlrd evra iz 2014. godine, (odnosno na 4,8% BDP-a u 2015. sa 5,9% BDP-a iz 2014. godine). Uz to, u kapitalnom delu platnog bilansa, ostvaren je veliki porast ekonomski najpoželjnijeg priliva kapitala – stranih direktnih investicija (SDI). SDI su sa nešto preko 1,2 mlrd evra iz 2014. povećane za gotovo polovinu, na 1,8 mlrd evra u 2015. godini, a u okviru njih prednjače investicije u prerađivačku industriju i, nešto manje, u finansijski sektor. Tekući deficit je u 2015. bio u potpunosti pokriven prilivima SDI, što se nije desilo od 2009. godine. U 2016. biće teže ostvarivo slično smanjenje spoljne neravnoteže i povećanje SDI kao u 2015. godini. Naime, na poboljšanje spoljnoekonomске razmene u 2015. uticao je i snažan pad cena energenata, što se u sličnom obimu ne može ponoviti u 2016. godini, a izborna godina, pa i trenutna suspenzija aranžmana sa MMF-om, mogu u bitnoj meri da utiču na opreznost i time manja ulaganja stranih investitora.

Inflacija je tokom čitave 2015. godine bila, za Srbiju, veoma niska i stabilna i iznosila je u proseku svega 1,4%. Na nisku inflaciju u 2015. godini uticali su i spoljašnji i unutrašnji činiooci. Sa jedne strane, niske svetske cene primarnih poljoprivrednih proizvoda i niska cena nafte, a sa druge –



niska agregatna tražnja i spor rast regulisanih cena (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Kurs dinara je, sve do pred kraj 2015, bio veoma stabilan i gotovo nepromenjen, što je takođe uticalo na nisku inflaciju. Niska i stabilna inflacija jeste dobar rezultat, ali njeno kretanje ispod ciljnog koridora – nije. U februaru 2016. se navršava tačno dve godine od kada je inflacija poslednji put bila unutar granica ciljanog koridora NBS od  $4\pm 1,5\%$  i to je loše za kredibilitet monetarne politike u Srbiji. Poseban problem predstavlja višegodišnja loša koordinacija monetarne i fiskalne politike. Naime, budžet je za 2016, kao i za više prethodnih godina, pravljen sa projekcijama veće inflacije od one koja će se ostvariti. Budžetom je planirano da će inflacija tokom 2016. godine postepeno da poraste sa decembarskog nivoa od 1,5% na 3,5% na kraju 2016. godine, a da će prosečna inflacija iznositi oko 2,8%. Međutim, već u februarском Izveštaju o inflaciji NBS je izašla sa različitom prognozom osetno niže inflacije tokom 2016. godine (prosečna inflacija od 1,8%). Analiza *QM*-a potvrđuje da su ove poslednje prognoze realističnije. Zbog svega toga smatramo da bi bilo korisno da Vlada na vreme dobija informaciju o inflaciji koju planira i ostvaruje NBS, kako bi se prilikom planiranja budžetskih prihoda koristile potpuno usaglašene prognoze.

Veoma niska inflacija omogućila je dalje smanjenje restriktivnosti monetarne politike (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). NBS je nastavila da oprezno smanjuje referentnu kamatnu stopu, koja je nakon poslednje korekcije u februaru spuštena na najniži istorijski nivo od 4,25% i sada se već polako smanjuje prostor za njeno dalje umanjeње. Pozitivnim ekonomskim trendovima u 2015. godini pridružio se i rast plasmana banaka privredi i stanovništvu od druge polovine godine, što ukazuje na postepeno oživljavanje kreditne aktivnosti privatnog sektora, nakon višegodišnjeg opadanja. Verovatno je jedan od razloga za porast kreditne aktivnosti i najniži nivo kamatnih stopa u Srbiji od kad se one tržišno formiraju. Još jedan otpočeti pozitivan trend je i to što je nakon šest godina kontinuiranog i snažnog rasta, učešće nenaplativih u ukupnim kreditima tokom 2015. napokon počelo da pada. Učešće loših kredita je od kraja 2009. povećano sa oko 10% na oko 22% do kraja 2014, da bi se na kraja 2015. smanjilo na oko 20%. Ovo međutim i dalje predstavlja veoma visok nivo loših kredita koji verovatno zahteva još konkretniju politiku države i NBS u donošenju instrumenata i mera koje bi imale za cilj brži otpis ili prodaju loših kredita

Fiskalna politiku u 2015. obeležilo je snažno smanjenje deficita države sa 6,6% BDP-a iz 2014. godine na 3,7% BDP-a (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). To je ostvareno delom po osnovu strukturnih mera: umanjeња penzija i plata u javnom sektoru, suzbijanja sive ekonomije, uvođenja akciza na struju; ali delom i po osnovu jednokratnih mera: agresivne naplate neporeskih prihoda od javnih preduzeća i manjih izdvajanja države za otpremnine otpuštenih radnika (zbog kašnjenja u sprovođenju racionalizacije broja zaposlenih u opštoj državi i sporog rešavanja sudbine preduzeća u privatizaciji). Upravo zbog privremenog uticaja jednokratnih mera na niži deficit u 2015, u 2016. se očekuje da fiskalni deficit blago poraste i planira se da on bude na nivou od 4% BDP-a (u odnosu na 3,7% BDP-a iz 2015. godine). Deficit od oko 4% BDP-a je još uvek veoma veliki i ne zaustavlja rast javnog duga u odnosu na BDP – zbog čega je sa fiskalnom konsolidacijom neophodno nastaviti i u narednim godinama. Problem je međutim to što su brze administrativne mere (poput umanjeња plata i penzija, ili povećanja akciza) već iscrpljene, pa će za nastavak fiskalne konsolidacije biti potrebno da uštede dođu iz zamrzavanja penzija i plata u javnom sektoru i kao posledica sprovođenja reformi. Problemi su međutim to što se od zamrzavanja palata i penzija odustalo još krajem 2015. godine, pa će pritisci da se nastavi sa njihovim daljim uvećavanjem i u narednim godinama biti sve veći, ali i to što se sa reformama ozbiljno kasni (reforma Poreske uprave, reforma prosvete i zdravstva koja bi ujedno omogućila i racionalizaciju broja zaposlenih u ovim sektorima, reforma javnih preduzeća i dr.). Zbog svega toga fiskalna konsolidacija ni izbliza nije završena sa jednom, nesporno, uspešnom godinom (2015.), a Vladu u 2016. i u nekoliko narednih godina zapravo tek čekaju naveći reformski izazovi i najteži zadaci.



## 2. Privredna aktivnost

Privredna kretanja u 2015. godini u načelu bismo mogli oceniti pozitivno. Rast BDP-a od 0,7% jeste nizak, ali predstavlja uspeh kada se uzme u obzir da je ostvaren nakon recesione 2014. godine i uz snažno smanjenje fiskalnog deficita od skoro 3% BDP-a. Blagi oporavak proizvodnje u 2015. postignut je na ekonomski zdrav način – uz relativno visok rast investicija od preko 8%, dok su državna i privatna potrošnja bile u realnom padu. Ključno pitanje je da li će se ovi pozitivni trendovi iz 2015. nastaviti tokom 2016, proširiti i voditi ka uspostavljanju visokih stopa rasta privrede, ili će započeti oporavak biti kratkog daha, što se već dešavalo u nekoliko navrata nakon 2009. godine? Q4 nas još uvek ne približava odgovoru na to pitanje – desezonirani BDP bio je nepromenjen u odnosu na Q3 i još uvek nema pouzdanih nagoveštaja na koju stranu će se trendovi okrenuti u narednim kvartalima. Prognozirana stopa rasta od 1,8% u 2016. godini zapravo ne predstavlja ubrzanje trenda privredne aktivnosti u odnosu na 2015. godinu i zato ne bi trebalo da bude teško dostižna. Dva činioca koja će imati značajan pozitivan uticaj na rast BDP-a u 2016. i tako olakšati dostizanje prognozirane stope rasta su: 1) očekivani oporavak poljoprivredne proizvodnje nakon suše iz 2015. godine, što će doprineti povećanju BDP-a sa 0,7-0,8 p.p. i 2) preneti rast iz 2015. godine sa kojim se ulazi u 2016, koji će da doprinese povećanju BDP-a za oko 0,3 p.p. Dakle, čak i da se tokom 2016. zadrži nepromenjen nivo proizvodnje iz Q4, to bi rezultiralo rastom BDP-a od nešto preko 1%. Zbog toga bi stvarni i mogući uspeh bio da rast BDP-a u 2016. bude iznad trenutnih prognoza i da premaši 2%.

### Bruto domaći proizvod

**Rast BDP-a u 2015. od 0,7% ocenjujemo pozitivno**

Prema proceni RZS-a, u 2015. ostvaren je blagi rast BDP-a koji je iznosio 0,7%, što nije loš rezultat. Rast srpske privrede jeste bio najniži u regionu, ali trebalo bi imati u vidu da je on ipak bio osetno veći od očekivanja, jer je krajem 2014. bilo prognozirano da će 2015. biti još jedna godina recesije sa padom BDP-a od 0,5%. Takođe, pozitivan utisak o ostvarenom rastu daje i činjenica da je on ostvaren uprkos snažnom umanjuju fiskalnog deficita za skoro 3% BDP-a. Na rast BDP-a u 2015. značajan uticaj imali su neki jednokratni činioci, koji su privremeno uticali kako na povećanje, tako i na umanjeње stope rasta. Oporavak proizvodnje električne energije i rudarstva (ugalj), nakon poplava iz 2014. godine, pozitivno je uticao na rast BDP-a u 2015. godini za preko 1 p.p. Sa druge strane, sušna godina odrazila se pad poljoprivredne proizvodnje od 7,5% i to je uticalo na privremeno umanjeње BDP-a za 0,7-0,8 p.p. Ukoliko bismo iz rezultata privredne aktivnosti isključili oba ova privremena činioca, videlo bi se da je privreda ostvarila rast u 2015. od oko 0,5%.

**Oporavak je pokrenut na zdrav način, povećanjem investicija**

Kada pogledamo strukturu rasta BDP-a u 2015. uočavaju se divergentni trendovi. Sa jedne strane investicije su porasle za preko 8%, dok su sa druge strane, privatna i državna potrošnja imale blagi realni pad. Ovo je poželjna struktura privrednog oporavka, jer je rast investicije neophodan preduslov za pokretanje održivog privrednog oporavka, a lična i državna potrošnja su još uvek predimenzionirane u odnosu na snagu domaće privrede. Dobro je i to što je rast investicija široko rasprostranjen, jer to povećava mogućnost da će njihov rast i samim tim započeti privredni oporavak iz 2015. biti trajnije prirode. Rasprostranjenost investicija vidi se u građevinarstvu i u kupovinu opreme, porastu stranih direktnih investicije, kao i investicionih kredita iz domaćeg bankarskog sistema. Moguće je dakle da ovakva struktura rasta BDP-a iz 2015. nagoveštava nešto bolje dane domaće privrede, ali bi se sa ovom ocenom moralo sačekati bar još neko vreme. Na oprez upućuju podaci da je, i sa rastom iz 2015. godine, učešće investicija u BDP-u u Srbiji izuzetno nisko, najniže u odnosu na sve druge zemlje Centralne i Istočne Evrope. Takođe, period u kom se dešava ovaj porast investicija je kratak, započet je praktično tek od sredine 2015. i stoga bi valjalo biti još uvek pažljivi u tumačenju nesporno dobrih nagoveštaja iz 2015. godine.

### Međugodišnji rast BDP-a u Q4 od 1,2%

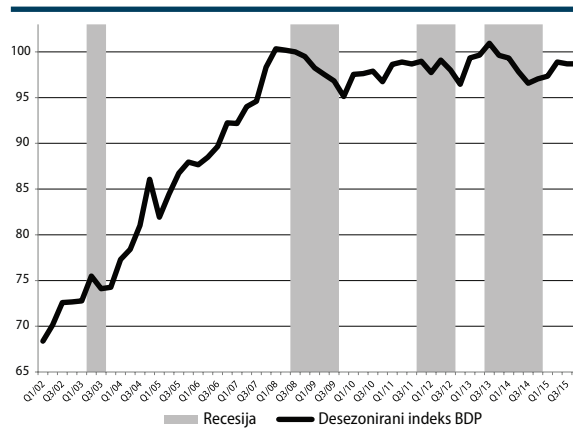
Prema proceni RZS-a, rast BDP-a u Q4 iznosio je 1,2%. Premda na prvi pogled izgleda kao da se rast BDP-a u Q4 osetno usporava u odnosu na Q3, jer je međugodišnji rast u Q3 bio gotovo dvostruko veći i iznosio 2,3% – pravi razlog za nešto nižu stopu rasta u Q4 je efekat promene baze iz prethodne godine. Naime, rezultati privrede iz Q3 su se poredili sa kvartalom iz 2014. u kom je ostvaren dubok pad BDP-a (na međugodišnjem nivou od 4,5%), jer su se tada najviše ispoljili negativni uticaji poplava na proizvodnju. Pošto je taj pad bio incidentan, za očekivati je bilo da će međugodišnja stopa rasta iz Q3 2015. biti najveća u 2015. godini, a sve druge znatno niže od nje. Zbog toga umanjene međugodišnje stope rasta BDP-a iz Q4 ne predstavlja iznenađenje niti međugodišnji indeksi u ovom slučaju predstavljaju najbolje pokazatelje kratkoročnih privrednih trendova.

### Desezonirani BDP pokazuje stagnaciju u Q4 u odnosu na Q3

U Grafikonu T2-1 prikazani su desezonirani indeksi rasta BDP-a i osenčeni su periodi u kojima se privreda Srbije nalazila u recesiji (ocenjeni na osnovu *Bry-Boschan* procedure). Desezonirani BDP u Q4 ostao je nepromenjen u odnosu na Q3 i to je nešto nepovoljniji rezultat u odnosu na onaj koji smo očekivali u prethodnom izdanju *QM*-a (upravo zbog nešto lošijih rezultata iz Q4 ukupni rast BDP-a u 2015. je bio 0,7%, a ne očekivanih 0,8%). Trendovi, međutim, još uvek nisu toliko pogoršani da bismo već sada mogli da tvrdimo da dolazi do neke bitne promene i zaustavljanja privrednog oporavka, odnosno i dalje su u granicama uobičajenih oscilacija po kvartalima. Ipak, stagnacija umesto očekivanog rasta u Q4 upućuje na oprez i sa pažnjom ćemo pratiti podatke iz narednih kvartala o kretanju privredne aktivnosti.

### U Q4 najbrže rastu investicije

#### Grafikon T2-1. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2015 (2008=100)



Izvor: procena *QM*-a na osnovu podataka RZS

U Tabeli T2-2 prikazana je struktura međugodišnjeg rasta BDP-a u Q4 po *rashodnom* principu. U Tabeli se vidi da Q4 nije doneo bitne promene u strukturi rasta BDP-a. Investicije su zadržale relativno visok međugodišnji realni rast koji je iznosio 7,8%, dok su druge komponente BDP-a približno stagnirale – neto izvoz je bio nepromenjen u odnosu na Q4 2014. (realni rast izvoza od 6% i uvoza od 5%), privatna potrošnja je bila u blagom padu od 0,3%, dok je državna potrošnja ostvarila blagi porast od 0,8%, delom i zbog toga što je u novembru isteklo godinu dana od kada su zarade u javnom sektoru umanjene. Ovakva struktura rasta je u načelu još uvek pozitivna, jer je za dugoročno održiv privredni rast neophodno da se

znatno poveća nisko učešće investicija (i neto izvoza) u BDP-u, a previsoko učešće privatne i državne potrošnje umani. U Q4 su ovi, dobri trendovi rebalansiranja domaće privrede koji su obeležili 2015, bili nešto usporeni – a odluka Vlade da poveća zarade u najvećem delu javnog sektora u 2016. će ih dodatno ublažiti u narednom periodu. Naime, povećanje zarada u prosveti, zdravstvu, vojsci i policiji uticaće na povećanje ukupnih rashoda za zarade zaposlenih u opštoj državi za nešto preko 2,5%, a kako prosečna inflacija u 2016. godini verovatno neće premašiti 2% to će se odraziti na realni rast rashoda za zarade tokom 2016. i moguće je da neće doći do realnog pada ukupne državne potrošnje (malo je verovatno da će se sprovesti planirana racionalizacija broja zaposlenih). Zbog toga ne očekujemo da učešće državne potrošnje značajnije opadne u BDP-u u 2016. godini (iako bi to i dalje bilo ekonomski potrebno).

**Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2015**

	Međugodišnji indeksi															
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2014				2015				Učešće 2014
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,7	100,4	99,0	95,5	98,0	98,2	101,1	102,3	101,2	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	99,4	98,1	98,9	98,6	99,0	99,8	98,8	99,4	99,7	75,7
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	99,4	98,8	98,6	99,4	97,8	101,6	96,2	97,2	100,7	100,8	17,8
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,9	96,4	108,3	95,2	100,2	91,8	98,6	103,8	109,1	111,5	107,8	16,7
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	105,7	107,8	119,9	111,3	95,6	100,8	108,7	108,4	108,3	106,1	43,4
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	105,6	105,5	108,4	108,5	104,0	102,2	111,0	102,2	104,4	105,0	54,2

Izvor: RZS

### Rast građevinarstva, finansijskih delatnosti i industrije, a poljoprivreda u padu zbog suše

Posmatrano i po *proizvodnom* principu (Tabela T2-3) vidimo da su kretanja u Q4 dosta divergentna. Sa jedne strane, najveći međugodišnji rast od 8% je ostvarilo građevinarstvo, visok rast od skoro 7% imala je i industrijska proizvodnja, a dobro je i to što finansijske delatnosti nastavljaju solidan rast započet u Q3. Rast građevinarstva<sup>1</sup> i finansijskih delatnosti (investicioni krediti) su ohrabrujući trendovi koji su konzistentni sa uočenim rastom investicija. Relativno visok rast industrijske proizvodnje je prvenstveno posledica poređenja sa lošom 2014. godinom u kojoj su zbog potopljenih kopova uglja proizvodnja električne energije i rudarstvo bili na veoma niskom nivou. Sa druge strane, sektor privrede koji je u najvećem padu je poljoprivreda koja je u Q4 imala međugodišnji pad od 6,7% zbog uticaja suše na jesenje ratarske kulture.<sup>2</sup> Ostali sektori BDP-a su uglavnom na sličnom nivou proizvodnje u odnosu na Q4 prethodne godine.

**Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2015<sup>1)</sup>**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2014				2015				Učešće 2015
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
	Međugodišnji indeksi															
Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,7	100,4	99,0	95,5	98,0	98,2	101,1	102,3	101,2	100,0
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,2	99,8	98,2	99,9	98,9	99,7	100,6	98,7	99,9	100,0	15,8
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,9	100,8	98,9	94,9	97,6	97,7	101,6	102,8	101,5	84,2
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,5	101,9	100,6	98,5	94,2	97,2	98,3	102,8	103,9	102,5	90,5 <sup>2)</sup>
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	102,0	92,5	103,6	102,1	101,7	91,6	90,2	94,0	93,3	9,5 <sup>2)</sup>	
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,4	104,7	99,9	94,2	86,0	90,0	96,1	108,1	108,4	106,8	24,7 <sup>2)</sup>
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	98,5	111,1	105,5	102,0	86,1	103,8	98,2	117,3	118,9	108,0	5,6 <sup>2)</sup>
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	101,1	100,7	102,6	100,7	101,0	100,2	100,3	100,4	101,2	100,7	18,1 <sup>2)</sup>
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	96,1	99,6	97,0	95,7	94,9	97,0	96,5	99,5	102,9	99,6	5,0 <sup>2)</sup>
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	97,2	102,2	97,8	102,2	91,4	97,0	101,6	98,7	105,0	104,1	3,2 <sup>2)</sup>
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,9	99,1	99,9	100,2	99,3	100,3	98,3	98,3	100,1	99,6	34,0 <sup>2)</sup>

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

### U 2016. godini BDP bi mogao da poraste oko 2%

Da bi se bolje razumeli očekivan kretanje privredne aktivnosti u 2016. godini potrebno je nju i 2015. godinu „očistiti“ od privremenih činilaca. Tako su na privrednu aktivnost u 2015. godini uticala dva, već pomenuta, jednokratna činilaca – oporavak proizvodnje elektroenergetskog sistema Srbije nakon poplava iz 2014. i sušna poljoprivredna proizvodnja. Oporavak nakon poplava privremeno je povećao rast privrede u 2015. za nešto preko 1 p.p, dok je suša uticala na njegovo privremeno umanjeње za oko 0,75 p.p. Zbog toga je „trendni“ privredni rast u 2015. (sa isključnim jednokratnim činilcima) bio nešto niži od ostvarenih 0,7% rasta BDP-a i iznosio je oko 0,5%. Slično tome, u 2016. očekivani oporavak poljoprivrede nakon suše (vraćanje na prosečnu poljoprivrednu sezonu) doprineće rastu BDP-a od oko 0,75 p.p, a trebalo bi uzeti u obzir i da se u 2016. godinu ulazi sa prenetim rastom BDP-a iz druge polovine 2015. godine. To znači da bi rast BDP-a u 2016. i sa nepromenjenim nivoom proizvodnje iz Q4, uz očekivani oporavak poljoprivrede, već iznosio nešto preko 1%. Dakle, Vlada, koja projektuje stopu rasta BDP-a u 2016. godini od 1,8% BDP-a, zapravo ne očekuje ubrzanje „trendnog“ rasta privredne aktivnosti u 2016. u odnosu na 2015. godinu. *QM* ocenjuje da je to konzervativna pretpostavka i relativno lako dostižna stopa rasta, a da ne bi bilo iznenađenje da rast privrede bude i nešto preko 2%.

### Promene metodologije RZS trenutno onemogućavaju izračunavanje JTR

I u ovom broju *QM*-a izostaće naša redovna analiza kretanja JTR budući da je RZS od Q3 promenio metodologiju obračuna formalne zaposlenosti koja više nije uporediva sa prethodnim

1 Statistika građevinarstva je po svojoj prirodi dosta nepouzdana, ali potvrdu da građevinska aktivnost ima osetan rast daje i povećanje proizvodnje cementa koji je osnovni građevinski materijal. U Q4 rast proizvodnje cementa je iznosio 8,7% u odnosu na isti period prethodne godine.

2 Praksa statističkih zavoda je da se pad (ili rast) poljoprivrede raspoređuje na sve kvartale tokom godine iako se može desiti samo u jednom kvartalu. Na ovaj način se ublažavaju preterani šokovi, odnosno pad poljoprivrede u jednom kvartalu od 30-40%.

podacima (a prestali su da se objavljuju podaci po staroj metodologiji). Početkom 2016. započeta je rekonstrukcija svih ranijih podataka u skladu sa novom metodologijom, što će nam omogućiti da možda već od sledećeg *QM*-a ponovo pratimo ovaj važan indikator konkurentnosti domaće privrede.

## Industrijska proizvodnja

**Industrijska proizvodnja je imala visok rast u 2015. godini od 8,2%**

Glavni razlog za visok rast industrijske proizvodnje u 2015. godini bio je oporavak proizvodnje električne energije i rudarstva (ugalj) nakon poplava iz 2014. godine (Tabela T2-4). Zbog toga su ova dva sektora imali visoke stope rasta u 2015. od 18,8% i 10,5%, respektivno. Prerađivačka industrija je ostvarila nešto niži, ali ipak solidan rast od 5,3%, u okviru kog su se naročito izdvajali: visok porast proizvodnje duvanskih proizvoda koji je dostigao skoro 60% (usled poslovnih odluka multinacionalnih kompanija koje posluju u Srbiji da povećaju proizvodnju u našoj zemlji); porast proizvodnje osnovnih metala od preko 20% zbog rasta proizvodnje u Železari Smederevo (za koji nismo sigurni da je održiv); i vrlo dobar rezultat farmaceutske industrije od 16,3%. Rezultate ukupne industrijske proizvodnje u 2015. bismo, uzimajući sve navedene činioce u obzir, mogli nazvati dobrim, ali ne i spektakularnim. Posebno ističemo podatak da je do rasta industrijske proizvodnje u 2015. od 8,2% došlo nakon njenog pada od 6,5% u 2014. godini (Tabela T2-4), pa je i pored visokog rasta tokom 2015. praktično tek dostignut nivo industrijske proizvodnje iz 2013. godine.

**Industrijska proizvodnja u Q4 nastavlja da ostvaruje visok međugodišnji rast**

U Q4, industrijska proizvodnja je ostvarila visok međugodišnji rast od preko 10% (Tabela T2-4). Najveći deo ovog međugodišnjeg rasta duguje se veoma visokom rastu rudarstva od oko 24% i proizvodnje električne energije od oko 35%. Kao što je već rečeno, glavni razlog za visok rast rudarstva i proizvodnje električne energije je poređenje sa istim periodom prethodne godine u kom je zbog poplava došlo do pada u eksploataciji uglja i proizvodnji električne energije. Međugodišnji rast proizvodnje elektroenergetskog sektora se međutim u Q4 već postepeno usporava u odnosu na Q3, jer se rezultati pored sa većom proizvodnjom rudarstva i električne energije (od Q4 2014. je počela postepeno da se obnavlja proizvodnja sa isušivanjem kopova uglja) i taj trend će se nastaviti i u narednim kvartalima. Prerađivačka industrija, koja nije bila pod većim uticajem poplava, u Q4 je imala relativno skroman međugodišnji rast od oko 3%, koji je ujedno i najniži međugodišnji rast ovog sektora industrijske proizvodnje u poređenju sa svim drugim kvartalima 2015. godine. Budući da je prerađivačka industrija sektor koji ima daleko najveće učešće u industrijskoj proizvodnji (skoro 75%) i nije bila preterano pogođena poplavama u 2014. godini, za analizu suštinskih trendova industrije u Srbiji ona je od najvećeg značaja.

**Tabela T2-4. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2015**

	Međugodišnji indeksi													Učešće		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2014				2015				2014
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	102,1	95,7	85,8	90,5	98,0	111,1	113,2	110,2	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	99,7	87,3	71,6	76,2	84,0	115,8	130,9	123,7	8,5
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	104,2	98,7	94,0	97,2	104,2	107,3	106,4	103,2	73,9
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	99,3	86,2	61,3	72,6	87,0	129,0	141,0	134,9	17,6

Izvor: RZS

**Prehrambena industrija i proizvodnja automobila na silaznoj putanji**

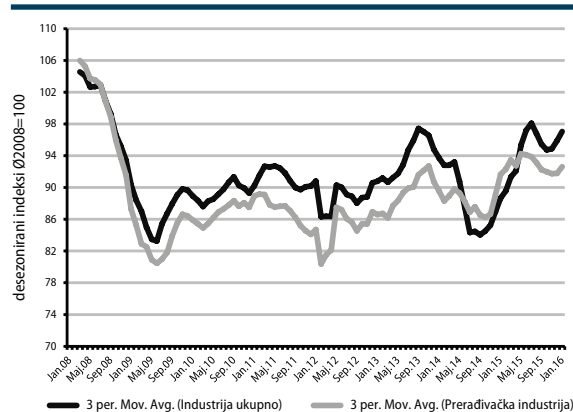
Nešto detaljnija analiza otkriva da je prerađivačka industrija usporila svoj rast u Q4 pod uticajem svega dve, ali velike, oblasti koje su u ovom kvartalu ostvarile znatan pad. Sa druge strane najveći broj preostalih oblasti prerađivačke industrije ostvaruju solidan i nepromenjen međugodišnji rast i u Q4, kao i u prethodnim kvartalima 2015. godine. Dve velike oblasti koje su pogoršale svoje rezultate u Q4 i tako povukle ukupni rast prerađivačke industrije naniže su prehrambena industrija sa međugodišnjim padom u Q4 od 7,5% i proizvodnja motornih vozila sa padom od 7%. Prehrambena industrija ima ubedljivo najveće učešće u prerađivačkoj industriji. Ona je u prvoj polovini godine imala solidan rast od oko 5%, ali do septembra prelazi u relativno dubok međugodišnji pad, koji se nastavlja i u Q4. Pad prehrambene industrije u Q4 potvrđuje našu

pretpostavku iznetu u prethodnom izdanju *QM*-a da loši rezultati ove oblasti industrijske proizvodnje, koji su se mogli videti već u septembru – nisu incidentna posledica zatvaranja granice Srbija sa Hrvatskom (što se moglo čuti kao objašnjenje u javnosti), već nešto duži nepovoljan trend, najverovatnije izazvan sušnom poljoprivrednom godinom. Industrija motornih vozila je pod dominantnim uticajem proizvodnje kompanije Fijat automobili Srbija (FAS). Ova oblast prerađivačke industrije nije imala blistavu čitavu 2015. godinu, ali je njen pad sa 4% koliko je iznosio do septembra, dodatno produbljen na oko 7% u Q4. Januarski podaci ove oblasti industrijske proizvodnje su nešto povoljniji, ali verovatno je dugoročan trend postepeno smanjivanje proizvodnje motornih vozila, pošto se ona praktično oslanja na samo jedan model automobila.

### Desezonirani indeksi pokazuju neke ohrabrujuće znake

U Grafikonu T2-5 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i posebno prerađivačke industrije zaključno sa poslednjim dostupnim podatkom za januar 2016. godine. U Grafikonu se uočava da, nakon pada iz Q3, krajem Q4 dolazi do ponovnog ubrzanja desezoniranog indeksa industrijske proizvodnje i prerađivačke industrije koji se nastavlja i u januaru 2016. godine. Upravo ovakve trendove smo i najavili u prethodnom broju *QM*-a, kada smo nagovestili da je desezonirani pad industrijske proizvodnje iz Q3, iako dubok, samo privremen, jer je do njega došlo pod uticajem jednokratnih promena u proizvodnji električne energije i prehrambene industrije.<sup>3</sup> Rezultati industrijske proizvodnje iz prethodnih nekoliko meseci jesu dobri, ali postoje razlozi za oprez u njihovom tumačenju. Analizirajući podatke iz Q4 i januara 2016. vidimo da i pored rasta desezoniranih indeksa još uvek nije dostignut pik u industrijskoj proizvodnji iz sredine 2015. godine i veoma je teško predvideti kakvi će biti dalji trendovi u kretanju industrijske proizvodnje tokom 2016. godine. Može se očekivati je da će prehrambena industrija da se ponovo poveća u drugoj polovini godine, ali pitanje je šta će se u međuvremenu desiti sa proizvodnjom osnovnih metala, da li će se nastaviti očekivano usporavanje proizvodnje motornih vozila, zaustaviti rast proizvodnje duvanskih proizvoda i drugo.

**Grafikon T2-5. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2016**



Izvor: RZS

### U Q4 divergentna kretanja po namenskim grupama

Posmatrano po nameni (Tabela T2-6), uočavamo da u Q4 proizvodnja energije i dalje prednjači sa visokim međugodišnjim rastom proizvodnje. Nešto veći rast od oko 10% je imala proizvodnja intermedijarnih proizvoda, ali bi trebalo imati u vidu i da je to dobrim delom posledica niske baze iz 2014. godine, jer je u Q4 2014. ova namenska grupa proizvoda imala dosta dubok pad od oko 8,5%. Proizvodnja investicionih proizvoda i potrošnih dobara je zadržala približno nepromenjen međugodišnji novo proizvodnje u odnosu na isti period prethodne godine, što je relativno dobar rezultat. Naime, u proizvodnju investicionih dobara uključena je metodološki i proizvodnja motornih vozila, koja je imala osetan međugodišnji pad, tako da je ukupni rezultat ove grupe proizvoda u Q4, (uzimajući i ovaj podatak u obzir) zapravo konzistentan sa našom prethodnom ocenom solidnog rasta investicione aktivnosti. Nešto slično važi i za proizvodnju potrošnih dobara u kojoj veliko učešće ima prehrambena industrija, a koja je takođe imala dosta veliki pad u Q4 – pa ukupni rezultat ukazuje na ipak povoljne trendove u ostatku proizvodnje ovih dobara.

<sup>3</sup> Uticaj suše na desezonirani indeks prehrambene industrije je praktično bio jednokratni. Proizvodnja se snažno umanjila u Q3, naročito u septembru i sada se kreće na tom novom, umanjenom, nivou.

**Tabela T2-6. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2015**

	Međugodišnji indeksi														
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2014				2015			
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	108,2	102,5	95,7	85,8	90,5	98,0	111,1	113,2	110,2
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	116,9	101,1	89,3	65,1	75,9	88,5	124,1	141,7	129,8
Investicijska dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	103,0	107,4	97,5	89,5	88,6	112,1	109,1	94,5	99,0
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,3	105,7	95,4	94,2	91,4	99,3	107,8	104,8	110,2
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	104,0	100,2	99,6	97,5	105,6	99,4	105,6	106,9	99,7

Izvor: RZS

## Građevinarstvo

**U Q4 se nastavlja pozitivan trend visokog rasta građevinarstva**

Građevinarstvo je u Q4 ostvarilo visok međugodišnji rast od oko 10%. Indikatori koji opisuju kretanje građevinarstva u Q4 nisu bili potpuno usaglašeni, pa se ne može potpuno pouzdana ocena o veličini rasta ovog sektora privrede, ali nesumnjivo je da građevinarstvo u Q4, kao i tokom čitave građevinske sezone, ima visok rast. Procena RZS-a je da je dodata vrednost sektora građevinarstva u Q3 povećana za oko 8% u odnosu na isti period prethodne godine, a indeks izvedenih građevinskih radova povećan je međugodišnje nešto više, odnosno za oko 14% u stalnim cenama. Uz to, merenje broja zaposlenih u građevinarstvu daje indicaciju solidnog rasta broja zaposlenih u ovom sektoru.<sup>4</sup> Na kraju, nezavisni indikator koji QM posmatra kao dodatni i verovatno i najpouzdaniji pokazatelj grubih trendova kretanja građevinske aktivnosti – indeks proizvodnje cementa – u Q4 je zabeležio rast od 8,7% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T2-7), što je potpuno u skladu sa procenom RZS-a o rastu dodate vrednosti ovog sektora privrede.

**Tabela T2-10. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2015**

	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	104,7	101,5
2015	77,9	112,4	104,5	108,7	103,1

Izvor: RZS

Analiza kretanja građevinarstva je veoma bitna imajući u vidu da je kretanje građevinske aktivnosti dobra indikacija kretanja investicija (građevinarstvo čini oko 50% ukupnih investicija), a rast investicija smatramo presudnim za održiv privredni rast Srbije u srednjem roku. Smatramo da su uočeni pozitivni trendovi u građevinarstvu po svemu sudeći održivi, a da su njima doprinele i promene Zakona o planiranju i izgradnji, poboljšani uslovi kreditiranja (uključujući i niske kamatne stope na stambene kredite), pad cena građevinskog materijala i energenata i drugo. Dobro bi bilo da i država u narednom period povećaja još više efikasnost u izvršavanju javnih investicija, što bi bio dodatni i potreban podsticaj ovoj važnoj grani privrede.

<sup>4</sup> Ovu ocenu dajemo na osnovu trendova iz kretanja formalne zaposlenosti tokom 2015. godine. Za pouzdaniju kvantifikaciju koliko je tačno povećan broj zaposlenih u građevinarstvu sačekamo da RZS revidira prethodne serije pošto je tokom 2015. došlo do metodološke promene u praćenju broja formalno zaposlenih (tokom 2015. uključeni su u statistiku i podaci iz CROSO). Podaci iz Ankete o radnoj snazi više se ne objavljuju na nivou pojedinačnih sektora, a ionako nisu bili pouzdani.



### 3. Zaposlenost i zarade

Izvesna poboljšanja na tržištu rada su zabeležena u 2015. u odnosu na 2014, prema podacima Ankete o radnoj snazi (ARS). Ukupna zaposlenost raste, a uz to su ostvarene pozitivne promene u strukturi zaposlenih – formalna zaposlenost raste, dok neformalna opada. Prema Anketi broj formalno zaposlenih u 2015. je povećan za 56 hiljada (2,8%), dok je broj neformalno zaposlenih smanjen za 42 hiljade (7,7%). Blaga poboljšanja na tržištu rada koja su ostvarena na nivou cele 2015. godine, nastavljena su i u Q4. Ocenjujemo da je blagi rast ukupne zaposlenosti i promena njene strukture, prvenstveno rezultat unapređenja regulative tržišta rada i pojačanog inspekcijskog napora, dok u manjoj meri održava poboljšanje stanja u privredi. Republički zavod za statistiku (RZS) je preračunao podatke o registrovanoj zaposlenosti za period 2000–2014, prema novom izvoru podataka (Centralni registar obaveznog socijalnog osiguranja). Nova definicija registrovanih zaposlenih je usklađena sa standardima EU i na ovaj način su obuhvaćeni svi modaliteti formalne zaposlenosti. Ponovo naglašavamo potrebu za revidiranjem podataka o tržištu rada (ARS) u periodu 2008–2013. godine, kao i neophodnost da se u ARS ponovo objavljuju podaci o kretanju broja zaposlenih po delatnostima. Objavljivanjem agregiranih podataka o broju zaposlenih u tri sektora (poljoprivreda i ribarstvo, industrija i usluge) ne prikazuju se važne informacije o tokovima zaposlenosti na tržištu rada. Diseminacija detaljnih podataka prema delatnostima je statistička praksa EUROSTAT-a, ali i zemalja regiona koje po nivou razvijenosti državne statistike sigurno nisu ispred Srbije (Crna Gora, Makedonija i Albanija). U poslednjem kvartalu 2015. godine imamo blagi nominalni rast i realni pad prosečnih neto zarada. Podaci o prosečnim zaradama po delatnostima pokazuju da je u većini sektora zabeležen rast zarada, dok je pad primetan u sektorima koji se dominantno nalaze u javnom sektoru. Značajan rast zarada zabeležen je u građevinarstvu i prerađivačkoj industriji koji prati rast realne dodate vrednosti u tim delatnostima.

**Osnovni indikatori tržišta rada u 2015. pokazuju izvesna poboljšanja u odnosu na 2014.**

Osnovni indikatori tržišta rada pokazuju izvesna poboljšanja u skoro svim kvartalima 2015. u odnosu na 2014. Stopa zaposlenosti iznosi 42% u 2015, što je za 0,3 pp veće u odnosu na 2014, dok je stopa nezaposlenosti od 18,4% za 1 pp manja u odnosu na prethodnu godinu (prosek na bazi kvartala). Stopa zaposlenosti u Q4 2015. je ostala nepromenjena u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok u prva tri kvartala 2015. je veća u odnosu na iste kvartale prethodne godine. U Q4 došlo je do blagog rasta stope nezaposlenosti za 0,6 pp, dok je u prethodna tri kvartala stopa nezaposlenosti bila manja u odnosu na iste kvartale 2014. Osnovni indikatori tržišta rada prema ARS su prikazani u tabeli T3-1.

**Tabela T3-1. Kretanje stope nezaposlenosti, stope zaposlenosti, stope aktivnosti i stope neformalne zaposlenosti, Q1-Q4 2015.**

	2015	Q1	Q2	Q3	Q4
Stopa nezaposlenosti	19,2	17,9	16,7	17,9	17,9
Stopa zaposlenosti	41,0	42,3	43,2	42,4	42,4
Stopa aktivnosti	50,8	51,4	51,9	51,6	51,6
Stopa neformalne zaposlenosti	19,4	18,5	20,4	19,4	19,4

Izvor: RZS, ARS

Rast stope zaposlenosti u 2015. u odnosu na prethodnu godinu posledica je rasta broja zaposlenih za 0,2% i pada ukupnog stanovništva (15+) za 0,5%. Iako je stopa zaposlenosti ostala nepromenjena u poslednjem kvartalu 2015. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, zabeležene su promene u broju zaposlenih prema sektorima – poljoprivreda i ribarstvo, industrija i usluge. Broj zaposlenih lica (15+) smanjen je za 1%, ali je ukupan broj lica (15+) smanjen za približno 1%, pa je stopa zaposlenosti ostala nepromenjena. Pad broja zaposlenih je zabeležen u sektoru poljoprivrede i ribarstva (6,1%) i u sektoru usluga (0,1%), dok je u sektoru industrije zabeležen rast broja zaposlenih (1,1%).

Generalno, ocenjujemo da su korigovani podaci o kretanjima na tržištu rada za 2014-2015. godinu pouzdaniji od prethodnih podataka, jer su u većoj meri usklađeni sa povezanim makroekonomskim, fiskalnim i administrativnim podacima. Korigovani podaci ukazuju na to da je tokom 2015. godine ostvareno blago poboljšanje na tržištu rada, a što je u skladu sa procenama Kvartalnog monitora (QM) koje su nastale pre korekcije podatak od strane RZS. Ocenjujemo da je blagi rast ukupne zaposlenosti posledica reformi tržišta rada i skromnog porasta privredne aktivnosti, dok je promena strukture zaposlenosti, prvenstveno posledica unapređenja zakonske regulative i veće aktivnosti inspeksijskih službi.

Počevši od Q3 2015. godine, RZS u ARS objavljuje samo agregirane podatke o broju zaposlenih prema sektorima, čime se izostavljaju značajne informacije o tokovima zaposlenih na tržištu rada. Kao i u prethodnom broju QM-a, ponovo ističemo važnost objavljivanja detaljne strukture zaposlenosti po delatnostima. Jedan od strateških ciljeva RZS-a je harmonizacija zvanične statistike sa međunarodnim standardima i praksom, pre svega EU. Statistika broja zaposlenih prema delatnostima je statistička praksa EUROSTAT-a. Od zemalja regiona koje nisu članice EU, jedino Bosna i Hercegovina objavljuje podatke o broju zaposlenih prema tri sektora, dok Crna Gora i Makedonija objavljuju broj zaposlenih dezagregiran prema 20 delatnosti. Albanija objavljuje strukturu zaposlenosti prema ekonomskoj aktivnosti podeljenoj u 6 delatnosti: poljoprivreda; industrija; građevinarstvo; rudarstvo, snabdevanje električnom energijom, gasom i parom, snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama; tržišne usluge i netržišne usluge<sup>1</sup>. Smatramo da je dužnost RZS-a da obezbedi dezagregirane podatke o broju zaposlenih prema delatnostima. Takođe, dužnost RZS-a je da izvrši i reviziju podataka ARS za vremenski period 2008-2013, kako bi se ekonomske analize, ali što je još važnije, mere ekonomske politike zasnovale na pouzdanim podacima. U tom smislu važno je da se bar od strane stručnjaka i državnih organa izbegne politizacija rasprave o kretanjima na tržištu rada.

**Smanjuje se neformalna zaposlenost...**

Stopa neformalne zaposlenosti iznosi 19,4% u Q4 2015. (Tabela T3-1), što je za 3,8 pp manje nego u istom kvartalu prethodne godine. Tabela T3-2 prikazuje strukturu neformalno zaposlenih prema profesionalnom statusu na tržištu rada. Broj neformalno zaposlenih iznosi 498 hiljada (kvartalni prosek) u 2015, što je za 7,7% manje u odnosu na 2014, odnosno oko 42 hiljade manje. Primetni su efekti formalizacije, koji se vide i na kretanju doprinosa (videti deo Fiskalni tokovi i politika).

**Tabela T3-2. Formalno zaposlena lica i struktura neformalno zaposlenih lica prema profesionalnom statusu, Q1 – Q4 2015.**

	2015	Q1	Q2	Q3	Q4
Zaposleni (ukupno)	2.494.346	2.565.712	2.615.221	2.558.347	
Formalno zaposleni	2.010.551	2.089.996	2.080.692	2.060.792	
Neformalno zaposleni	483.795	475.716	534.530	497.555	
Neformalno zaposleni prema profesionalnom statusu					
Zaposleni	108.179	127.950	145.816	119.196	
Samostalni sa zaposlenima	*	*	*	*	
Samostalni bez zaposlenih	170.853	143.452	167.546	168.082	
Pomažući članovi domaćinstava	202.258	202.216	216.676	208.485	

Napomena: \* mali broj pojava – ocena nije publikovana  
Izvor: RZS, ARS

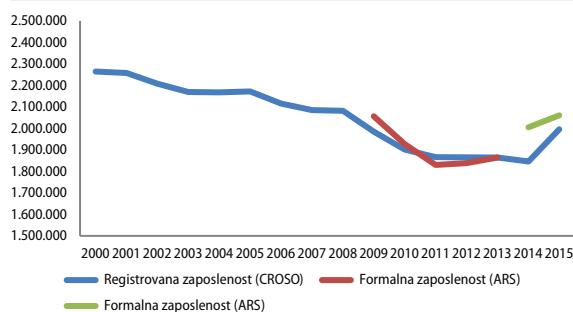
**Harmonizacija statistike registrovane zaposlenosti sa standardima EU od kraja 2015.**

RZS je od septembra 2015. prešao na novu metodologiju praćenja formalne zaposlenosti kombinovanjem podataka Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) i Statističkog poslovnog registra. RZS je objavio uporedivu seriju podataka registrovane zaposlenosti u periodu

<sup>1</sup> Videti: Zavod za statistiku Crne Gore <http://www.monstat.org/cg/>, State Statistical Office, Republic of Macedonia <http://www.monstat.org/cg/>, INSTAT Albania <http://www.instat.gov.al/en/Home.aspx>, Agencija za statistiku BiH <http://www.bhas.ba/?lang=sr>

2000–2014, po delatnostima i prema statističkim teritorijalnim jedinicama. RZS definiše registrovanu zaposlenost na sledeći način: „Pod pojmom zaposleni podrazumevaju se lica koja imaju formalno pravni ugovor o zaposlenju, odnosno zasnovani radni odnos sa poslodavcem na određeno ili neodređeno vreme i lica koja rade van radnog odnosa na osnovu ugovora o delu ili na osnovu ugovora o obavljanju privremenih i povremenih poslova; lica koja obavljaju samostalne delatnosti ili su osnivači privrednih društava ili preduzetničkih radnji; kao i lica koja obavljaju poljoprivredne delatnosti a nalaze se u evidenciji Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja.“ Novi izvor, odnosno nova definicija registrovane zaposlenosti usklađena je sa standardima EU. Smatramo da je ova metodološka promena značajna, da je bila neophodna i da doprinosi značajno poboljšanju statistike registrovane zaposlenosti. Broj formalno zaposlenih (CROSO) u 2015. godini je iznosio 1.996 hiljada, dok je prema anketnom izvoru iznosio 2.061 hiljada. Grafikon T3-1 prikazuje registrovanu zaposlenost prema podacima CROSO u periodu 2000–2015, kao i formalnu zaposlenost u periodu 2009–2013. i 2014–2015. prema ARS. Podaci prema ARS su prikazani u dve serije zbog promene metodologije prikupljanja podataka i još uvek nedostupnih uporedivih podataka za ceo period.

**Grafikon G3-1. Formalna zaposlenost prema ARS i CROSO**



Izvor: RZS

Poređenjem podataka CROSO i ARS očigledno je da ove dve metodologije daju slične podatke o formalnoj zaposlenosti za period od poslednjih sedam godina, uz nešto veće, ali i dalje prihvatljivo, odstupanje u periodu 2014–2015. godina. Ovi podaci su u skladu sa našom procenom, iskazanom u prethodnim brojevima QM-a, da su najveće greške u Anketi o radnoj snazi nastale pri statističkom obuhvatu neformalne zaposlenosti.

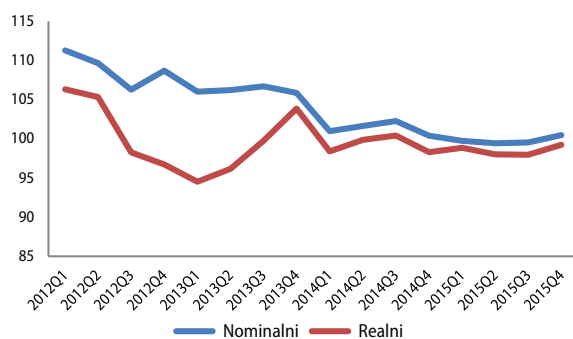
## Zarade

**Realne zarade su smanjene tokom 2015. ali se pad usporava...**

Blagi nominalni pad zarada u 2015. u odnosu na 2014, bruto zarade su opale za pola procenta, dok su neto zarade smanjene za 0,2%. Realne neto zarade su smanjene za 1,5% u 2015. u odnosu na 2014. Realne neto zarade nastavljaju trend pada u Q4 2015. (međugodišnje), dok su nominalne zarade za pola procenta veće. Na grafikonu G3-2 prikazano je kretanje nominalnih i realnih indeksa prosečnih neto zarada u periodu 2012–2015.

**Realne zarade opadaju u sektorima u kojima dominira država dok u privatnom sektoru uglavnom rastu**

**Grafikon G3-2. Nominalne i realne prosečne neto zarade, indeksi, 2012–2015.**



Izvor: RZS

Međugodišnji rast desezoniranih realnih neto zarada<sup>2</sup> zabeležen je u sektorima: rudarstvo, prerađivačka industrija, građevinarstvo, saobraćaj i skladištenje, usluge smeštaja i ishrane, informisanje i komunikacije, finansijske delatnosti i delatnosti osiguranja i poslovanje nekretninama. Najveći međugodišnji rast zarada od 8% zabeležen je u sektoru saobraćaja i skladištenja i u uslugama smeštaja i ishrane. Rast od 5% prisutan je u sledećim sektorima: građevinarstvo, prerađivačka industrija i poslovanje nekretninama. Rast desezoniranih realnih neto zarada u građevinarstvu i prerađivačkoj industriji u skladu je sa kretanjem dodate vrednosti u tim sektorima.

<sup>2</sup> Zarade u sektorima snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacijom i obrazovanje nemaju izraženu sezonsku komponentu, stoga nisu desezonirane.

Rast u sektoru poslovanja nekretninama ne prati realni rast bruto dodate vrednosti (BDV) koji je u Q4 2015. u odnosu na isti kvartal prethodne godine iznosio – 0,6%. Takođe, tokom 2015. godine i u prvom i u trećem kvartalu postoji razlika u trendovima kretanja zarada i BDV-a. Realna stopa rasta BDV-a je tokom 2014. godine bila negativna, dok osim u drugom kvartalu kada imamo blagi pad zarada, u ostalim kvartalima 2015. javlja se rast zarada koji se kreće u intervalu 2-5%.

Osim u prvom kvartalu 2015, međugodišnji realni rast BDV-a je zabeležen u sektoru građevinarstva u preostala tri kvartala. U poslednjem kvartalu 2015, dodata vrednost u građevinarstvu je realno povećana za 8% međugodišnje. Zarade u sektoru građevinarstva prate trend kretanje dodate vrednosti. Prerađivačka industrija, rudarstvo i ostala industrija beleže realni rast dodate vrednosti od 6,8% međugodišnje. Desezonirani indeks industrijske proizvodnje za decembar 2015. u odnosu na prosek 2014. za prerađivačku industriju beleži rast od 3,3%.

Sektori koji se dominantno nalaze u javnom sektoru beleže pad zarada. Realne neto zarade u zdravstvu i obrazovanju su smanjene za 8% u 2015. u odnosu na 2014, dok je u sektoru državna uprava i odbrana, obavezno socijalno osiguranje i umetnost, zabava i rekreacija pad veći i iznosi 11%. Državna uprava i odbrana, obavezno socijalno osiguranje i umetnost, zabava i rekreacija beleže u Q4 međugodišnji pad od 9%, dok je pad dosta manji u obrazovanju i u zdravstvu, 3% i 5%, respektivno. Vidimo da se trend pada zarada u ovim sektorima usporava. Realnim padom plata u javnom sektoru, uz rast plata u privatnom tokom prethodne godine, otklonjene su razlike u platama između ova dva sektora, koje se ne mogu objasniti razlikama u obrazovnoj strukturi, radnom iskustvu i dr. Očekujemo da će tokom 2016. realne plate u javnom sektoru stagnirati, jer je povećanje plata krajem 2015. godine bilo približno jednako očekivanoj inflaciji u 2016. godini.

## 4. Platni bilans i spoljna trgovina

U 2015. godini rezultati u platnom bilansu mogu se oceniti kao relativno povoljni – kako sa aspekta smanjenja spoljne neravnoteže, tako i sa aspekta strukture izvora priliva kapitala. Deficit tekućeg računa platnog bilansa u 2015. je relativno nizak u poređenju sa dosadašnjim nivoima i iznosi 1,6 milijardi evra, tj. 4,8% BDP-a. Na nivou godine ostvaren je znatan priliv kapitala usled visokog priliva SDI. U Q4 2015. tekući deficit je i dalje relativno nizak, iako dolazi do blagog pogoršanja povoljnih trendova uvoza i izvoza. Prema desezoniranim podacima, u Q4 izvoz stagnira, a uvoz ubrzava rast. Izvozni rezultat u poslednjem kvartalu, kao i u celoj 2015. velikim delom je determinisan povoljnim vrednostima indeksa odnosa robne razmene i oporavkom privredne aktivnosti evrozone, dok je nepovoljan uticaj imalo određeno smanjenje vrednosti izvoza automobilske industrije. Fiskalna konsolidacija i veoma niska cena nafte su usporavali rast uvoza. Istovremeno, realna apresijacija domaće valute uticala je u pravcu povećanja spoljnotrgovinske neravnoteže. Tokom poslednjeg kvartala 2015. zabeležen je znatan neto priliv kapitala, dominantno usled priliva SDI. Iako je u 2015. godini ostvareno znatno smanjenje spoljne neravnoteže, u 2016. godini, smatramo, će biti mnogo veći izazov da se opet zabeleži povoljan rezultat. U 2016. godini postoji rizik od preokretanja trenda smanjenja tekućeg deficita, po osnovu eventualnog rasta cena energenata, kao i umerenijeg rasta evrozone. Takođe, na robni, i time tekući deficit, u velikoj meri će uticati dalji tok sprovođenja fiskalne konsolidacije, kao i dalji tempo oporavka privredne aktivnosti, započete investicione i kreditne aktivnosti u zemlji, a izborna godina može u bitnoj meri da utiče na opreznost i time manja ulaganja stranih investitora u 2016. godini.

**U 2015. godini tekući deficit 1,59 milijardi evra, tj. 4,8% BDP-a...**

**...ispod nivoa deficita zabeleženog u 2014. godini**

U 2015. godini deficit tekućeg računa platnog bilansa je relativno nizak i iznosi 1,59 milijardi evra (Tabela T4-1). Izraženo u procentima bruto domaćeg proizvoda, tekući deficit čini 4,8%, što je za 1,1 pp BDP-a ispod nivoa deficita zabeleženog u 2014. godini, a istovremeno i najniži u poslednjih 10-tak godina (Grafikon T4-2). Sa jedne strane, na smanjenje eksterne neravnoteže uticali su manji spoljnotrgovinski deficit (Grafikon T4-2) i viši neto priliv na račun sekundarnog dohotka (tekućih transfera), dok je sa druge strane zabeležen veći deficit na račun primarnog dohotka (gde su rashodi po ovom osnovu dostigli čak 2,34 milijarde evra). Stoga, u 2015. godini na smanjenje tekućeg deficita dominantno je uticalo fiskalno prilagođavanje (preko usporavanja rasta uvoza), ali i izuzetno niske cene nafte na svetskom tržištu. U 2016. godini postoji rizik od preokretanja trenda smanjenja tekućeg deficita, po osnovu eventualnog rasta cena energenata, kao i predviđanja skromnog rasta evrozone. Na poboljšanje trgovinskog i tekućeg bilansa uticao je relativno visok rast izvoza koji traje već nekoliko godina, a koji odražava umereno, ali kontinuirano poboljšanje konkurentnosti privrede Srbije. Tokom prethodnih godina najveći doprinos rastu izvoza dale su strane direktne investicije, što će verovatno uticati na rast izvoza u ovoj godini, s obzirom na visok nivo investicija u drugoj polovini prošle godine.

Posebno povoljan rezultat u 2015. godini je znatan priliv kapitala, ali i njegova struktura – jer je isključivo ostvaren po osnovu priliva stranih direktnih investicija (SDI, v. Tabelu T4-1). Naime, priliv kapitala u 2015. godini bio je 1,42 milijardi evra<sup>1</sup>. Sa jedne strane priliv SDI je iznosio 1,8 milijardi evra, dok je zabeleženo znatnije smanjenje portfolio investicija (286 miliona evra), određeno neto razduživanje po osnovu ostalih investicija (89 miliona evra), kao i smanjenje na račun finansijskih derivata (2 miliona evra). Stoga, devizne rezerve u 2015. godini su uvećane za 165 miliona evra.

<sup>1</sup> 1,77 milijardi evra sa računom Greške i propusti.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2014	2015	2014				2015			
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>u milionima evra</b>										
<b>TEKUĆI RAČUN</b>	-1.985	-1.590	-496	-541	-384	-563	-511	-290	-343	-446
Roba	-4.111	-4.006	-904	-995	-1.076	-1.136	-1.046	-883	-895	-1.182
Izvoz robe	10.641	11.344	2.512	2.767	2.664	2.698	2.601	2.986	2.882	2.875
Uvoz robe	14.752	15.350	3.415	3.762	3.740	3.834	3.648	3.869	3.777	4.057
Usluge	465	725	69	73	145	179	136	114	215	260
Prihodi	3.810	4.273	793	887	1.044	1.085	927	1.004	1.167	1.175
Rashodi	3.344	3.548	724	814	900	906	791	890	952	915
Primarni dohodak	-1.343	-1.658	-283	-462	-221	-377	-296	-468	-491	-402
Prihodi	642	682	125	168	181	168	144	203	165	170
Rashodi	1.985	2.340	407	631	402	545	441	671	656	572
Sekundarni dohodak	3.003	3.348	622	843	768	771	695	948	828	877
Prihodi	3.400	3.795	707	934	875	884	789	1.060	946	1.000
Rashodi	397	446	85	91	108	113	93	112	117	123
Lični transferi, neto <sup>1)</sup>	2.442	2.671	511	697	618	617	568	758	665	680
od čega: Doznake radnika	1.863	2.077	378	547	469	469	437	605	523	512
<b>KAPITALNI RAČUN- neto</b>	7	-18	2	2	3	0	4	-1	1	-22
<b>FINANSIJSKI RAČUN</b>	-1.705	-1.258	-478	-414	-217	-596	-390	-107	-235	-526
Direktne investicije- neto	-1.236	-1.800	-271	-435	-244	-286	-337	-441	-510	-513
Portfolio investicije	-369	286	7	-150	-151	-75	-474	341	105	314
Finansijski derivati	-6	2	0	-3	1	-5	2	4	-7	3
Ostale investicije	1.703	89	586	543	-332	906	308	21	-123	-117
Ostali vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gotov novac i depoziti	830	-332	121	141	246	322	69	79	-133	-347
Krediti	757	202	373	386	-443	441	231	-39	-71	81
Centralna banka	574	153	189	186	100	99	57	55	26	15
Depozitne institucije osim centralne banke	795	407	214	89	197	296	95	103	-11	220
Država	-728	-460	29	30	-676	-111	63	-220	-86	-217
Ostali sektori	115	102	-59	80	-64	157	15	23	1	63
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	116	219	92	16	-134	143	8	-19	81	150
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Devizne rezerve</b>	-1.797	165	-800	-370	509	-1.136	110	-32	300	-214
<b>GREŠKE I PROPUSTI- neto</b>	273	350	16	124	165	-32	116	184	107	-57
<b>PRO MEMORIA</b>										
<b>u % BDP-a</b>										
Bilans tekućih transakcija	-5,9	-4,8	-6,2	-6,3	-4,5	-6,8	-6,8	-3,4	-4,0	-5,2
Bilans robne razmene	-12,3	-12,1	-11,3	-11,5	-12,6	-13,7	-13,9	-10,4	-10,4	-13,9
Izvoz robe	31,8	34,2	31,5	32,1	31,2	32,5	34,6	35,0	33,6	33,7
Uvoz robe	44,1	46,3	42,9	43,6	43,8	46,3	48,5	45,4	44,0	47,6
Bilans robe i usluga	-10,9	-9,9	-10,5	-10,7	-10,9	-11,6	-12,1	-9,0	-7,9	-10,8
Lični transferi - neto	7,3	8,1	6,4	8,1	7,2	7,4	7,6	8,9	7,8	8,0
BDP u evrima <sup>2)</sup>	33.419,8	33.139,2	7.967,1	8.619,9	8.544,0	8.288,7	7.517,1	8.524,1	8.577,7	8.520,3

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

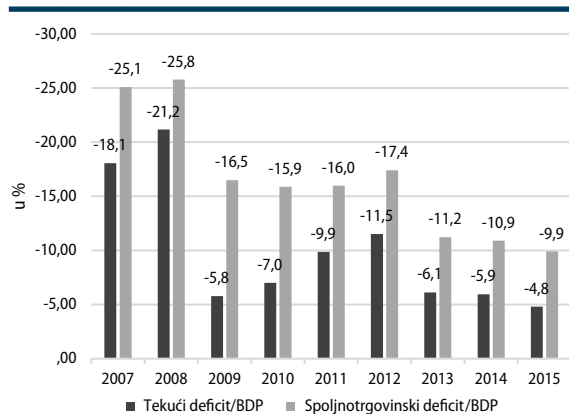
1) Lični transferi predstavljaju tekuće transfere između rezidentnih i nerezidentnih domaćinstava.

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

Tokom 2015. značajno je povećan priliv kapitala...

... isključivo kao rezultat priliva SDI

Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spoljnotrgovinski deficit, 2007-2015



Izvor: NBS, QM

U 2015. neto priliv SDI u Srbiju je bio za 564 miliona evra veći nego u prethodnoj godini, tj. ostvaren je rast od 46%. U poređenju sa zemljama Regiona jedino je još Bugarska imala izuzetno visok rast SDI u 2015. u poređenju sa 2014 – za 674 miliona evra, tj. 81% međugodišnje, dok je u Rumuniji međugodišnji rast iznosio samo 2% (60 miliona evra). Sa druge strane u Hrvatskoj<sup>2</sup> i Makedoniji nivo SDI je u 2015 bio niži nego u 2014. godini. Poređenje sa zemljama Regiona upućuje na zaključak da je rast SDI u Srbiji u prošloj godini bio pod dominantnim uticajem specifičnih karakteristika Srbije, kao što su određeni napredak u sprovođenju

<sup>2</sup> Za Hrvatsku su dostupni podaci za prva tri kvartala 2015, pa smo ih poredili sa istim kvartalima 2014. godine.

reformi i uspostavljanju makroekonomske stabilnosti. U Srbiji u 2016. godini prisutna politička neizvesnost – jer je u pitanju izborna godina, može voditi opreznosti investitora za dalja ulaganja, i stoga moguće manjem prilivu kapitala u ovoj godini. Stoga, očekujemo da će i SDI imati zastoje u prvoj polovini godine, pa smatramo da će njihov nivo, u najboljem slučaju, biti jednak zabeleženom u 2015. godini.

**Tokom Q4 2015. tekući deficit iznosi 446 miliona evra, tj. 5,2% BDP-a**

U Q4 2015. godine ostvaren je tekući deficit od 446 miliona evra, tj. 5,2% kvartalnih vrednosti BDP-a (Tabela T4-1). Učešće tekućeg deficita u BDP-u je za 1,6 pp, odnosno za petinu, ispod učešća iz Q4 2014. Godine, dok je u poređenju sa prethodnim kvartalom, njegova desezonirana vrednost niža za 5%. Prethodna poređenja dodatno potvrđuju nastavak trenda smanjenja spoljne neravnoteže. Sa jedne strane u Q4 2015 ostvareni su veći deficiti na računu robe i primarnog dohotka (međugodišnji rast od 4% i 6,7%, respektivno), dok su zabeleženi veći neto prihodi na računu usluga i sekundarnog dohotka (rast od 45,4% i 13,8% međugodišnje, respektivno). Tako je spoljnotrgovinski deficit u Q4 2015 za 3,8% ispod vrednosti iz Q4 prethodne godine.

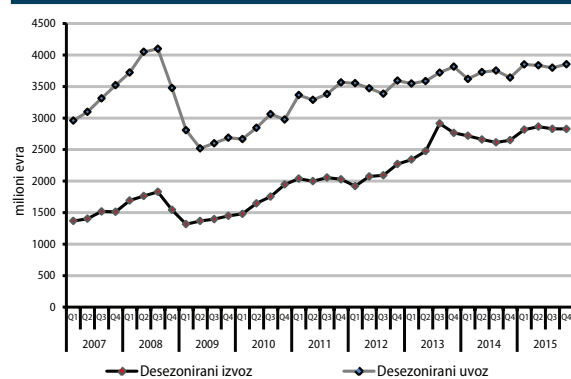
U poslednjem kvartalu 2015. *robni deficit* iznosi 1,18 milijardi evra, odnosno 13,9% BDP-a. To je znatniji rast u odnosu na prethodni kvartal (za 3,4 pp BDP-a), kada je činio 10,4% BDP-a, i određeni, manji rast (od 0,2 pp BDP-a) u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Sa druge strane kako je neto prihod na računu usluga povećan (sa 2,2% BDP-a u Q4 2014 na 2,5% u Q3 2015 i na 3,1% BDP-a u Q4 2015), zabeležen *spoljnotrgovinski deficit* u Q4 2015 od 922 miliona evra čini 10,8% BDP-a, i za 2,9 pp BDP-a je iznad spoljnotrgovinskog deficita ostvarenog u prethodnom kvartalu 2015, dok je za 0,7 pp ispod nivoa iz Q4 prethodne godine.

**Prema desezoniranim podacima, u odnosu na prethodni kvartal, izvoz stagnira, a uvoz ubrzava rast**

Prema podacima NBS, u Q4 2015 izvezeno je robe u vrednosti od 2.875 miliona evra, što je 6,6% iznad vrednosti iz istog perioda prethodne godine. Istovremeno, vrednost uvoza je 4.057 miliona evra, čime je uvoz porastao za 5,8% u poređenju sa nivoom ostvarenim u istom periodu 2014. godine. Prema desezoniranim podacima izvoz stagnira (tj. ostvaren je blagi pad od 0,1%), a uvoz ubrzava rast (rast od 1,5%) u poređenju sa Q3 2015 (Grafikon T4-3). U poslednjem kvartalu 2015. izvoz robe je dostigao 33,7% BDP-a, a uvoz 47,6% BDP-a. Takve vrednosti su za 1,2, odnosno 1,4 pp BDP-a iznad učešća u istom periodu prethodne godine, respektivno (Tabela T4-1). Izvoz i uvoz velikim delom su bili pod uticajem i dalje veoma povoljne vrednosti indeksa odnosa robne razmene. Naime međugodišnji indeks odnosa robne razmene je u Q4 iznosio 109,9. Takva vrednost je i dalje bitnije iznad svih ranijih indeksnih nivoa u kvartalima 2014 i 2015, koji su iznosili između 102,0 i 104,2 (osim u Q3 2015, kada je indeks iznosio 113,9). U 2016. godini gotovo je izvesno da će odnosi razmene biti nepovoljniji nego u 2015, a pad indeksa u četvrtom kvartalu 2015 u odnosu na treći 2015 to i nagoveštava. Uz to, dalje kretanja izvoza u velikoj meri se može okarakterisati kao nepredvidivo jer postoje krupne neizvesnosti koje se tiču poslovanja nekih primarnih srpskih izvoznika u 2016. godini (FIAT Automobili Srbija, Železara Smederevo, RTB Bor, Petrohemija, ...).

**Nastavljaju se visoki prilivi od doznaka**

**Grafikon T4-3. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2015**



Izvor: NBS, RZS, QM

**Tokom poslednjeg kvartala 2015. neto priliv kapitala od 312 miliona evra, od čega je 513 miliona evra priliv po osnovu SDI**

Tokom Q4 2015. neto priliv po osnovu sekundarnog dohotka iznosi 877 miliona evra i čini 10,3% kvartalnih BDP-a. To je relativno visok priliv i velikim delom se duguje prilivu po osnovu doznaka koji je iznosio 512 miliona evra (6% kvartalnih BDP-a).

Tokom poslednjeg kvartala 2015. zabeležen je neto priliv kapitala od 312 miliona evra. Od toga neto priliv po osnovu SDI je iznosio 513 miliona evra. Istovremeno ostvaren je odliv po osnovu portfolio investicija od 314 miliona evra. Tokom Q4 došlo je do neto priliva na računu ostalih investicija od 117 miliona evra. U okviru ostalih investicija, ostvareno je veće povećanje na računu Gotov

novac i depoziti, a odliv je zabeležen na računu trgovinskih kredita, praćen odlivom po osnovu finansijskih kredita. Iako je javni sektor povećao zaduženost za 217 miliona evra, istovremeno su banke, preduzeća i NBS smanjile svoju inostranu zaduženost tokom ova tri meseca (v. Tabelu T4-1), tako da neto razduživanje u Q4 po osnovu finansijskih kredita iznosi 81 miliona evra.

**U Q4 devizne rezerve su smanjene za 214 miliona evra**

Tokom Q4 devizne rezerve su smanjene za 214 miliona evra. U poslednja tri meseca 2015. najveći odliv na računu deviznih rezervi nastao je u decembru (203 miliona evra) i on je zabeležen nakon rasta rezervi u oktobru (40 miliona evra) i smanjenja u novembru (51 miliona evra). Relativno visoko smanjenje deviznih rezervi u decembru dominantno je posledica izmirivanja obaveza prema inokreditorima (420 miliona evra) i intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu<sup>3</sup>.

## Izvoz

**Izvoz u 2015. 12,0 milijardi evra....**

Izvoz u 2015. iznosi 12.028 miliona evra, što je rast od 7,8% u odnosu izvoz ostvaren na nivou 2014. godine. Tokom Q4 2015. izvoz iznosi 3.033 miliona evra, tj. beleži porast od 6,0% međugodišnje. Time, u poređenju sa Q2 i Q3 izvoz usporava rast – jer je u Q2 2015 međugodišnji rast izvoza iznosio 10,7%, a u Q3 8,8% (Tabela T4-4). U Q4, kao i u celoj 2015. godini, međugodišnji izvoz raste po većoj stopi kada se od ukupnog izvoza isključi izvoz drumskih vozila. Rast ovako posmatranog izvoza u poslednjem kvartalu iznosi 8,0% međugodišnje.

**....za 7,8% iznad nivoa iz 2014. godine**

**U Q4 rast se usporava**

**U narednom periodu izvoz će zavisti od oporavka evrozone, koji se verovatno biti skroman**

Na rast izvoza tokom prethodnih godina povoljno je uticao izvestan oporavak evrozone. Sa druge strane realna apresijacija dinara u odnosu na evro koja je zabeležena od početka 2015. godine je negativno doprinosila rastu izvoza. Uz to, negativan doprinos rastu izvoza dalo je i smanjenje vrednosti izvoza automobila. Tokom 2015, iako je ostvareni izvoz drumskih vozila bio niži nego u 2014. godini (za 1,8%), FIAT je i dalje pojedinačno najveći domaći izvoznik, sa 1,18 milijardi evra izvoza u 2015. godini, prema podacima Ministarstva finansija. Uz to drugu polovinu 2015. godine, posebno poslednji kvartal, su obeležile nepovoljne okolnosti u vidu niske cene metala i energije na svetskom tržištu, koje su u dolarima u Q4 za 28%, odnosno za 42% ispod cena u istom periodu 2014, respektivno, što nepovoljno utiče na srpski izvoz. U narednom periodu nastavak postepenog oporavka ekonomske aktivnosti zemalja evrozone će povoljno uticati na domaći izvoz. Realna depresijacija domaće valute u odnosu na evro u Q4 2015. i na početku 2016. godine, će sa odloženim dejstvom od dva-tri kvartala povoljno uticati na rast izvoza. Potencijalni rizik za kretanje izvoza u 2016. potiče od neizvesne perspektive proizvodnje nekih od najvećih izvoznika iz Srbije kao što su FIAT Automobili Srbija, Železara Smederevo, RTB Bor i dr.

**Tabela T4-4. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2014–2015**

	Učeće u ukupnom izvozu u 2015 u %	2014	2015	2015		2014		2015			
				Q3	Q4	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
				u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	11.159	12.028	3.032	3.033	-10,4	-3,2	5,1	10,7	8,8	6,0
Ukupno bez drum. vozila	88,3	9.621	10.617	2.765	2.721	-5,4	-0,5	5,9	14,8	12,1	8,0
Energija	2,8	413	341	101	71	-29,4	-43,0	-36,5	-16,4	-0,9	-17,8
Intermedijarni proizvodi	33,9	3.687	4.084	1.064	1.014	-5,7	-2,3	0,7	13,6	12,8	15,7
Kapitalni proizvodi	25,4	2.877	3.054	684	787	-24,4	-11,6	5,8	3,0	5,4	12,3
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	13,7	1.340	1.654	416	475	-7,9	-2,7	12,7	21,4	26,2	31,9
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,5	586	664	180	183	5,8	13,9	8,6	15,2	19,8	9,6
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	23,7	2.614	2.848	763	751	6,2	6,3	12,5	13,5	6,5	4,8
Ostalo	8,6	981	1.038	240	227	-22,2	7,1	18,7	30,9	7,2	-27,5

Izvor: RZS

**U Q4 najveće stope rasta izvoza zabeležene su kod Kapitalnih proizvoda, Kapitalnih proizvoda bez drumskih vozila i Intermedijarnih proizvoda**

U poslednjem kvartalu 2015. izvoz *Kapitalnih proizvoda* ubrzava rast (Tabela T4-4). Nakon manjeg usporavanja rasta na početku 2015. godine (međugodišnje stope rasta u prvoj polovini godine su iznosile 5,8% u Q1 i 3,0% u Q2), izvoz kapitalnih proizvoda ubrzava rast u Q3 (5,4% međugodišnje), da bi u Q4 2015 izvoz ovih proizvoda bio za 12,3% iznad vrednosti ostvarene u Q4 2014. godine. Ubrzavanje rasta tokom 2015 kao i visoke međugodišnje stope su obeležile kretanje kapitalnih proizvoda po isključenju drumskih vozila. Nakon međugodišnjeg rasta od

<sup>3</sup> <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=9190&konverzija=no>



12,7% u Q1 2015, izvoz kapitalnih proizvoda bez drumskih vozila ostvaruje rast od preko 20% međugodišnje dva kvartala za redom (Q2 2015: 21,4% i Q3 2015: 26,2%), dok u Q4 2015 međugodišnje stopa rasta iznosi čak 31,9% (Tabela T4-4).

Izvoz *Intermedijarnih proizvoda* u Q4 beleži blago ubrzanje rasta i za 15,7% je iznad vrednosti ostvarene u istom kvartalu godinu dana ranije. Ovo je veoma važno jer izvoz ovih proizvoda čini najveći procenat ukupnog izvoza (34%) i time u bitnoj meri opredeljuje njegovo kretanje. Zajedno sa Kapitalnim proizvodima, Intermedijarni proizvodi čine 60% ukupne vrednosti domaćeg izvoza (Tabela T4-4).

Vrednost izvoza *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* u Q4 2015 je za 9,6% iznad vrednosti ostvarene u poslednjem kvartalu 2014. godine. To je znatno usporavanje rasta u poređenju sa ostvarenim rastom u Q3 2015. Izvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* takođe usporava rast u odnosu na Q3, i u Q4 za 4,8% je iznad vrednosti izvoza ovih proizvoda ostvarene u istom kvartalu 2014. godine. Izvoz proizvoda svrstanih u *Ostali izvoz* je za 27,5% ispod izvezene vrednosti u Q4 2014 godine (Tabela T4-4).

## Uvoz

**U 2015. uvoz iznosi 16,4 milijardi evra...**

**...raste 5,8% međugodišnje, a u Q4 uvoz ubrzava rast**

Tokom 2015. uvoz iznosi 16.395 miliona evra, tj. ostvaruje rast od 5,8% međugodišnje. U Q4 vrednost uvezene robe je 4.322 miliona evra, što je 6,7% iznad vrednosti iz Q4 2014 (Tabela T4-5). Stoga, nakon usporavanja rasta zabeleženog u prethodna dva kvartala, uvoz u poslednjem kvartalu 2015. ubrzava rast. Na brži rast uvoza, o rasta privreda aktivnosti i domaće tražnje, uticala je i umerena apresijacija dinara tokom prva tri kvartala 2015. godine. Sa druge strane, i dalje izuzetno niske cene energenata, kao i efekti sprovedenih mera fiskalne konsolidacija, značajno su delovali u pravcu smanjenja rasta uvoza robe.

U 2016. godini očekujemo da će rast uvoza i dalje biti ograničen niskom domaćom tražnjom usled nastavka fiskalne konsolidacije. Na rast uvoza može uticati oporavak kreditne aktivnosti ako se nastavi u 2016. godini<sup>4</sup>. Neizvesnost koja postoji, a koja će u velikoj meri determinisati vrednost uvoza, a time i visine eksterne neravnoteže u 2016. godini, tiče se daljeg kretanja cene nafte i generalno energetskih proizvoda na svetskom tržištu. Deprecijacija dinara krajem prethodne i na početku ove godine, povoljno će uticati na osporavanje rasta uvoza.

**Uvoz bez energije zabeležio međugodišnji rast od 11,5%, što ukazuje na izraženo povećanje rasta uvoza po isključenju efekta niskih svetskih cena energetskih proizvoda**

Niske cene energije u svetu doprinele su da je vrednost uvoza energetskih proizvoda u svim kvartalima 2015 ispod prošlogodišnjih vrednosti. Naime, uvoz Energije je u Q4 22,2% ispod vrednosti iz Q4 2014. Ipak, izuzetno niske cene energije, koje su izražene u dolarima za 42,2%, a u evrima za 34% ispod cena iz Q4 2014, ukazuju da je zabeležen pad uvoza energije tokom Q4 isključivo posledica nižih svetskih cena, a da je zapravo u ovom kvartalu uvezeno 18% više energije nego u istom kvartalu godinu dana ranije. Stoga je uvoz bez energije zabeležio međugodišnji rast od 11,5%, što ukazuje na znatno ubrzanje rasta ovako posmatranog uvoza (Tabela T4-5).

Međugodišnje posmatrano, uvoz *Intermedijarnih proizvoda*, *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* i *Ostali uvoz* beleže ubrzanje rasta (Tabela T4-5). Rast uvoza *Intermedijarnih proizvoda* može da ukazuje na poželjni trend rasta domaće proizvodnje. Proizvodi svrstani u *Ostali uvoz* i dalje imaju značajan rast od 42,1% međugodišnje.

*Netrajni proizvodi za široku potrošnju* su zabeležili blagi rast od 1,7% međugodišnje, nakon stope od -0,2% iz prethodnog kvartala (Tabela T4-5). Međugodišnje posmatrano, uvoz *Kapitalnih proizvoda* u Q4 je smanjen, ali po nešto manjoj stopi nego u prethodnim kvartalima. Manje smanjenje vrednosti uvoza ovih proizvoda može da bude posledica sada već niske prošlogodišnje baze, jer je prvo međugodišnje smanjenje vrednosti izvoza drumskih vozila ostvareno još krajem prethodne godine, a time i manji uvoz komponenti za proizvodnju automobila. Ipak, treba napomenuti da, kada se posmatraju godišnji podaci (v. Tabelu T4-5, kolone za 2014. i 2015. godinu), evidentan je rast uvoza *Kapitalnih proizvoda*, koji iznosi 2,7%. Zapravo, nekonzistentnost koja postoji između toga da kvartalne stope ukazuju na niže vrednosti uvoza *Kapitalnih proizvoda* u

<sup>4</sup> V. deo Monetarni tokovi i politika.

svakom kvartalu 2015. u odnosu na odgovarajući kvartal 2014. godine, a da istovremeno godišnje vrednosti (koje bi trebalo da predstavljaju kumulativne kvartalne vrednosti) ukazuju na međugodišnji rast uvoza ovih dobara, posledica je načina objavljivanja podataka RZS-a. Zapravo, mesečni podaci se objavljuju na način da se bitan deo uvezenih proizvoda stave u grupu *Neklasifikovano po nameni EU* (u Tabeli T4-5 je to stavka *Ostalo*), da bi se naknadno izvršila njihova klasifikacija. Kako još uvek ne raspoložemo revidiranim mesečnim podacima, dolazi do ove vrste nepoklapanja, pa bi bilo preporučljivo da RZS ažurnije objavljuje i revidirane mesečne vrednosti po nameni. To je od suštinske važnosti za analizu ekonomskih kretanja, kao i u npr. ovom slučaju - da li su kapitalni proizvodi porasli ili opali u 2015. godini i po kojoj stopi na mesečnom i kvartalnom nivou, jer konkretno oni u velikoj meri ukazuju na stvarne i potencijalne tokove proizvodne aktivnosti u Srbiji.

**Tabela T4-5. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2014–2015**

	Učešće u ukupnom uvozu u 2015 u %	2014	2015	2015		2014		2015			
				Q3	Q4	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
				u milionima evra							
Ukupno	100,0	15.497	16.393	4.015	4.322	0,6	-4,2	8,3	5,1	2,2	6,7
Energija	11,3	2.180	1.853	444	452	4,7	-23,0	-4,9	-8,8	-24,6	-22,2
Intermedijarni proizvodi	32,8	5.118	5.372	1.424	1.474	-2,2	0,0	-3,9	5,3	7,4	13,5
Kapitalni proizvodi	23,0	3.678	3.778	838	911	-10,4	-10,5	-17,1	-6,6	-3,3	-1,9
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,4	317	393	89	107	1,7	-2,1	6,0	28,0	15,7	19,9
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,8	2.347	2.423	606	657	6,0	3,1	-6,4	0,5	-0,2	1,7
Ostalo	15,7	1.858	2.574	613	722	25,3	21,4	113,7	43,9	32,7	42,1
Uvoz bez energije	88,7	13.317	14.540	3.570	3.870	-0,1	-0,1	10,6	7,1	6,9	11,5

Izvor: RZS

## Spoljni dug

**Na kraju septembra 2015. spoljni dug 26,3 milijardi evra, tj. 80% BDP-a**

Spoljni dug Srbije na kraju septembra 2015. godine iznosi 26,3 milijardi evra, tj. 80% BDP-a (Tabela T4-6). Za prvih devet meseci 2015. godine ukupni spoljni dug povećan je za 551 miliona evra (2,9 pp BDP-a). Rast javnog duga iskazanog u evrima u 2015. godini, velikim delom je posledica, slabljenja evra u odnosu na dolar na početku godine. Ovaj porast ukupne inostrane zaduženosti isključivo je posledica rasta spoljnog duga javnog sektora – koji je posmatranom periodu uvećan za 728 miliona evra, neto. Privatni sektor je istovremeno zabeležio neto smanjenje spoljnog duga za 177 miliona evra. Privatni sektor smanjio je iznos dugoročnog spoljnog duga u periodu januar–septembar za 296 miliona evra (Tabela T4-6), gde se najveći deo ovog smanjenja duguje razduživanju bankarskog sektora od 237 miliona evra, dok je istovremeno ovaj dug privrede umanjnjen za 60 miliona evra. U poređenju sa stanjem na kraju prethodne godine, nivo kratkoročnog zaduživanja je veći, kako banaka (za 94 miliona evra), tako i privrede (za 24 miliona evra, v. Tabelu T4-6).

**Za prvih devet meseci 2015. spoljni dug je povećan za 551 miliona evra...**

U periodu jun–septembar 2015. godine inostrani dug umanjnjen je za 202 miliona evra, tj. za 0,7 pp BDP-a. Ovo smanjenje posledica razduživanja privatnog sektora za 200 miliona evra, dok je spoljni dug javnog sektora ostao gotovo nepromenjen (smanjenje je samo za dva miliona evra, neto).

**...gde je javni sektor uvećao, a privatni sektor smanjio inostranu zaduženost**

Tokom Q3 spoljni dug privatnog sektora je smanjen za 200 miliona evra, od čega 235 miliona evra je smanjenje iznosa dugoročnog zaduživanja i istovremeno blagog rasta iznosa kratkoročnog duga. Banke su se razdužile po osnovu dugoročnog duga za deset miliona evra, a privreda za 224 miliona evra. Iznos kratkoročnog duga banaka na kraju Q3 veći je za 25 miliona evra, a privrede za 10 miliona evra u odnosu na iznos zabeležen tri meseca ranije (Tabela T4-6). Višegodišnjim razduživanjem privatnog sektora stvoren je prostor za rast njegovog zaduživanja u budućnosti, a to bi moglo da bude važan izvor za finansiranje privatnih investicija.

**Tokom Q3 2015. inostrani dug umanjnjen je za 202 miliona evra, što je posledica razduživanja privatnog sektora...**

**....dok je spoljni dug javnog sektora ostao gotovo nepromenjen**

**Tabela T4-6. Srbija: dinamika i struktura spoljnog duga, 2013–2015**

	2013	2014				2015		
		Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
		<b>stanja, u milionima evra, kraj perioda</b>						
Ukupan spoljni dug	25.738	25.558	25.204	26.236	25.741	26.689	26.494	26.292
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	75,1	74,7	74,0	77,6	77,0	80,9	80,6	79,9
Javni spoljni dug <sup>1)</sup>	13.166	12.969	12.796	13.878	14.198	15.109	14.928	14.926
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	38,4	37,9	37,6	41,1	42,5	45,8	45,4	45,4
Dugoročni	13.166	12.969	12.796	13.878	14.193	15.104	14.923	14.921
od čega MMF	697	515	333	247	152	108	51	29
specijalna prava vučenja	434	436	439	455	463	498	487	485
Kratkoročni	0	0	0	0	5	5	5	5
Privatni spoljni dug <sup>2)</sup>	12.572	12.589	12.407	12.358	11.543	11.580	11.566	11.366
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	36,7	36,8	36,4	36,6	34,5	35,1	35,2	34,5
Dugoročni	12.375	12.450	12.254	12.242	11.447	11.420	11.385	11.151
od čega banke	3.220	3.029	2.923	2.766	2.503	2.388	2.277	2.266
od čega privreda	9.154	9.419	9.329	9.473	8.941	9.029	9.105	8.881
od čega ostali	1	2	2	2	3	3	3	4
Kratkoročni	196	139	153	116	97	159	180	215
od čega banke	171	115	128	89	57	110	126	151
od čega privreda	25	25	26	27	40	50	54	64
Neto spoljni dug <sup>3)</sup> , (u% BDP-a) <sup>4)</sup>	42,5	44,2	44,3	45,5	47,4	49,1	49,3	48,0

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 (940,8 miliona evra, od čega se 422,4 miliona evra odnosi na domaće banke, a 518,4 miliona 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

Inflacija je u Q4 i u toku prva dva meseca ove godine nastavila sa kretanjem ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije. U januaru inflacija se privremeno približila donjoj granici koridora, da bi se nakon deflacije u februaru ponovo udaljila od cilja. Pad cena energenata, primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu i niska inflacija u međunarodnom okruženju predstavljaju glavne eksterne faktore koji deluju na domaće cene, dok su niska agregatna tražnja, spor rast regulisanih cena i deprecijacija dinara najznačajniji domaći faktori. Noseća inflacija (merena IPC-om bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe se kreće ispod donje granice koridora NBS, i na kraju januara iznosi 2,0%. Narodna banka Srbije je nastavila sa ublažavanjem monetarne politike i u 2016. godini ali intervencije na međubankarskom deviznom tržištu – prodaja deviza u cilju usporavanja deprecijacije dinara nije usaglašena s tim (smanjenje RKS i trošenje deviznih rezervi predstavljaju divergentne mere). Niska i stabilna inflacija jeste dobar rezultat ali njeno kretanje ispod ciljnog koridora nije – inflacija bi trebalo da bude i stabilna i što bliža ciljnoj vrednosti. U narednim mesecima se očekuje da će se inflacija kretati ispod donje granice cilja sve do kraja 2016. ili početka 2017. godine. Od početka Q4 prethodne godine pa do kraja februara dinar je nominalno deprecirao za 3,1%, dok je do kraja januara realno deprecirao za oko 0,4%. Narodna banka Srbije je od decembra započela sa znatnim intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu, tako da je do kraja februara prodala 660 mln evra u neto iznosu (prodaja 700 i kupovina 40 mln evra). Ublažavanje znatnije deprecijacije u kratkom roku jeste važno sa stanovišta makroekonomske stabilnosti, ali bi trend umerene deprecijacije bio poželjan sve dok Srbija ne počne da raste brže od zemalja Evropske unije. Ocenjujemo da je sa makroekonomskog stanovišta deprecijacija dinara krajem prošle i na početku ove godine imala više pozitivnih nego negativnih posledica.

### Cene

***Inflacija je u Q4 i u na početku 2016. godine ispod donje granice cilja NBS***

Međugodišnja inflacija je na kraju četvrtog kvartala 2015. godine iznosila 1,6%, što je neznatno iznad vrednosti na kraju Q3 (Tabela T5-1) ali je i dalje ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS) i znatno ispod ciljane vrednosti od 4%. Posmatrano po mesecima, međugodišnja inflacija je tokom oktobra i novembra bila niska i iznosila 1,4%, odnosno 1,3% respektivno, dok je decembar rast na 1,6% u potpunosti rezultat niske baze (decembar 2014. godine), budući da je tokom sva tri meseca Q4 indeks potrošačkih cena (IPC) opadao (za po 0,2%, 0,1% i 0,2%). Slične promene IPC u Q4 2015. kao u istom periodu 2014. godine rezultirale su relativno malim promenama međugodišnje inflacije. U januaru je međugodišnja inflacija porasla na 2,3%, većim delom usled januarskog rasta cena od 0,5% i manjim delom usled efekta baze (pad cena u januaru 2015. godine). Iako se privremeno približila cilju, i januarska vrednost inflacije je ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja NBS. Nakon deflacije u februaru, međugodišnja inflacija iznosi 1,5%, što znači da se ponovo udaljila ispod ciljnog koridora, gde se neprekidno kreće tokom cele dve godine (od marta 2014. godine). Niska i stabilna inflacija u dužem proteklom periodu jeste dobar rezultat ali njene vrednosti ispod ciljnog koridora to nisu i mogu narušiti kredibilitet NBS u pogledu vođenja politike cenovne stabilnosti i pored relativno dobrih rezultata u pogledu usidravanja očekivanja – ali na nivo ispod ciljanog. Niska inflacija je u izvesnoj meri posledica sporog tempa i nedovoljnog obima povećanja regulisanih cena od strane Vlade Republike Srbije, budući da bi ove cene trebalo da konvergiraju ka nivou u Evropskoj uniji i da je takva projekcija uključena u srednjoročni plan kretanja cena od strane NBS. Najznačajniji globalni faktori koji su delovali na inflaciju u Srbiji su izrazito niska cena nafte (u februaru 2016. je dostigla najniži nivo u prethodnih 12 godina), koja doprinosi daljem smanjenju troškovnih pritisaka u proizvodnji, pad svetskih cena primarnih poljoprivrednih proizvoda (mereno *Commodity Agricultural Raw Material Index*-om, koji se trenutno nalazi na šestogodišnjem minimumu), koji za posledicu ima niske troškovne pritiske u proizvodnji hrane na svetskom i domaćem tržištu, kao i niska inflacija u međunarodnom okruženju i niska cena velikog dela primarnih proizvoda na svetskom tržištu.

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2010-2016**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2010</b>					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
<b>2011</b>					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
<b>2012</b>					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
<b>2013</b>					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
<b>2014</b>					
mar	179,1	2,3	1,2	-0,3	5,1
jun	180,4	1,2	2,0	0,1	2,9
sep	181,2	2,1	2,4	0,7	1,6
okt	180,8	1,8	2,2	-0,2	1,3
nov	180,8	2,4	2,2	0,0	2,0
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
<b>2015</b>					
jan	179,6	0,1	-0,2	-0,2	-2,6
feb	181,1	0,8	0,6	0,8	0,7
mar	182,4	1,8	1,3	0,7	5,5
apr	183,4	1,8	1,9	0,5	8,7
maj	182,9	1,5	1,6	-0,3	4,0
jun	183,8	1,9	2,1	0,5	3,1
jul	182,1	1,1	1,2	-0,9	-2,8
avg	183,7	2,1	2,1	0,9	1,8
sep	183,7	1,4	2,1	0,0	-0,2
okt	183,3	1,4	1,8	-0,2	2,7
nov	183,1	1,3	1,7	-0,1	-1,3
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
<b>2016</b>					
jan	183,8	2,3	0,5	0,5	1,1
feb	183,7	1,4	0,5	-0,1	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.

**Noseća inflacija je  
takođe ispod ciljnog  
koridora NBS**

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) takođe se nalazi ispod donje granice ciljanog koridora NBS – tokom Q4 se kretala od 2,2% u oktobru do 1,6% u decembru, dok u januaru 2016. godine iznosi 2,0% (Grafikon T5-2), kada se, kao i ukupna inflacija privremeno približila donjoj granici cilja, da bi zatim u februaru pala na 1,7%. Kretanje međugodišnje noseće inflacije je, od kada je u avgustu 2014. godine pala ispod donje granice cilja NBS, relativno stabilno – kreće se u opsegu od 1,6% do 2,2%. Niska agregatna tražnja, relativno nepromenjen kurs dinara koji je do novembra 2015. godine dodatno uticao na stabilizaciju cena i pad kamatnih stopa predstavljaju faktore koji su u prethodnom periodu delovali deflaciono. Očekuje se da će tekuća deprecijacija dinara i oporavak domaće tražnje u narednom periodu imati suprotan – inflatorni efekat koji verovatno neće biti dovoljno snažan da tokom 2016. godine inflaciju vrati unutar ciljnog koridora. Dodatan inflatorni efekat mogao bi da ima rast cena energenata, koji indirektno utiču i na noseću inflaciju (iako su eksplicitno isključeni uz nje) preko povećanja troškova u proizvodnji.

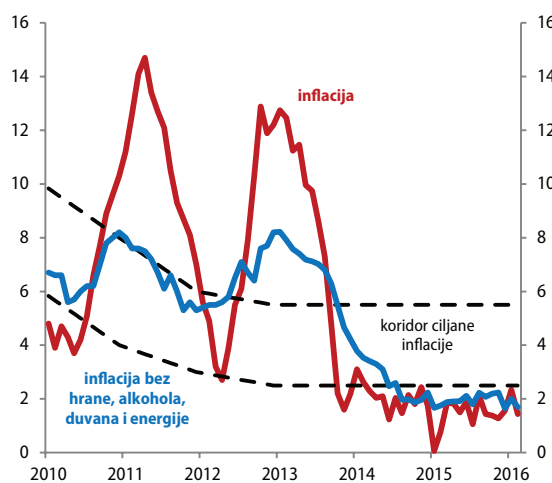
Uzimajući u obzir navedene faktore i njihov uticaj na dalje kretanje inflacije, NBS je u Q4 i u februaru nastavila da smanjuje referentnu kamatnu stopu (RKS) – u oktobru je smanjena za 50 baznih poena (b.p.), sa 5,0% na 4,5% a zatim u februaru za 25 b.p., sa 4,5% na 4,25% (Grafikon

T5-3). Ocenjujemo da je referentnu kamatnu stopu trebalo brže smanjivati tokom 2014 i 2015. godine, kada su postojali aprecijacijski pritisci, a inflacija bila ispod ciljnog nivoa. Međutim, sada kada je referentna stopa znatno smanjena, a deprecijacijski pritisci već nekoliko meseci snažni, neophodna je opreznost u njenom smanjivanju. Ocenjujemo da bi NBS trebalo da zadrži postojeću referentnu stopu sve dok se stanje na deviznom tržištu na stabilizuje. U suprotnom, javio bi se problem konzistentnosti monetarne politike, koja na jednoj strani smanjenjem referentne kamatne stope utiče na deprecijaciju dinara, dok na drugoj strani prodajom deviza na MDT sprečava njegovu deprecijaciju. Intervencije na MDT mogu biti opravdane u cilju sprečavanja veće deprecijacije dinara, budući da bi ona mogla da ugrozi makroekonomsku stabilnost u visokoevroiziranoj privredi Srbije (dvovalutni sistem). Intervencije na deviznom tržištu od strane NBS su opravdane u slučaju jačanja dinara, jer se intervencijama sprečava pogoršanje ionako niske konkurentnosti privrede Srbije.

**Korekcija cene električne energije bi pogurala inflaciju ka ciljnom koridoru**

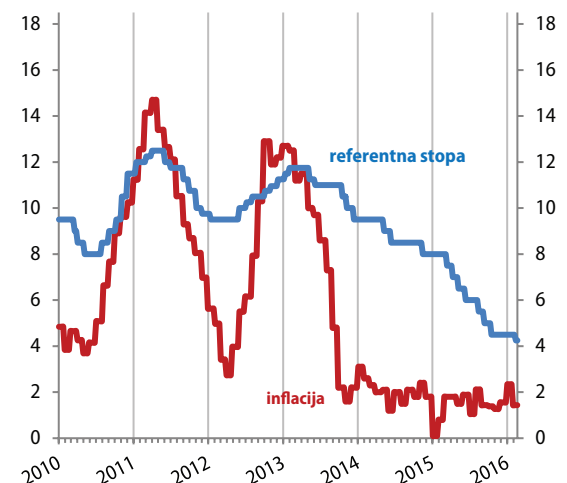
Cena električne energije za potrošnju u domaćinstvima i u velikom delu uslužnih delatnosti i finansijskom sektoru i dalje je ispod tržišne (potrošači na niskom naponu imaju povlašćene cene), pa tu postoji prostor za korekciju koja bi doprinela povratku inflacije ka cilju i smanjenju distorzija na tržištu energenata, dok to ne važi za cenu struje za industrijske potrošače (potrošači na srednjem i visokom naponu plaćaju tržišnu cenu električne energije).

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2010-2016**



Izvor: NBS i proračun QM-a

**Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2010-2016**



Izvor: NBS

**Deflacija u Q4...**

U četvrtom kvartalu 2015. godine ostvarena je deflacija od -0,5% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: u oktobru -0,22%, novembru -0,11% i u decembru -0,16%. Najveći pozitivan doprinos inflaciji u Q4 dao je rast cena povrća<sup>1</sup> (rast od 8,8%, doprinos inflaciji od 0,46 procentnih poena (p.p.)), duvanskih proizvoda<sup>2</sup> (rast od 4,9%, doprinos od 0,23 p.p.), farmaceutskih proizvoda (rast od 3,1%, doprinos 0,09 p.p.), odeće i obuće (rast od 1,5%, doprinos od 0,07 p.p.) i rast cena telefonske opreme (rast od 10,8%, doprinos od 0,06 p.p.). Cene turističkih aranžmana pratile su trend sezonskog rasta u oktobru, da bi u novembru i decembru usledio njihov blagi pad (ukupan rast u Q4 od 2,2%, doprinos inflaciji od 0,12 p.p.). Dezinflatorno je delovao pad cena voća (pad od 29,5%, doprinos od -0,6 p.p.), svežeg mesa (pad od 4,5%, doprinos od -0,34 p.p.), prirodnog gasa (pad od 8,0%, doprinos od -0,05 p.p.) i naftnih derivata (pad od 5,2%, doprinos od -0,3 p.p.).

<sup>1</sup> Promene cena voća i povrća su u skladu sa očekivanjima iz prethodnog broja Kvartalnog monitora: „Očekivan je sezonski pad cena povrća tokom Q3 i rast tokom Q4, dok cene voća sezonski rastu najvećim delom tokom Q2 i Q3, da bi zatim usledio njihov pad u Q4.“

<sup>2</sup> Prethodna odluka o povećanju akciza na duvanske proizvode doneta je u junu 2015. godine. Nakon decembarske odluke o povećanju akciza u januaru 2016. godine, maloprodajne cene su porasle u mesecu pre nego što je odluka stupila na snagu.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	učešće u IPC (u%)	porast cena u januaru i februaru 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100	-0,5	-0,5	100	0,5	0,5
Hrana i bezalkoholna pića	32,8	-2,4	-0,8	32,1	3,0	0,99
Hrana	29,2	-2,6	-0,8	28,6	3,4	0,98
Alkoholna pića i duvan	7,4	3,3	0,2	7,3	0,2	0,02
Duvan	4,7	4,9	0,2	4,7	0,0	0,00
Odeća i obuća	4,5	1,5	0,1	4,6	-3,2	-0,15
Stanovanje, voda struja	13,6	-0,2	0,0	13,7	0,1	0,01
Električna energija	4,8	0,0	0,0	4,9	0,0	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	-0,1	0,0	4,8	-0,4	-0,02
Zdravstvo	5,0	1,9	0,1	5,0	0,2	0,01
Transport	12,9	-2,1	-0,3	12,7	-2,2	-0,28
Goriva i maziva	5,8	-5,2	-0,3	5,8	-4,9	-0,28
Komunikacije	5,0	1,4	0,1	5,1	0,4	0,02
Ostalo	14,3		0,1	14,7		-0,11

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Rast inflacije u januaru, a potom deflacija u februaru**

U januaru je ostvarena mesečna inflacija od 0,55%, dok je u februaru usledila deflacija od 0,05%. Najveći doprinos januarskoj inflaciji dao je sezonski rast cena povrća<sup>3</sup> od 13,9% (doprinos od 0,7 p.p.), rast cena telefonskih usluga od 9,1% (doprinos od 0,4 p.p.), mleka i mlečnih proizvoda (rast od 1,6%, doprinos od 0,08 p.p.), voća (rast od 0,95%, doprinos od 0,02 p.p.), telefonske opreme (rast od 2,4%, doprinos od 0,01 p.p.), kao i alkoholnih pića (rast od 0,5%, doprinos od 0,01 p.p.). Nakon povećanja akciza na duvanske proizvode i naftne derivate, u januaru nije došlo do daljeg povećanja cena cigareta, budući da je do rasta došlo već tokom decembra. Cene naftnih derivata su uprkos povećanju akciza nastavile da padaju (pad od 2,2%, doprinos od -0,13 p.p.), usled nastavka snažnog pada cena sirove nafte na svetskom tržištu, i od promene ovih cena potiče najznačajniji deflacioni efekat u januaru 2016. godine. U februaru je najveći pozitivan doprinos inflaciji dao rast cena povrća (rast od 3,2%, doprinos od 0,17 p.p.) i voća (rast od 4,7%, doprinos od 0,1 p.p.), dok je deflacioni efekat najvećim delom poticao od pada cena naftnih derivata (pad od 2,8%, doprinos od -0,16 p.p.) i odeće i obuće (pad od 2,4%, doprinos od -0,11 p.p.)

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

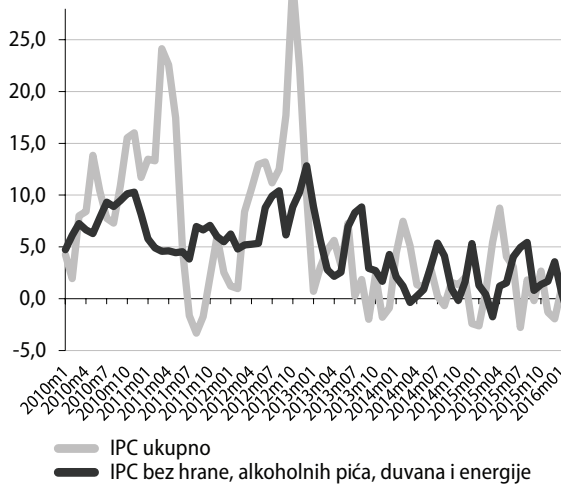
Ukupna inflacija (odnosno njen 3m anualizovani prosek) na kraju Q4 je iznosila -1,9%, dok je u januaru porasla na 1,1%, a zatim u februaru na 1,3%. Noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) je na kraju Q4 iznosila 3,6%, u januaru 0,5% dok je u februaru pala na -1,7%. Oscilacije ukupne i noseće inflacije (Grafikon T5-5) posledica su nepostojanja stabilnog trenda u kretanju mesečnih vrednosti cena koje ih određuju i mogu se objasniti promenama cena jednokratnog karaktera. U slučaju ukupne inflacije, oktobarski rast je posledica izlaska iz obračuna sezonskog pada cena hrane u julu, ublaženog sezonskim padom cena voća u oktobru, novembarski pad je prouzrokovan izlaskom iz obračuna visoke mesečne inflacije iz avgusta meseca koja je posledica povećanja cena električne energije, dok je januarski rast posledica visoke januarske inflacije prouzrokovane najvećim delom sezonskim rastom cena povrća. Kada postoje jednokratne promene koje u velikoj meri utiču na inflaciju, bolji indikator kretanja cena od tromesečnog anualizovanog proseka bio bi anualizovani prosek u dužem periodu (npr. 6m) ili međugodišnja inflacija.

**Ne očekuje se povratak inflacije unutar granica cilja do kraja 2016. ili početka 2017. godine**

Tokom većeg dela 2016. godine očekuje se stabilno kretanje inflacije ali i dalje ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja, dok se njen povratak unutar granica koridora NBS može očekivati tek krajem 2016. ili početkom 2017. godine. Rizici za brži rast inflacije postoje ukoliko

<sup>3</sup> Nakon sezonski očekivanog rasta cena povrća u Q4 i Q1, dalje kretanje ovih cena u velikoj meri zavisi od vremenskih uslova u toku Q2, dok je tokom Q3 pad cena povrća gotovo izvestan.

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2010-2016**



Izvor: RZS i proračun QM-a

se svetske cene nafte i primarnih proizvoda vrata na normalan nivo (sa sadašnjeg dugogodišnjeg minimuma) i ukoliko rast agregatne tražnje i inflacije u međunarodnom okruženju prouzrokuju slabljenje dezinfatornih pritisaka, ali su izgledi da se to u kratkom roku dogodi malo verovatni. Procenjujemo da će deprecijacija dinara krajem 2015. i na početku 2016. godine imati relativno skroman uticaj na inflaciju i da će se on kretati u intervalu od 0,5 do 1 p.p, pri čemu će verovatno taj uticaj biti bliži donjoj granici ovog intervala. Trenutni period u kom se inflacija neprekidno nalazi van granica cilja najduži je od kada NBS primenjuje režim ciljanja inflacije, a njegovo dalje produžavanje može umanjiti kredibilitet Narodne banke Srbije i smanjiti rezultate mera fiskalne konsolidacije ispod procenjenih.

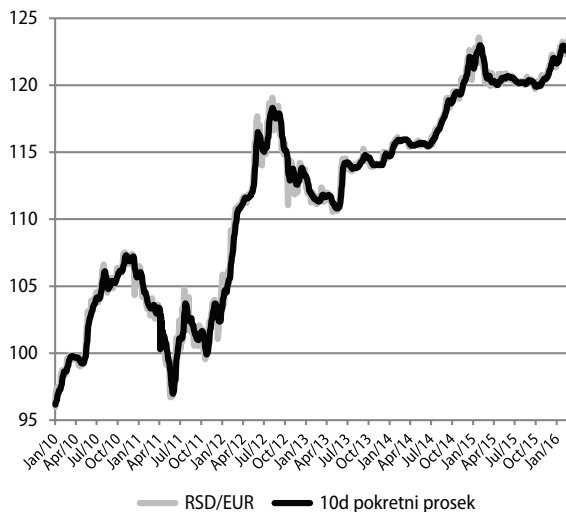
## Devizni kurs

### *Umerena deprecijacija tokom Q4 i nastavak deprecijacije u januaru i februaru 2016.*

Deprecijacija dinara koja je započela u oktobru rezultirala je na kraju Q4 slabljenjem dinara prema evru za 1,6% u odnosu na kraj Q3, odnosno za 0,6% posmatrano na nivou preseka kvartala. U odnosu na američki dolar, dinar je na kraju Q4 oslabio za 4,5%, odnosno za 2,1% na nivou proseka. Trend deprecijacije je nastavljen i u prvim mesecima 2016. godine (Grafikon T5-6), pa je dinar na kraju januara oslabio za 1,3% a na kraju februara za dodatnih 0,2%, odnosno za 0,7% i 0,3% na nivou proseka u ovim mesecima, respektivno. Krajem februara i početkom marta kurs dinara se stabilizovao na oko 123,5 dinara za evro (Grafikon T5-6), najvećim delom kao rezultat intervencija NBS na strani prodaje deviza na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) – NBS je intervenisala neto prodajom 210 mln evra u Q4, 290 mln u januaru i 100 mln u februaru, dok je neto prodaja deviza nastavljena i u toku prve dve nedelje marta. Ukupna nominalna deprecijacija dinara tokom Q4 2015. i prva dva meseca 2016. iznosi 3,1% u odnosu na evro, odnosno 5,9% u odnosu na dolar.

### *Deprecijacija dinara u Q4 2015. i u januaru i februaru 2016. veća je od proseka zemalja u regionu*

**Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010-2016**



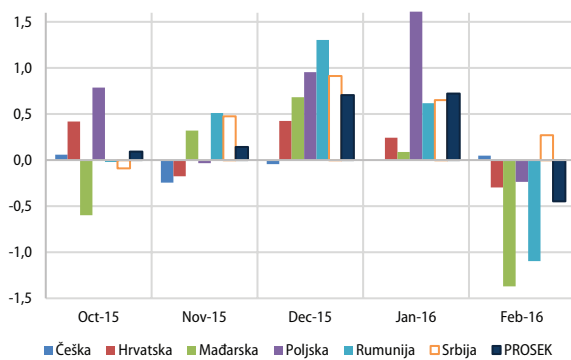
Izvor: NBS

Tokom četvrtog kvartala 2015. i prva dva meseca 2016. godine, dinar se u grupi valuta država sa sličnim režimom deviznog kursa nalazio među onima koje su najviše oslabile (Grafikon T5-7). Deprecijacijski pritisci krajem 2015. i početkom 2016. godine posledica su smanjenja izloženosti stranih investitora u tržištima u usponu pred početak pooštavanja monetarne politike sistema federalnih rezervi SAD-a. U Srbiji je povećana tražnja za devizama krajem prošle godine uzrokovana isplatom dobiti inostranim vlasnicima, dok se nastavak deprecijacijskih pritisaka tokom prvog kvartala ove godine može objasniti neizvesnostima na političkoj sceni prouzrokovanim raspisivanjem prevremenih izbora.



**Realna deprecijacija u Q4 i aprecijacija u januaru**

**Grafikon T5-7. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama**

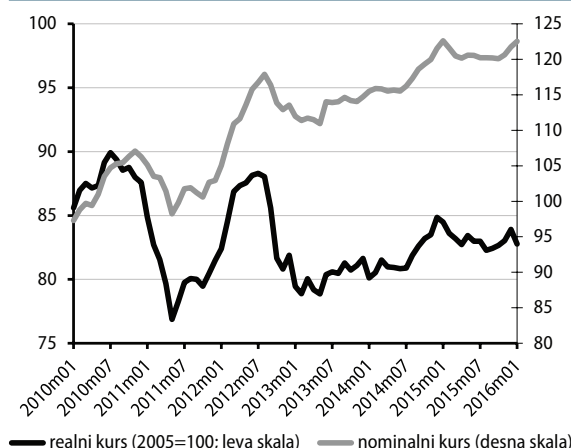


Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a  
Napomena: porast označava deprecijaciju.

godine ili u oktobru 2012. godine (Grafikon T5-8).

Ocenjujemo da će sa makroekonomskog stanovišta preovlađivati pozitivni efekti deprecijacije dinara s kraja prethodne i početka ove godine, u odnosu na njene negativne efekte. Blaga deprecijacija će pozitivno uticati na konkurentnost privrede i usmeravanje inflacije ka ciljnom koridoru, a da pri tome neće značajnije pogoršati imovinsku poziciju deviznih dužnika. Blaga deprecijacija u toku narednih nekoliko godina bila bi dobra, sve dok Srbija ne ostvari brži privredni rast od zemalja Evropske unije, a kada se to bude desilo, onda bi čak i nepromenjen realni kurs dinara značio poboljšanje konkurentnosti privrede (Balaša-Semjuelsonov efekat). Generalno, pri oceni efekata promena realnog kursa dinara nije dovoljno obuhvatiti samo njegove bilansne implikacije, nego je neophodno ukalkulisati i uticaj promena kursa dinara na ponašanje učesnika na tržištu. Tako npr. deprecijacija dinara pogoršava bilanse deviznih dužnika, ali istovremeno podstiče preduzeća na izvoz, a odvraća ih od uvoza. Takvo ponašanje učesnika na tržištu ima za rezultat povećanje privredne aktivnosti i zaposlenosti u Srbiji.

**Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2010-2016**



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

**U srednjem roku bi umerena deprecijacija dinara povoljno uticala na rast i konkurentnost privrede Srbije**

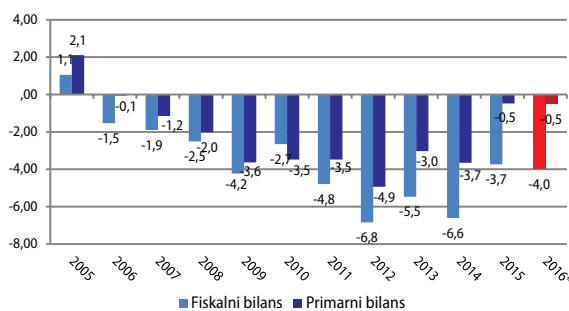
## 6. Fiskalni tokovi i politika

Fiskalni deficit u 2015. godini iznosio je 149 mlrd. dinara (3,7% BDP-a), što je za 2,9% BDP-a manje nego u 2014. Snažno fiskalno prilagođavanje u 2015. godini ostvareno je po osnovu ušteda na platama i penzijama, kao i po osnovu suzbijanja sive ekonomije, povećanja akciza, te agresivne naplate neporeskih prihoda. Kao pozitivno se ocenjuje i to što je došlo do popravljanja strukture rashoda, jer su kapitalni rashodi osetno porasli (za oko 0,5% BDP-a), ali je njihovo učešće u ukupnim rashodima i dalje nisko u odnosu na stanje infrastrukture i rashode u uporedivim državama. U Q4 2015. ostvaren je visok fiskalni deficit (98 mlrd. dinara), pre svega usled velikih vanrednih izdataka (preuzimanje duga Srbijagasa prema Gaspromu, te duga prema vojnim penzionerima i poljoprivrednicima), dok su poreski prihodi i javni rashodi (korigovani za vanredne stavke) bili uglavnom stabilni, a slični trendovi su nastavljeni i početkom 2016. Ublažavanje kaznene politike za neplaćanje poreza, izvršeno izmenama poreskih propisa usvojenim u prethodnim mesecima, može se negativno odraziti na ostvarene rezultate u suzbijanju sive ekonomije, kao i na naplatu poreza u narednom periodu. Kada se isključe efekti privremenih i jednokratnih faktora, procenjuje se da je u 2015. godini izvršeno strukturno fiskalno prilagođavanje od oko 2,5% BDP. Za uspeh konsolidacije, koji se ocenjuje na osnovu dinamike javnog duga, neophodno je u tekućoj i narednih nekoliko godina smanjiti deficit za dodatnih oko 2,5% BDP (od čega bi veći deo trebalo sprovesti u 2016. i 2017.), što ukazuje da su ostvareni rezultati u fiskalnoj konsolidaciji pozitivni i značajni, ali da do sada ostvareno prilagođavanje predstavlja približno polovinu ukupno potrebnog prilagođavanja. Dalje korake je potrebno bazirati pre svega na smanjenju subvencija (za šta je ključno restrukturiranje i privatizacija javnih i državnih preduzeća), kao i ukupne mase zarada u javnom sektoru, te na daljem sistemskom suzbijanju sive ekonomije. Javni dug je na kraju januara iznosio oko 78% BDP-a, a procenjuje se da će na kraju godine iznositi oko 80% BDP-a.

### Fiskalne tendencije i makroekonomske implikacije

**Fiskalni deficit u 2015. iznosi 3,7% BDP, što je znatno manje nego u 2014. (za 2,9% BDP)...**

**Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans i primarni bilans (% BDP)<sup>1</sup>**

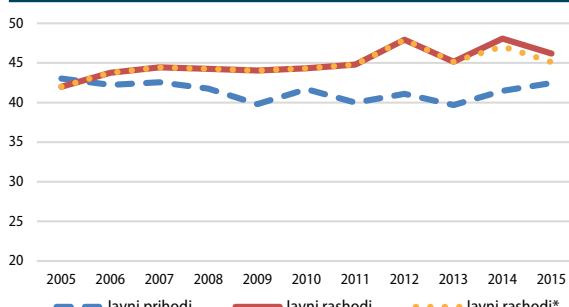


Izvor: Obračun QM-a<sup>2</sup>

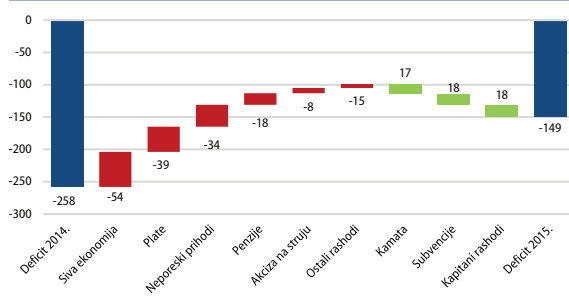
U 2015. godini ostvaren je fiskalni deficit od 149 mlrd. dinara (3,7% BDP-a). Javni prihodi su u 2015. godini zabeležili umeren (realan) rast od 3,3%, pri čemu je rast poreskih prihoda bio blag (0,3%), dok je rast neporeskih prihoda bio snažan (27,9%). Rast poreskih prihoda ostvaren je pre svega po osnovu snažnog rasta prihoda od akciza, te blagog rasta PDV-a. S druge strane javni rashodi su u 2015. zabeležili umeren realan međugodišnji pad (za 3,2%), pre svega po osnovu ušteda na platama i penzijama (za 9,7% i 4,8% respektivno).

<sup>1</sup> Primarni fiskalni bilans (bilans bez kamata) predstavlja razliku između konsolidovanih javnih prihoda i konsolidovanih javnih rashoda iz kojih su isključeni rashodi na kamate.

<sup>2</sup> Podaci za 2016. godinu predstavljaju zvaničnu projekciju Ministarstva finansija.

**Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)**Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF<sup>3)</sup>

**Značajno veća naplata neporeskih prihoda, ostvarena u 2015. je dugoročno neodrživa**

**Grafikon T6-3. Srbija: Doprinos pojedinačnih faktora fiskalnoj konsolidaciji (mlrd. RSD)**Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF<sup>4)</sup>

**Rashodi na subvencije su osetno porasli u 2015. – usled vanrednih izdataka u decembru**

dalje visoki u odnosu na uporedive države, neophodno je da u naredne dve godine plate i penzije budu nominalno zamrznute, te da se na taj način, u kombinaciji sa racionalizacijom broja zaposlenih, obezbedi dodatno smanjenje ovih rashoda. U 2015. godini određene kategorije rashoda su zabeležile rast. Reč je pre svega o rashodima na subvencije, na kamate i kapitalnim rashodima.

Rashodi na subvencije su zabeležili osetan rast u 2015. godini (za 13,6%) u odnosu na 2014. godinu, pre svega usled preuzimanja obaveza Srbijagasa prema Gaspromu, i povećanja rashoda na subvencije poljoprivrednicima usled inicijalno lošeg planiranja, kao i na penzije, po osnovu preuzimanja duga prema vojnim penzionerima. Godina 2015. je druga zaredom da se u decembru javljaju znatni vanredni rashodi na subvencije (u 2014. godini su to bile subvencije za Er Srbiju i banke), tako da ovi vanredni izdaci u dve godine dostižu oko 80 mlrd. dinara (2% BDP-a). Uspostavljanje prakse preuzimanja negarantovanih dugova državnih i javnih preduzeća (Er Srbija, Srbijagas i sl.), uz slabe rezultate u privatizaciji i restrukturiranju državnih preduzeća, može da dovede do nastanka velikih rashoda budžeta u budućnosti, te da ugrozi ostvarene rezultate fiskalne konsolidacije.

**Kapitalni rashodi su snažno porasli - što je potrebno nastaviti i u narednim godinama**

U 2015. je ostvaren snažan realan rast kapitalnih rashoda (za 16,8%, tj. oko 18 mlrd. dinara) u odnosu na 2014. godinu, što je posledica snažnog ubrzanja njihove realizacije u drugoj polovini godine. Tako su kapitalni rashodi u 2015. godini dostigli nivo od oko 2,9% BDP (za oko 0,5% BDP više nego u prethodnoj godini), što se ocenjuje kao pozitivno. Ipak, za osetnije unapređenje stanja infrastrukture i podsticanje privrednog rasta neophodno je dalje povećanje kapitalnih rashoda, sa 2,9% BDP-a u 2015. na 4,5-5% BDP u naredne dve do tri godine, te se stoga preporučuje zadržavanje ove dinamike međugodišnjeg rasta i u narednim godinama. Kapitalni rashodi pozitivno utiču na privredni rast i u kratkom roku (kroz aktiviranje resursa) i u dugom roku (kroz smanjenje troškova i rizika poslovanja), te se stoga stav iznet u Fiskalnoj strategiji,

<sup>3</sup> Javni rashodi\* su korigovani za jednokratne izdatke na subvencije i penzije u decembru 2014. i 2015. godine

<sup>4</sup> Primarni fiskalni bilans (bilans bez kamata) predstavlja razliku između konsolidovanih javnih prihoda i konsolidovanih javnih rashoda iz kojih su isključeni rashodi na kamate.

### Ostvareni rezultati u 2015. su znatno bolji od plana

da je za osetnije povećanje kapitalnih rashoda neophodno da se prethodno ubrza privredni rast, ocenjuje kao ekonomski neispravan, jer je kvalitetna i razvijena infrastruktura pokretač, a ne rezultat privrednog rasta.

Konsolidovani fiskalni deficit u 2015. je bio za oko 83 mlrd. dinara (2,1% BDP-a) manji u odnosu na plan. Ovo odstupanje, posledica je znatno više naplaćenih prihoda (za 95 mlrd. dinara) i umereno većih rashoda (za 12 mlrd. dinara) u odnosu na plan. Veća naplata prihoda u odnosu na plan posledica je bolje naplate poreza (za preko 60 mlrd. dinara) i agresivne naplate neporeskih prihoda (za preko 30 mlrd. dinara). Iako su rashodi u 2015. veći od plana, to je pre svega posledica vanrednih izdataka u decembru, dok je od odlaganje nekih rashoda (otpremnine) i nešto manja realizacija kapitalnih rashoda u odnosu na plan (za 8 mlrd. dinara) takođe doprinelo da deficit bude manji od plana. Odstupanje deficita u 2015. u odnosu na plan, iako pozitivno, jer je deficit manji od planiranog, predstavlja posledicu delovanja nekoliko faktora, od kojih su najznačajniji loše planiranje (npr. odstupanje naplate poreza na dobit od plana iznosi 15% ili rashoda na subvencije poljoprivrednicima za 20%), preduzimanje vanrednih, improvizovanih, aktivnosti na naplati prihoda (npr. uplata od strane EPS-a, agresivna naplata dividendi, usporen povraćaj PDV u nekim slučajevima), kao i činjenice da međunarodna budžetsko-računovodstvena praksa ne dozvoljava budžetiranje očekivanih efekata po osnovu suzbijanja sive ekonomije unapred, budući da su ti efekti neizvesni. S obzirom da je i u 2014. godini, rebalansom usvojenim u novembru bio planiran deficit koji je za više desetina milijardi dinara bio manji od ostvarenog, te da se znatno odstupanje od plana ponavlja i u 2015. godini, neophodno je unaprediti proces planiranja prihoda i rashoda, kako bi odstupanja od plana bila u prihvatljivim okvirima. Osim toga, prema pozitivnim propisima, rashode nije moguće realizovati u većem iznosu u odnosu na plan, bez rebalansa budžeta, što je bio slučaj u 2015. godine, čime se narušava celovitost i pouzdanost institucija upravljanja javnim finansijama.

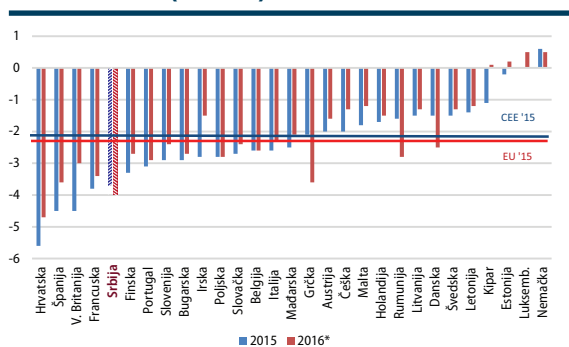
Za ocenu kvaliteta fiskalnog prilagođavanja, neophodno je u obzir uzeti ukupno prilagođavanje, način na koji je prilagođavanje izvršeno, kao i karakter prilagođavanja, što podrazumeva odvajanje sistemskog (trajnog) smanjenja deficita, od delovanja jednokratnih ili privremenih faktora.

### Ukupno prilagođavanje u 2015. je znatno, ali je potrebno da bude nastavljeno

Ukupno prilagođavanje ostvareno u 2015. godini se ocenjuje kao znatno, iako je za stabilizaciju javnog duga neophodno izvršiti dodatno prilagođavanje. Naime, tek je nakon obaranja fiskalnog deficita na znatno ispod 3% BDP-a moguće zaustaviti relativni rast javnog duga. Istovremeno, fiskalni deficit ostvaren u 2015. godini u Srbiji je i dalje peti najveći u Evropi, i osetno veći (za oko 1,4% BDP) od proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope, dok bi planirani deficit u 2016. od 4% BDP-a bio drugi najveći u Evropi (veći deficit u Evropi bi imala samo Hrvatska).

### Struktura rashoda se takođe popravlja, jer raste udeo kapitalnih u ukupnim rashodima

**Grafikon T6-4. Srbija i EU: Fiskalni deficit u 2015. i 2016. (% BDP)**



Izvor: QM i Evropska komisija

Positivno se ocenjuje i to što je prilagođavanje u dobroj meri izvršeno kroz smanjenje tekućih rashoda i suzbijanje sive ekonomije. Osim toga, u 2015. godini je došlo i do popravljanja strukture rashoda, tako da je učešće tekućih u ukupnim rashodima opalo sa 92% u 2014. na ispod 87% u 2015. godini, dok je učešće kapitalnih rashoda poraslo sa 5,1% na 6,2%, ali je učešće kapitalnih rashoda i dalje nedovoljno (npr. u zemljama Centralne i Istočne Evrope, kapitalni rashodi čine 10-11% ukupnih rashoda), te je stoga neophodno nastaviti sa povećanjem učešća kapitalnih u ukupnim rashodima.<sup>5</sup>

### Sistemska fiskalno prilagođavanje iznosi oko 2,5% BDP-a...

Kada je reč o karakteru prilagođavanja, od pomenutih faktora fiskalnog prilagođavanja (Grafikon T6-3), veći deo rasta neporeskih prihoda se može smatrati jednokratnim ili privremenim, slično kao i jedan deo rasta poreskih prihoda usled suzbijanja sive ekonomije, jer je u među-

<sup>5</sup> U tekuće rashode nisu uračunati rashodi po osnovu aktiviranih garancija i neto budžetskih pozajmica.

vremenu došlo do ublažavanja kaznene politike, a nisu učinjeni značajniji koraci ni u reformi poreske administracije. S druge strane, znatan deo rashoda na subvencije, i jedan deo rashoda na penzije, takođe je posledica delovanja pomenutih, jednokratnih faktora. Uzimajući u obzir navedene činjenice, procenjuje se da je sistemsko (trajno) smanjenje deficita u 2015. godini iznosilo oko 2,5% BDP-a.

**...što predstavlja polovinu potrebnog prilagođavanja**

To znači da je za trajno zaustavljanje rasta javnog duga neophodno dodatno sistemsko smanjenje deficita za oko 1,5% BDP-a, a za osetnije smanjenje duga u dugom roku, potrebno je nakon toga dodatno smanjiti deficit za još 1-1,5% BDP-a, tako da se on stabilizuje na nivou od oko 1% BDP-a. Na osnovu toga se zaključuje da je od ukupno neophodnog fiskalnog prilagođavanja od oko 5-5,5% BDP (u odnosu na 2014. godinu), do sada sprovedena jedna polovina, te da je za uspeh fiskalne konsolidacije, neophodno nastaviti sa uvođenjem mera na smanjenju rashoda (pre svega na subvencije i zaposlene), kao i mera za povećanje prihoda, kroz sistemsko suzbijanje sive ekonomije. Osim toga, neophodno je ubrzati privatizaciju i restrukturiranje državnih i javnih preduzeća (EPS-a, Železare, RTB Bor, petrohemijskog kompleksa, Srbijagasa, i Železnica), kako bi se sprečio nastanak kvazifiskalnog deficita u formi velikih gubitaka, koje bi država u budućnosti finansirala iz poreskih prihoda. Takođe je neophodno povećati restriktivnost dodele subvencija za investicije i zapošljavanje, davanjem podsticaja samo za veće projekte sa znatnim eksternim efektima. Srbija je 2005. godine započela poresku utakmicu u regionu, jer je prva oborila stopu poreza na dobit na 10%, što je zatim uradila i većina drugih zemalja regiona, da bi nakon toga Srbija prešla u zonu negativnih poreza, izdašnom politikom subvencija, što sada počinju da čine i druge države. Na taj način se zemlje regiona uključuju u tzv. „trku ka dnu“, jer ovakva konkurencija negativno utiče na njihove fiskalne deficite, dok je nivo stranih direktnih investicija u njima i dalje relativno manji nego u zemljama centralne Evrope

**Povećanje stope rasta privrede, će doneti dodatne prihode, ali je za smanjenje deficita potrebna dodatna štednja**

Učvršćenje makroekonomske stabilnosti i ubrzanje reformi, uz povoljne međunarodne okolnosti, omogućilo bi povećane stope rasta privrede, a to bi donelo dodatne poreske prihode. Ubrzanje rasta BDP sa prošlogodišnjih 1% na 4% godišnje (što bi moglo da se ostvari u roku od nekoliko narednih godina), generisalo bi dodatne prihode od oko 1% BDP. Međutim, održiv rast privrede Srbije u budućnosti zahteva iznadprosečan rast investicija i izvoza, komponenti BDP koje generišu manje poreske prihode. Stoga procenjujemo da će dostizanje dugoročno održive stope rasta od oko 4% BDP-a generisati dodatne prihode od najviše 0,8% BDP. Iz prethodnog je prilično jasno da rast privrede neće biti dovoljan za smanjenje fiskalnog deficita na dugoročno održiv nivo od oko 1% BDP, nego da će biti neophodne dodatne mere štednje. Osim toga, sa rastom BDP-a sasvim je izvesno da će se pojačati zahtevati za povećanje nekih komponenti javne potrošnje, a naročito plata i penzija, pa se stoga može očekivati da će neto efekat rasta privrede, na smanjenje fiskalnog deficita biti još manji.

### Okvir 1. Ublažavanjem kaznene politike ugrožena je održivost ostvarenih rezultata

Bolja naplata poreskih prihoda nego u 2014. godini, po osnovu suzbijanja sive ekonomije, predstavlja pozitivnu promenu, kako iz perspektive održivosti javnih finansija, tako i iz perspektive unapređenja uslova poslovanja, mada je efikasnost naplate verovatno i dalje ispod rezultata iz 2012. Ipak, ocenjuje se da je u prethodnih par meseci znatno porastao rizik (ne)održivosti ovih rezultata, budući da su poništene neke od najbitnijih sistemskih mera za suzbijanje sive ekonomije.

Izmenama Zakona o poreskom postupku i poreskoj administraciji drastično su smanjenje kazne za neplaćanje poreza, a zatezna kamata je u nekim slučajevima (kod reprograma poreskih dugova) izjednačena sa referentnom kamatnom stopom, što *de facto* stvara podsticaj dužnicima da se finansiraju odlaganjem plaćanja poreza, jer je kamatna stopa na neizmireni poreski dug niža od stope na dinarske kredite u bankama. Time se istrajava na dugogodišnjoj politici druge šanse, koje negativno utiče na poreski moral, jer se implicitno kažnjavaju obveznici koji porez plaćaju u potpunosti i na vreme. Pri tome, nije napravljen osetniji napredak ni u reformisanju poreske administracije, već se suzbijanje sive ekonomije u znatnoj meri zasniva na primeni *ad hoc* mera.

***Bilo bi dobro da se nakon izbora usvoje dodatne mere fiskalne konsolidacije***

Planirani fiskalni deficit za 2016. godinu je visok, pa bi njegovo ostvarenje predstavljalo značajno usporavanje fiskalne konsolidacije, ali dalji rast javnog duga u odnosu na BDP. Stoga bi za uspeh fiskalne konsolidacije bilo poželjno da se nakon izbora usvoje dodatne mere kojima bi se obezbedilo da fiskalni deficit u ovoj godini bude ispod 3,5% BDP-a. Obaranje fiskalnog deficita na nivo ispod 3,5% BDP predstavljalo bi dobru osnovu da se fiskalni deficit u narednoj godini smanji na ispod 3% BDP, što bi uz povećanje stope rasta BDP omogućilo da se u 2017. godini zaustavi rast odnos javnog duga prema BDP.

***Lokalne samouprave i dalje ostvaruju suficit***

Posmatrano po nivoima države, u 2015. je treću godinu zaredom ostvaren suficit u budžetima lokalnih samouprava (oko 2 mlrd. dinara) i APV Vojvodine, što ukazuje na sistemsku neravnotežu između prihoda i rashoda lokalnih samouprava, dok je u budžetu Republike ostvaren deficit.

***U Q4 ostvaren je visok deficit od 98 mlrd. dinara, usled vanrednih rashoda i sezonskih faktora***

U Q4 2015. godine ostvaren je vrlo visok fiskalni deficit, od 98 mlrd. dinara, što je uglavnom posledica vanrednih (jednokratnih) rashoda (na subvencije i vojne penzije - u zbiru 43,5 mlrd. dinara), kao i delovanja sezonskih faktora.

***Poreski prihodi u Q4 su uglavnom stabilni, mada se kod PDV uočava blago usporavanje***

U Q4 nije došlo do osetnijih oscilacija u dinamici poreskih prihoda, budući da su realni desezonirani prihodi bili na istom nivou kao u prethodnom kvartalu, a posmatrano po poreskim oblicima, nastavljen je rast prihoda od akciza i doprinosa (3,3% i 0,5% respektivno) u odnosu na Q3, dok je kod PDV zabeležen umeren realan pad (2,6%). Istovremeno je zabeležen osetan realan pad neporeskih prihoda (za 14,6%) u odnosu na Q3 2015, što je u skladu sa očekivanjima, budući da je najveći deo dividendi naplaćen u prvoj polovini godine.

***Javni rashodi u Q4 znatno rastu, ali uglavnom usled jednokratnih rashoda u decembru***

Javni rashodi su u Q4 zabeležili osetan realan rast (u odnosu na prethodni kvartal), za 9,4%, što je u velikoj meri posledica velikih jednokratnih izdataka u decembru, i to na subvencije (po osnovu preuzimanja negarantovanog duga Srbijagasa prema Gaspromu i za zaostale subvencije poljoprivrednicima), kao i za penzije (po osnovu iskazivanja rashoda za vraćanje duga prema vojnim penzionerima). Kada se isključi efekat tih faktora, rast rashoda u odnosu na prethodni kvartal je znatno manji (iznosi 0,6%). Kapitalni rashodi su u Q4 takođe nastavili umeren realan rast u odnosu na prethodni kvartal, dok ostale kategorije javnih rashoda nisu zabeležile osetnije oscilacije.

***Fiskalna kretanja početkom 2016. su stabilna i u skladu sa planom***

U januaru 2016. ostvaren je konsolidovani fiskalni suficit od 30 mlrd. dinara, od čega deo predstavlja posledicu vanrednih i jednokratnih faktora (prebacivanje uplate licence za telekomunikacijske frekvencije, prebacivanje kao i uplate dela prihoda od akciza iz decembra u januaru).<sup>6</sup> Na to ukazuje i činjenica da je u februaru ostvaren deficit budžeta Republike od oko 22 mlrd. dinara, pre svega usled osetno manjih prihoda od akciza u odnosu na januar (za oko 13 mlrd. dinara). Ipak, u januaru je zabeležen blagi realan međugodišnji rast prihoda od PDV i doprinosa, dok su rashodi uglavnom bili pod kontrolom. Na osnovu prvih podataka, procenjuje se da je u prva dva meseca 2016. ostvaren konsolidovani suficit od oko 5-8 mlrd., a da bi bez vanrednih prihoda bio ostvaren deficit od oko 4-7 mlrd. dinara, što je manje nego u ranijim godinama. Stoga se ocenjuje da su u prva dva meseca 2016. godine fiskalna kretanja stabilna i u skladu sa planom. Ipak, za pouzdaniju i precizniju ocenu fiskalnih kretanja u 2016. godini neophodno je analizirati trendove u prvih par meseci tekuće godine.

<sup>6</sup> U decembru je izvršeno i dodatno prebacivanje dela transfera iz budžeta Republike Fondu PIO, koje se inače vrši u januaru, što je uticalo da deficit budžeta Republike u januaru bude manji, ali nije uticalo na konsolidovani bilans države, jer je reč o transakciji unutar javnog sektora.

## Analiza kretanja javnog duga

**Javni dug Srbije na kraju 2015. iznosio je 24,8 mlrd. evra (75,6% BDP-a)...**

**...a sa dugom lokalnih zajednica – 77% BDP-a**

**Javni dug u 2015. porastao je za 2 mlrd. evra, usled fiskalnog deficita i depresijacije kursa**

Na kraju 2015. godine javni dug Srbije iznosio je 24,8 mlrd. evra (75,6% BDP), a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica oko 77% BDP-a. Javni dug je na kraju januara 2016. u apsolutnom iznosu bio gotovo nepromenjen u odnosu na kraj godine, ali je u relativnom iznosu (kao % BDP) porastao za 1 procentni poen, usled nominalne depresijacije dinara prema evru za 1,3%.<sup>7</sup>

U Q4 2015. javni dug je porastao za 740 miliona evra, usled rasta direktnog duga države u zemlji i inostranstvu, dok je indirektni dug nastavio umereni pad. Rast direktnog duga u Q4 približan je fiskalnom deficitu ostvarenom u tom periodu. Prirast direktnog duga (kao i fiskalni deficit) ostvareni u Q4 u znatnoj meri se odnose na preuzimanje negarantovanih obaveza od strane države (prema Gaspromu i prema vojnim penzionerima).

Javni dug je u 2015. godini porastao za 2 milijarde evra, po osnovu rasta direktnog duga države. Najznačajniji faktori koji su uticali na rast javnog duga u 2015. godini su finansiranje fiskalnog deficita (oko 1,2 mlrd. evra) i snažna depresijacija kursa dinara prema dolaru, te blaga depresijacija prema ostalim valutama u prvoj polovini 2015. godine (oko 600–700 miliona. evra). Istovremeno, relativni rast javnog duga u 2015. godini iznosio je 5,1% BDP-a, a sporiji relativni u odnosu na apsolutni rast javnog duga posledica je, pre svega, rasta BDP-a.

**Tabela T6-5. Srbija: Javni dug<sup>1</sup> 2000-2016.**

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra												
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	jan 2016
I. Ukupne direktne obaveze	14,2	9,6	8,6	8,0	7,9	8,5	10,5	12,4	15,1	17,3	20,2	22,4	22,4
Unutrašnji dug	4,1	4,3	3,8	3,4	3,2	4,1	4,6	5,1	6,5	7,0	8,2	9,1	9,0
Spoljni dug	10,1	5,4	4,7	4,6	4,7	4,4	5,9	7,2	8,6	10,2	12,0	13,4	13,4
II. Indirektne obaveze	-	0,7	0,8	0,8	0,9	1,4	1,7	2,1	2,6	2,81	2,5	2,4	2,4
<b>III. Javni dug (I+II+III)</b>	<b>14,2</b>	<b>10,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,2</b>	<b>14,5</b>	<b>17,7</b>	<b>20,1</b>	<b>22,8</b>	<b>24,8</b>	<b>24,8</b>
<b>Javni dug/BDP (MF)</b>	<b>201,2%</b>	<b>50,2%</b>	<b>35,9%</b>	<b>29,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>32,8%</b>	<b>41,8%</b>	<b>45,4%</b>	<b>56,2%</b>	<b>59,6%</b>	<b>70,4%</b>	<b>75,5%</b>	<b>72,3%</b>
<b>Javni dug/BDP (QM)<sup>2</sup></b>	<b>169,3%</b>	<b>52,1%</b>	<b>36,1%</b>	<b>29,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>32,8%</b>	<b>41,9%</b>	<b>44,4%</b>	<b>56,1%</b>	<b>59,4%</b>	<b>70,4%</b>	<b>75,6%</b>	<b>76,6%</b>

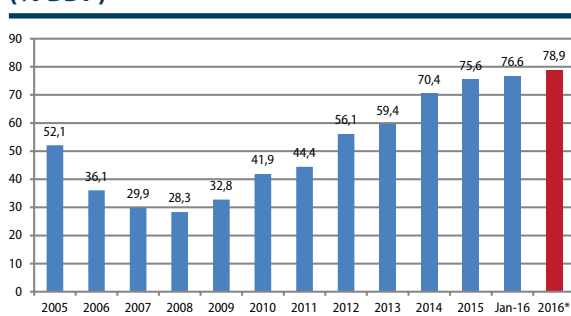
1) Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi Republika, po osnovu hartija od vrednosti, po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima, dug Republike koji nastaje po osnovu date garancije Republike ili po osnovu neposrednog preuzimanja 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)

**Javni dug bi na kraju 2016. mogao iznositi oko 80% BDP-a...**

**Grafikon T 6-6. Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)**



Izvor: Obračun QM-a

**...uz znatan rizik rasta (indirektnog) duga, jer uzroci nisu otklonjeni**

Pod pretpostavkom da do kraja godine kurs dinara ostane realno nepromenjen, te da ne dođe do znatnijeg dodatnog zaduživanja unapred ni do izdavanja novih garancija ili preuzimanja negarantovanih dugova, već samo do zaduživanja za finansiranje deficita, procenjuje se da će javni dug na kraju 2015. godine iznositi oko 79% BDP-a, a uključujući i dug lokalnih zajednica – oko 80% BDP-a, što je dugoročno neodrživo.

Indirektni javni dug u 2015. godini opao je za 160 miliona evra u odnosu na kraj 2015. godine, što predstavlja nastavak trenda iz

2014. i ocenjuje se kao pozitivno. Ipak, fundamentalni uzroci njegovog nastanka nisu otklonjeni, budući da poslovno-finansijsko restrukturiranje i/ili privatizacija preduzeća koja su bila najveći uzroci rasta indirektnog duga (Srbijagas, petrohemijski kompleks i dr.) nije izvršeno, a u nekim slučajevima ni započeto. Ova preduzeća trenutno ne generišu velike gubitke kao ranije i ne iskazuju potrebu za osetnijom državnom pomoći, pre svega zbog niske cene energenata na svetskom

<sup>7</sup> Prema podacima MF, javni dug je na kraju januara bio za 3,2% BDP-a manji nego na kraju 2015. (iako u apsolutnom iznosu nepromenjen), jer prema metodologiji MF, delilac (BDP) se skokovito menja u januaru, tj. uzima se procena BDP za tekuću godinu. Kako se BDP ne menja skokovito, već kontinuelno, pri čemu je ostvarenje projekcija neizvesno, ocenjuje se da je pristup prema kojem se delilac računa kao suma BDP u četiri prethodna kvartala, o čemu smo pisali u prethodnim brojevima QM.





## 7. Monetarni tokovi i politika

Pad inflacije u Q4 otvorio je dodatni prostor za smanjenje restriktivnosti monetarne politike ali je NBS ipak uzimajući u obzir deprecijacijske pritiske, visok stepen evroizacije i visok procenat loših kredita pristupila oprezno smanjenu referentne kamatne stope. Nakon korekcije u oktobru i u februaru, referentna kamatna stopa sa 4,25% se trenutno nalazi na najnižem nivou otkad se primenjuje režim ciljanja inflacije. Pojava deprecijacijskih pritisaka na kraju 2015. godine koji su se zadržali i u prethodna dva meseca uticali su na pojačan nivo prodaje deviza NBS na međubankarskom deviznom tržištu, čime je NBS postala neto prodavac deviza u iznosu od 600 miliona evra u periodu oktobar-februar. Iako je na taj način vršena sterilizacija dinara na tržištu novca, realna stopa rasta primarnog novca u Q4 je iznosila 5,5% međugodišnje. Na povećanje primarnog novca pozitivno je delovalo smanjenje plasmana poslovnih banaka u REPO za 247 miliona evra, kao i sezonski rast potrošnje države koja je povlačila sredstva sa računa NBS ali i od poslovnih banaka. U Q4 je zabeleženo i povećanje neto plasmana banaka nedržavnom sektoru pri čemu je ukupan prirast novih kredita privredi i stanovništvu delimično smanjen usled razduživanja privrede prema inostranstvu. Ukupan iznos neto plasmana domaćih banaka privredi i stanovništvu u Q4 iznosi 242 miliona evra i predstavlja najveći rast od polovine 2012. godine. Pored rasta plasmana zabeleženo je i povećanje kreditnog potencijala poslovnih banaka u Q4 usled rasta prvenstveno dinarskih depozita kod sektora privrede ali i stanovništva. Kamatne stope su dostigle najmanji nivo od kada se tržišno formiraju. Pad kamatnih stopa i rast kreditne aktivnosti banaka mogli bi da predstavljaju impuls za nastavak opravka privrede Srbije. U segmentu loših kredita je приметно postepeno smanjenje učešća, koje je nastavljeno i u prva dva meseca 2016. godine. Ukupan iznos loših kredita i dalje je visok i zahteva aktivniju politiku države i NBS po pitanju konkretnih instrumenata i mera koje bi imale za cilj brži otpis ili prodaju loših kredita.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

#### *NBS postepeno ublažava restriktivnost monetarne politike*

Usled slabijeg tempa oporavka globalne ekonomske aktivnosti i dodatnog smanjenja cene sirove nafte na svetskom tržištu, inflatorni pritisci su nastavili sa slabljenjem u Q4 što je otvorilo prostor za novo relaksiranje monetarne politike NBS. Međugodišnja stopa inflacije na kraju 2015. iznosila je 1,5% pri čemu je na mesečnom nivou u Q4 zabeležena deflacija. Činjenica da je stopa inflacije gotovo pune dve godine ispod donje granice ciljanog okvira ipak nije bitnije uticala na stav NBS da se relaksiranje monetarne politike u prethodnom periodu ubrza i time iskoriste pozitivne okolnosti na svetskoj sceni. Iako se često ističe neophodnost smanjenja volatilnosti inflacije na srednji i dugi rok, ovo nikako ne može biti adekvatno obrazloženje za sporije reagovanje ako se ima u vidu da je u poslednjih šest godina inflacija bila unutar ciljanog okvira u proseku tek svaki peti mesec. Referentna kamatna stopa je smanjena za 0,5 procentnih poena (p.p.) u oktobru usled čega je na kraju Q4 iznosila 4,5%, da bi nova korekcija usledila tek u februaru na sadašnjih 4,25%. Ovo je najniži nivo referentne kamatne stope od kako se primenjuje režim ciljanja inflacije i dalji prostor za njeno smanjenje je sada sve manji. Mogućnosti dodatne relaksacije monetarne politike su ograničene i pored niske inflacije zbog jačanja deprecijacijskih pritisaka na MDT. Uzimajući u obzir visoko učešće indeksiranih kredita ali i deviznu strukturu javnog duga, novo smanjenje referentne kamatne stope u ovim uslovima verovatno ne bi ostvarilo svoj osnovni cilj. Pored poslednjeg smanjenja referentne kamatne stope od 0,25 p.p. u februaru je NBS izvršila i smanjenje koridora kamatnih stopa sa +/- 2% na +/- 1,75%. Ovo predstavlja ponovno smanjenje koridora nakon prošlogodišnjeg u maju kada je koridor smanjen sa prethodnih +/-2,5% u odnosu na referentnu kamatnu stopu. Smanjenjem koridora kamatnih stopa trebalo bi da se pojača transmisija referentne kamatne stope na komercijalne kamatne stope i samim tim kreditnu aktivnost ali će ova mera u prvom koraku ipak praktično neutralisati efekte smanjenja referentne kamatne stope.

Tabela T7-1. NBS intervencije i devizne rezerve 2013-2015

	2013				2014				2015			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
Repo stok (u milionima evra)	678,86	663,82	832,03	966,40	783,96	824,19	387,39	69,48	2,85	168,72	508,19	253,243
Repo stopa NBS	11,75	11,00	11,00	9,50	9,50	8,50	8,50	8,00	7,50	6,00	5,00	4,5
repo stopa korigovana za inflaciju	6,95	3,31	13,24	10,38	4,38	5,09	6,78	10,63	-1,13	3,08	5,00	6,65
repo stopa korigovana za promene kursa	19,25	12,85	12,83	9,25	5,28	7,08	0,03	-1,94	11,33	5,70	6,29	-0,76
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	10,00	-215,00	-140,00	375,00	-800,00	-630,00	-855,00	-1620,00	170,00	290,00	730,00	520
	<b>kumulativni, u % od stanja početnog M2<sup>1)</sup></b>											
Neto sopstvene rezerve <sup>2)</sup>	12,5	7,1	17,9	43,2	-31,2	-4,9	2,0	-4,5	21,4	22,5	35,9	41,4
Neto Domaća aktiva (NDA)	-15,3	-3,9	-16,2	-31,3	12,2	-11,4	-7,6	10,6	-18,2	-16,2	-33,6	-27,9
Dinarski depoziti države <sup>3)</sup>	1,0	-1,2	-4,7	-19,9	3,3	-14,6	-24,3	-6,4	-5,3	-0,5	-10,8	-7,7
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>4)</sup>	-16,0	-14,7	-23,8	-30,7	9,2	6,5	28,9	31,2	2,4	-3,4	-14,5	-5,9
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>5)</sup>	-0,3	12,0	12,4	19,3	-0,3	-3,4	-12,2	-14,2	-15,2	-12,3	-8,2	-14,2
Primarni novac	-2,8	3,3	1,7	12,0	-19,0	-16,3	-5,6	6,1	3,2	6,3	2,3	13,5
od čega: gotovina u opticaju	-3,9	-0,7	1,0	5,4	-5,2	-3,5	0,5	2,5	-4,7	-3,4	-1,4	2,7
od čega: slobodne rezerve	0,6	2,1	-1,4	4,4	-12,1	-11,6	-7,3	-0,4	7,4	8,1	3,7	14,5
	<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>											
Narodna banka Srbije, neto	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	676,36	561,44	762,45	667,97
Bruto rezerve	-385,77	-1.576,91	-1.822,60	240,33	-793,11	-1.090,74	-276,23	-1.309,69	638,67	440,86	613,29	508,46
Obaveze	415,78	584,90	781,10	703,63	184,49	365,52	446,02	531,66	37,69	120,58	149,16	159,52
MMF	401,14	568,40	759,83	695,60	182,35	364,90	446,72	539,97	39,37	106,55	129,87	141,97
Ostale obaveze	14,65	16,50	21,27	8,03	2,14	0,61	-0,70	-8,31	-1,67	14,04	19,29	17,54
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS												
1. Narodna banka Srbije, neto	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	676,36	561,44	762,45	667,97
1.1 Depoziti poslovnih banaka	911,80	967,01	1.058,25	240,42	-125,77	91,72	28,90	610,69	-20,68	-29,93	65,59	100,98
1.2 Depoziti države	-811,79	47,05	209,55	-359,83	144,17	541,44	-162,64	48,59	-47,99	107,13	194,81	393,89
1.3 NBS sopstvene rezerve	130,02	22,06	226,30	824,56	-590,22	-92,05	36,05	-118,75	607,70	638,64	1.022,85	1.162,84
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)												

Izvor: NBS.

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

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

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

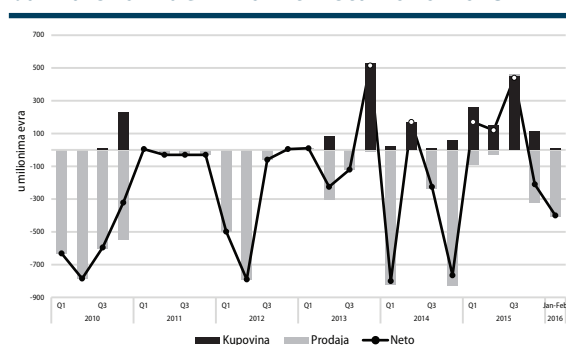
4) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

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

U Q4 prodajom deviza  
na MDT smanjivana  
dinarska likvidnosti...

...što je neutralisano  
povlačenjem banaka iz  
REPO zapisa

Grafikon T7-2. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2015



Izvor: NBS

Na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) na kraju Q4 došlo je do jačanja deprecijacijskih pritisaka usled čega je došlo do promene smera intervencija NBS. Najviše zahvaljujući povećanju tražnje za devizama u decembru NBS je na nivou Q4 bila neto prodavac deviza u iznosu od 210 miliona evra (u Q3 NBS je intervenisala na strani kupovine deviza u iznosu od 440 miliona evra, Grafikon T7-2). Od početka 2016. godine tempo intervencija je povećano tako da je na nivou januar-februar NBS na MDT bila neto prodavac deviza za 390 miliona evra. Prodaja deviza na MDT u Q4 delovala je na

sterilizaciju dela dinarske likvidnosti u sistemu koja je oslobođena po osnovu povlačenja poslovnih banaka iz REPO zapisa u iznosu od 255 miliona evra (Tabela T7-1). Plasmani u REPO su smanjeni za 8,6% od vrednosti primarnog novca sa početka godine, što je uz smanjenje depozita države za 3,1% pozitivno delovalo na rast neto domaće aktive i pored negativnih efekata pada ostale neto domaće aktive za 6% od vrednosti primarnog novca sa početka godine.

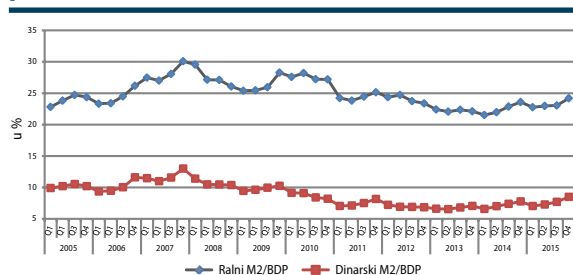
## Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Nominalni rast novčane mase povećan u Q4 ...

... delom zbog blagog rasta kreditne aktivnosti

Nakon usporavanja nominalne stope rasta M2 u prethodnom kvartalu, u Q4 se nominalni rast ovog agregata ubrzava na 7,2% međugodišnje (u Q3 stopa rasta M2 iznosila je 4,1% međugodišnje, Tabela T7-4). Deo rasta može se objasniti i oporavkom kreditne aktivnosti usled čega nominalna stopa rasta kredita nedržavnom sektoru iznosi 3% međugodišnje, odnosno 2,6% nakon korekcije za promenu kursa. Rast se beleži i kada posmatramo realna stope rasta usled niske inflacije u ovom periodu. Kod M2 je zabeležena realna stopa rasta od 5,5% međugodišnje, dok su krediti nedržavnom sektoru realno uvećani za 1,4% međugodišnje, odnosno 1% kada se uzmu u obzir promene kursa. Na kreiranje novčane mase u ovom periodu pored povećanja kreditne aktivnosti pozitivno je delovalo i povećanje potrošnje države kao i povlačenje poslovnih banaka iz REPO plasmana usled čega je i najvećim delom kreirana dinarska likvidnost.

**Grafikon T7-3. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2015**



Izvor: Proračun QM-a

**Tabela T7-4. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2013–2015**

	2013				2014				2015			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
	<b>12-m, u %</b>											
M2 <sup>1)</sup>	8,2	4,5	6,1	4,6	4,2	4,8	6,6	8,7	8,5	7,8	4,1	7,2
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	1,9	-0,5	-4,4	-4,5	-6,1	-4,5	-1,2	2,9	5,8	4,2	2,2	3,0
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	1,6	0,6	-4,1	-5,0	-8,2	-5,4	-3,7	-0,8	2,8	1,2	1,7	2,6
Domaćinstva	3,0	2,9	2,9	2,6	2,0	2,5	3,0	3,6	5,5	4,9	3,8	4,3
Privreda	0,9	-0,6	-7,6	-8,8	-13,4	-9,7	-7,3	-3,4	1,2	-1,0	0,3	1,6
	<b>12-m realni, u %</b>											
M2 <sup>1)</sup>	-2,6	-4,7	1,2	2,3	1,9	3,5	4,3	6,7	6,4	5,8	2,6	5,5
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	-8,2	-9,2	-8,9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3	1,1	3,7	2,2	0,7	1,4
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	-8,7	-8,2	-8,5	-7,0	-10,3	-6,7	-5,8	-2,6	0,8	-0,7	0,1	1,0
Domaćinstva	-7,5	-6,1	-1,9	0,4	-0,3	1,2	0,7	1,8	3,4	2,9	2,3	2,7
Privreda	-9,3	-9,3	-11,8	-10,7	-15,4	-10,8	-9,3	-5,1	-0,8	-2,9	-1,1	0,0
	<b>u milijardama dinara na kraju perioda</b>											
Novčana masa: M2 <sup>1)</sup>	1.622,7	1.659,8	1.705,8	1.719,3	1.691,4	1.740,2	1.818,4	1.865,4	1.835,4	1.876,1	1.893,8	1.999,7
Novčana masa: dinarski M2 <sup>1)</sup>	478,8	492,5	519,5	547,6	516,4	555,3	587,1	614,3	567,8	595,3	632,4	702,6
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.143,8	1.167,3	1.186,3	1.169,3	1.175,0	1.185,0	1.231,3	1.251,2	1.267,7	1.280,8	1.261,4	1.297,0
	<b>kumulativni, u % od početog M2<sup>4)</sup></b>											
M2 <sup>1)</sup>	-1,2	1,1	3,9	4,6	-1,5	1,4	5,9	8,7	-1,6	0,6	1,5	7,2
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	7,2	2,7	5,2	10,6	0,2	-0,1	11,7	11,1	3,2	3,4	3,0	2,7
Neto domaća aktiva (NDA)	-8,4	-1,6	-1,3	-6,0	-1,6	1,4	-5,8	-2,5	-4,7	-2,7	-1,3	4,6

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.

Svi elementi M2 zabeležili su rast u Q4 ...

... pri čemu se najveći doprinosi duguje povećanju M1

U Q4 je zabeležen pozitivan doprinos svih elemenata koji ulaze u obračuna monetarnog agregata M2. Najveći pojedinačni doprinos nominalnom rastu M2 duguje se njegovoj bazi u vidu M1 čije povećanje objašnjava gotovo 4 p.p. ukupnog rasta. Devizni depoziti koji su ranije imali najveći uticaj, sada učestvuju u rastu M2 sa 2,5 p.p. dok je najmanje povećanje zabeleženo kod štednih i oročenih depozita koji objašnjavaju preostalih 0,8 p.p.

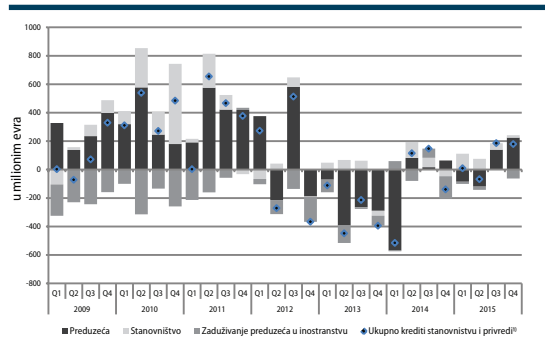
## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

**Kreditna aktivnost nastavlja da pokazuje znake oporavka ...**

**... usled povećanja novoplasiranih kredita privatnom sektoru**

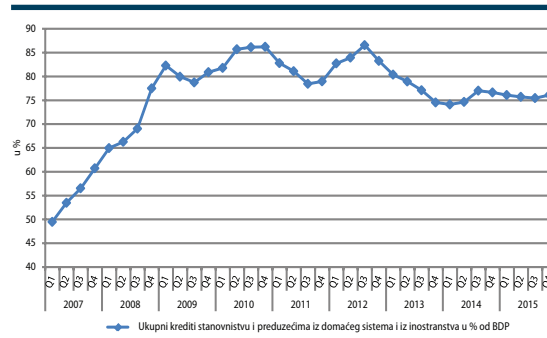
Plasmani poslovnih banaka već treći kvartal beleže povećanje, pri čemu rast u Q4 od 324 miliona evra predstavlja usporavanje u odnosu na prethodni kvartal (u Q3 prirast plasmana banaka iznosio je 779 miliona evra, Tabela T7-7). Ipak, dosta bitniji podatak predstavlja činjenica da je u okviru rasta plasmana zabeležen rast kredita nedržavnom sektoru (preduzeća i stanovništvo) od 242 miliona evra, što dodatno signalizira da rast iz prethodnog kvartala nije bio jednokratnog karaktera. Ovo je ujedno i najveći kvartalni prirast novih kredita privredi i stanovništvu od polovine 2012. godine (Grafikon T7-5). Najveći deo rasta plasmana nedržavnom sektoru ostvaren je zahvaljujući povećanju neto plasmana privredi za 225 miliona evra dok su neto plasmani stanovništvu uvećani za 17 miliona evra. Iako je razduživanje po osnovu prekograničnih kredita u prethodnim kvartalima smanjivano, u Q4 je ponovo zabeleženo povećanje razduživanja za 63 miliona evra koji je delimično neutralisao pozitivne efekte rasta kredita iz domaćih izvora. Usled toga je ukupan neto prirast kredita nedržavnom sektoru iz domaćih i inostranih izvora u Q4 iznosio 179 miliona evra. Za dalji oporavak privredne aktivnosti neophodno je da se ovaj trend nastavi i pojača u 2016. godini ali treba imati u vidu da u izbornom periodu kreditna aktivnost stagnira čime će i ovaj cilj biti teže ostvarljiv. Pored rasta neto plasmana nedržavnom sektoru u Q4 je povećano i neto kreditiranje države u iznosu od 329 miliona evra što je dodatno doprinelo ukupnom rastu plasmana poslovnih banaka. Kada je u pitanju struktura novoodobrenih kredita privredi, najveći deo se odnosi na kredite za obrtna sredstva i investicije, dok su u sektoru stanovništva više od polovine činili gotovinski krediti. Sektorska struktura pokazuje da je od najveći rast novih kredita zabeležen u trgovini i energetici što je karakteristično za zimski period kada se povećava kupovina energenata. Negativna doprinos rastu plasmana u Q4 ostvaren je jedino usled povlačenja sredstava poslovnih banaka iz REPO zapisa. Obaranje referentne kamatne stope NBS uz blagu deprecijaciju dinara u Q4 umanjilo je relativnu isplativost REPO zapisa u Q4, usled čega je REPO stok zabeležio smanjenje od 247 miliona evra (u Q3 poslovne banke su povećale plasmane u REPO zapise za 340 miliona evra). Smanjena zainteresovanost poslovnih banaka za plasmane u REPO zabeležena je i u januaru u kojem je REPO stok dodatno smanjen za 43 miliona evra. U sličnim okolnostima niže isplativosti plasmana u REPO, poslovne banke su imale priliku da sredstva preusmere u državne hartije od vrednosti onda kada je bilo potrebno novim emisijama pokrivati budžetski deficit. Ipak, u Q4 je vrednost emitovanih trezorskih zapisa u dinarima i u evrima bila ispod vrednosti zapisa koji su u istom periodu pristigli na naplatu, što sugeriše da banke nisu bile u prilici da višak likvidnosti preusmere u državne hartije.

**Grafikon T7-5. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2015**



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

**Grafikon T7-6. Ukupna kreditna zaduženost nedržavnog sektora, 2007-2015**



Izvor: Proračun QM-a

**Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2013-2015**

	2013				2014				2015			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
	<b>u milionima evra, kumulativi od početka godine</b>											
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	109	341	213	420	578	540	504	678	241	33	-368	-620
Domaći depoziti	4	-56	-325	-394	240	-32	-382	-460	47	-118	-324	-918
Depoziti stanovništva	-87	-132	-252	-423	45	-105	-149	-250	-11	-104	-114	-282
dinarski depoziti	16	-34	-110	-279	27	-51	-75	-143	96	19	-57	-196
devizni depoziti	-102	-98	-141	-144	17	-54	-74	-107	-107	-123	-57	-86
Depoziti privrede	91	76	-73	29	195	72	-233	-210	58	-14	-211	-636
dinarski depoziti	-11	-11	-109	-162	210	45	-159	-273	168	112	-75	-455
devizni depoziti	102	87	36	191	-15	27	-75	63	-110	-126	-136	-181
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	357	406	588	806	358	396	610	907	36	150	58	227
Kapital i rezerve	-252	-9	-50	8	-20	176	276	232	158	1	-101	71
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	-278	-104	84	-304	193	215	673	1.019	-150	-115	-262	-497
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	123	-169	-67	42	-343	66	-19	-451	-20	149	928	1.252
Ukupno privreda i stanovništvo	-23	-348	-551	-875	-577	-382	-300	-296	24	-21	165	407
Privreda	-71	-463	-728	-1.018	-570	-488	-471	-410	-86	-207	-67	158
Stanovništvo	48	115	177	143	-7	105	171	114	111	186	231	248
Plasmani u hartije NBS <sup>2)</sup>	321	319	492	628	-176	-133	-556	-869	-66	100	439	192
Neto kreditiranje države <sup>3)</sup>	-175	-140	-8	290	411	581	837	714	22	69	324	653
<b>PRO MEMORIA</b>												
Obavezne rezerve i depoziti	248	178	-178	-134	-2	-215	-223	-730	444	605	288	311
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>4)</sup>	-212	-143	60	44	-136	-135	-4	110	-182	-309	-209	-100
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-161	-107	49	38	-156	-162	-9	112	-204	-317	-225	-134
Ostale stavke <sup>5)</sup>	-46	-96	-92	-22	-289	-454	-822	-592	-352	-379	-404	-343
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>6)</sup>	25	24	22	23	23	22	22	19	22	23	20	20

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 nivoje 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.

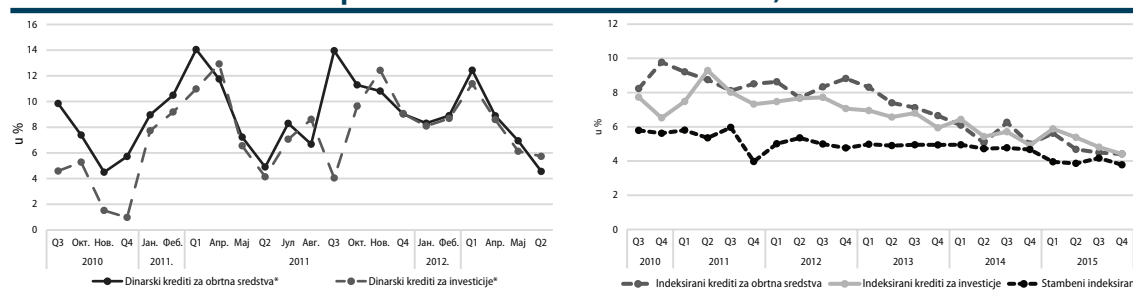
5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubanarski odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.

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

**Nastavlja se pad kamatnih stopa ..., što je podsticajno za oporavak privrede**

Kao jedan od bitnih elemenata koji su pozitivno delovali na rast neto plasmana privredi i stanovništvu, ističe se dodatno smanjenje kamatnih stopa. Blago smanjenje je nastavljeno i u Q4 pri čemu su se indeksirani krediti za obrtna sredstva i investicije privrede izjednačili, dok je prosečna ponderisana stopa za indeksirane stambene kredite sada na nivou od 3,8% po osnovu novih kredita (Grafikon T7-8). Slično se beleži i kod dinarskih kredita za obrtna sredstva i likvidnost čije prosečne ponderisane stope nakon korekcije za inflaciju iznose 4,6% i 5,7% respektivno. Kamatne stope su krajem prošle i početkom ove godina verovatno dostigle najmanji nivo u periodu od kada se slobodno – tržišno formiraju..

**Grafikon T7-8. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010–2015**



Izvor: Proračun QM-a

\* realne kamatne stope

**U Q4 povećani depoziti privrede i stanovništva...**

**... najveći deo rasta potiče od dinarskih depozita**

Poslovne banke su u Q4 dodatno uvećale izvore za nove plasmane za 252 miliona evra (u Q3 izvori za nove plasmane uvećani za 400 miliona evra, Tabela T7-6), pri čemu je primetna promena strukture izvora u odnosu na prethodni kvartal. Rast likvidnosti bankarskog sektora ostvaren je najviše po osnovu povećanja domaćih depozita, prvenstveno privrede ali i stanovništva sa znatno većim rastom dinarskih u odnosu na depozite u deviznom znaku. Depoziti privrede zabeležili su povećanje od 425 miliona evra od čega je 380 miliona povećanje na računu dinarskih depozita, dok se ostatak duguje rastu deviznih depozita preduzeća. I pored izostajanja podsticajnih kamat-

nih stopa u nedelji štednje već drugu godinu za redu, stanovništvo je u Q4 povećalo depozite na računima banaka za 168 miliona evra. Od ovog iznosa 139 miliona evra predstavljaju depoziti u dinarima dok je stanje na računima deviznih depozita stanovništva povećano za 29 miliona evra. Znatno brži rast dinarskih u odnosu na devizne depozite, ukazuje na postepeni napredak u dinarizaciji, kojim se stvaraju uslovi i za brži rast dinarskih kredita. Jedan deo devizne likvidnosti oslobođen je po osnovu kontinuelnog smanjenja stope devizne obavezne rezerve za po 1 procentni poen mesečno, koje je trajalo od septembra do februara. Na povećanje likvidnosti bankarskog sektora negativno je delovalo razduživanje banaka po osnovu ranije povučenih kredita iz inostranstva koje je u Q4 iznosilo 169 miliona evra. Pored toga, smanjenje na računima kapitala i rezervi banaka od 172 miliona evra koje je zabeleženo u ovom periodu je dodatno neutralisalo pozitivne efekte rasta domaćih depozita.

**Smanjuje se učešće loših kredita nastavljeno u Q4...**

**... najviše zahvaljujući rešavanju loših kredita u sektoru pravnih lica**

Nakon značajnog smanjenja u Q3 u segmentu loših kredita do kraja Q4 zabeležen je blagi pad ukupnog učešća loših kredita na 19,9% (na kraju Q3 učešće loših kredita iznosilo 20,1%, Grafikon T7-11). Prema podacima Kreditnog biroa pad učešća ipak je nastavljen i u prva dva meseca 2016. godine, pa se tako na kraju februara ukupno učešće dodatno smanjuje na 18,9% ukupno plasiranih kredita. Posmatrano prema dužnicima, napredak je ostvaren u sva tri segmenta pri čemu je segment pravnih lica pojedinačno najviše doprineo ovom padu učešća.

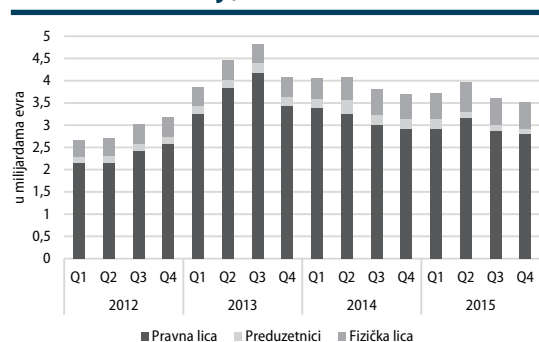
**Tabela T7-9. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2015**

	2009		2010		2011		2012		2013				2014				2015			
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3				
	<b>stanje na kraju perioda</b>																			
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	22,62	27,77	31,13	27,76	28,67	28,12	26,76	25,5	25,85	28,63	25,52	24,4				
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	16,79	18,19	20,86	20,82	21,11	29,77	43,61	43,29	45,19	34,91	32,03	29,92				
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,44	8,37	8,14	8,59	8,7	9,22	11,41	9,97	10,16	11,6	10,68	10,53				
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	3,87	4,47	4,82	4,09	4,05	4,07	3,81	3,70	3,72	3,96	3,61	3,52				

Izvor: Proračun QM-a

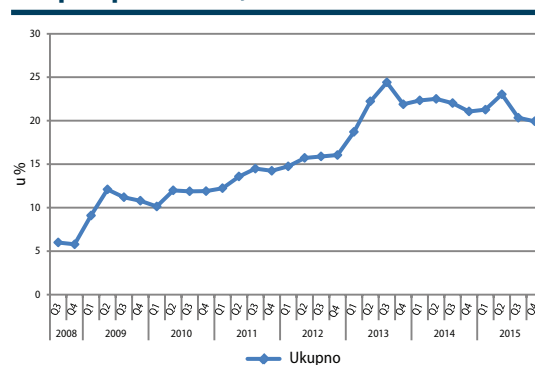
Loši kredita plasirani pravnim licima zabeležili su smanjenje od 1 p.p. u odnosu na Q3 da bi ono do kraja februara dodatno smanjilo za 1,5 p.p. na trenutnih 22,9% od ukupno plasiranih kredita. U segmentu preduzetnika ostvareno je smanjenja oko 2 p.p do kraja februara ali je ovaj segment prema nivou ukupno plasiranih kredita predstavlja tek nekih 3% ukupnog tržišta usled čega zabeležene promene nisu imale veći uticaj na pad ukupnog učešća. Konačno, kod fizičkih lica je učešće loših kredita smanjeno za 0,15 p.p. što je ipak usled veće iznosa kredita u ovom segmentu u poređenju sa preduzetnicima imalo veći uticaj na pad ukupne učešća loših kredita (Grafikon T7-10). Primećena smanjenja su u skladu sa podacima o stoku loših kredita koji je na kraju Q4 iznosio 3,52 milijarde evra dok je do kraja februara smanjen na 3,29 milijarde evra. Za bitnije smanjenje nivoa loših kredita, osim do sada preuzetih mera, potrebno je efikasnije rešavanje problema u preduzećima. Kao primer dobre međunarodne prakse kod rešavanja problema loših kredita najpozitivniji je primer Rumunije. Centralna banka Rumunije je shvatila ozbiljnost problema nakon što je učešće loših kredita dostiglo nivo od 21,9% i time ozbiljno ugrozilo stabilnost bankarskog sektora. Početkom 2014. godine implementirane su mere kojima su banke podstaknute da izvrše otpis ili prodaju loših kredita što je dovelo do njihovog smanjenja na 13,9% do kraja godine, što ujedno predstavlja i najbrži tempo smanjenja učešća loših kredita u Evropi.

**Grafikon T7-10. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2015**



Izvor: Proračun QM-a

**Grafikon T7-11. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2015**



Izvor: Proračun QM-a

# OSVRTI

## Osvrt 1. Mogućnosti unapređenja ekonomskog potencijala doznaka u Srbiji

Mirjana Gligorić<sup>1</sup>, Irena Janković<sup>2</sup>

### Uvod

Brojni su pozitivni uticaji priliva doznaka na privredni rast. Doznake emigranata smanjuju stepen siromaštva u zemljama u razvoju. Uvećanjem dohotka pojedinaca i porodica, pored više tekuće potrošnje, ovi novčani tokovi utiču na razvoj ljudskog kapitala kroz značajnija izdvajanja za obrazovanje. Doznake podižu i nivo zdravstvene zaštite u zemljama primaocima. Usled kontraktilne prirode, prilivi po ovom osnovu se uvećavaju u periodima kriza, pomažući ugroženim domaćinstvima da amortizuju eksterne šokove i na taj način predstavljaju posebnu formu osiguranja. Dodatno, doznake mogu imati pozitivan uticaj na dugoročni privredni rast i privredni razvoj ako ih primaoci, barem i delimično, kanališu u investicije.

Doznake u Srbiji sada pretežno utiču na privredni rast kao izvor za finansiranje domaće tražnje, i stoga postoji potencijal da se one u većoj meri iskoriste za investicije, odnosno za povećanje domaće ponude. Kako su prilivi doznaka u Srbiji na relativno visokom nivou, rad upućuje na nekoliko faktora koji bi mogli da dovedu do većeg uticaja ovih sredstava na privredni rast: a) bolja informisanost/edukacija primalaca doznaka za korišćenje raspoloživih finansijskih usluga, kao i kreiranje novih finansijskih proizvoda, b) niži troškovi slanja doznaka formalnim kanalima, čime bi se povećala dostupnost sredstva u finansijskom sistemu i otpornost države na egzogene šokove, c) povećanje kvaliteta institucija, koje bi uticale na usmeravanje doznaka na investicije, kako u ljudski, tako i u fizički kapital, čime bi se ostvario širi spektar mogućnosti, i time veće koristi za stanovništvo, d) korišćenje priliva od doznaka kao podsticaj razvoju tržišta kapitala, e) uključivanje doznaka u procene kreditnog rejtinga zemlje i njene sposobnosti za dalje zaduživanje. Smatramo da u Srbiji postoji potencijal za veća ulaganja ovih sredstava u investicije, koje bi mogle doprineti bržem i dugoročnijem ekonomskom i socijalnom napretku.

## 1. Priliv doznaka u Srbiju i ostale zemlje Zapadnog Balkana

Kako bi se ocenio i istakao makroekonomski značaj doznaka u Srbiji i ostalim zemljama Zapadnog Balkana (ZZB), prvo ćemo uporediti godišnji priliv ovih sredstava sa bruto domaćim proizvodom (BDP), izvozom, uvozom, stranim direktnim investicijama (SDI), kao i spoljnotrgovinskim deficitom posmatranih zemalja. Dodatno, značaj doznaka za standard građana Srbije će se oceniti poređenjem ličnih transfera i doznaka radnika sa neto zaradom, kao i sa izdacima za ličnu potrošnju.

Prema podacima NBS, godišnji neto priliv ličnih transfera<sup>3</sup> iznosi oko 2,6 milijardi evra, od čega je neto priliv doznaka radnika<sup>4</sup> oko dve milijarde evra (Grafikon 1). Relativno posmatrano (u odnosu na vrednost BDP-a) u proseku lični transferi čine 7,8% BDP-a, a doznake radnika 6,1% BDP-a (Grafikon 2). Serija godišnjih priliva ovih sredstava ukazuje na njegove tri bitne osobine: a) stabilan nivo, b) viši nivo od priliva SDI, c) kontraktilni karakter. Prva navedena osobina je generalna specifičnost priliva sredstava od doznaka, koja je mnogo puta isticana i potvrđena u radovima na ovu temu, kako za različite zemlje sveta (Chami et al. 2009, Ratha i Mohapatra 2007), tako i za Srbiju (Janković i Gligorić 2012, Gligorić i Janković, 2013). U periodu od 2007-2015. priliv ličnih transfera i doznaka radnika je relativno stabilan (bez trenda), sa nešto izraženijim odstupanjima naviše u 2009 i 2010. godini (što povezujemo sa karakteristikom doznaka navedenom pod c). To da su sredstva od doznaka veća od sredstava koja pristignu u zemlju putem SDI (1,3 milijarde evra je prosečan neto priliv SDI za period 2012-2015, tj. 3,8% BDP-a, v. Grafikon 1 i Grafikon 2), govori o njihovom značaju i potrebi da se analiziraju mogućnosti za njihovo bolje usmeravanje. Posmatrano od 2007, kumulativna neto vrednost priliva doznaka radnika i ličnih transfera je za 14% i 42% respektivno iznad kumulativne neto vrednosti SDI (iako su neto SDI bile veće od ličnih tran-

3 Lični transferi predstavljaju tekuće transfere između rezidentnih i nerezidentnih domaćinstava. U okviru ličnih transfera se nalazi i stavka doznake radnika, koja obuhvata transfere migranata koji rade u inostranstvu, a koji imaju status rezidenta zemlje u kojoj rade, a šalju sredstva rezidentima druge zemlje, v. IMF BPM6.

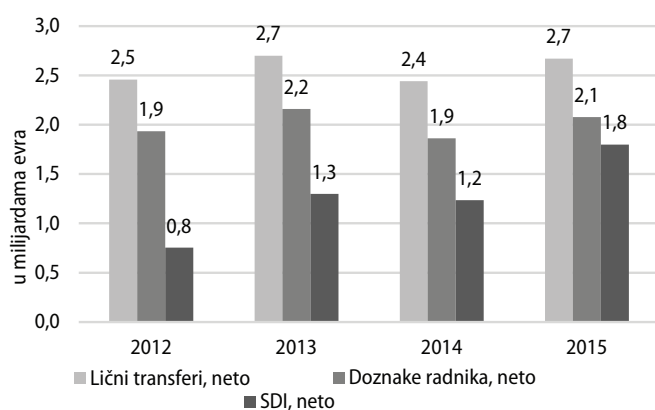
4 U skladu da metodologijom Međunarodnog Monetarnog Fonda, stavka lični transferi je u najnovijem priručniku za izradu platnog bilansa (IMF BPM6), u poređenju sa prethodnim izdanjem priručnika (IMF BPM5), „došla na poziciju“ stavke doznake radnika. Ipak, prema BPM6 stavka doznake radnika je zadržana i objavljuje se samo kao dodatna, u okviru ličnih transfera. Lični transferi, za razliku od doznaka radnika, „definisani su nezavisno od izvora dohotka domaćinstva koji šalje sredstva, veze/odnosa koja/i postoji među domaćinstvima koji šalju i primaju sredstva, kao i svrhe slanja transfera“, IMF BPM6, str. 273.

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

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

sfera 2011. godine, a od doznaka radnika 2007, 2008 i 2011. godine). Uprkos većem prilivu doznaka od SDI, u domaćoj ekonomskoj literaturi veoma često se ističe važnost priliva SDI za privredu Srbije, dok su doznake pretežno u manjoj meri predmet izučavanja. Delimično opravdanje za to je što SDI po definiciji idu u investicije, i stoga podižu proizvodni potencijal zemlje, a doznake to rade u manjoj meri. Takođe, kroz SDI dolazi i nova tehnologija, novi metodi upravljanja, organizacije proizvodnje i dr. Dodatno opravdanje za to se može naći u samom karakteru doznaka, tj. njihovom obimu, jer su one po svojoj definiciji „prekogrančni transfer novčanih suma manjeg obima (vrednosti)”<sup>5</sup>. Uz to, namena slanja doznaka je takva da se one „često prepoznaju kao podrška migranata svojim rođacima u zemlji porekla”<sup>6</sup>. O ovoj nameni doznaka svedoči i tzv. „hipoteza osiguranja”, prema kojoj doznake imaju kontraktilni karakter u odnosu na proizvodnju u zemlji primaocu (v. npr. istraživanje autora Bettin et al. 2015), kojom se može objasniti i nešto viši priliv doznaka u Srbiju u periodu „oštrije” recesije u zemlji 2009. i 2010. godine (v. Grafikon 3). Time, doznake karakteriše tzv. efekat pojasa za spasavanje (engl. *lifeline*), tj. posebno važan rast u vreme krize - za razliku od ostalih priliva koji imaju prociklični karakter. Doznake su sredstva u posedu pojedinaca/podrođa, razučena i pretežno manjeg obima, u velikom broju slučajeva pristigla neformalnim kanalima<sup>7</sup>, što otežava mogućnost za njihovo usmeravanje u investicije i time ostvarivanje koristi kako sa mikroekonomskog, tako i sa makroekonomskog aspekta u dugom roku.

**Grafikon 1. Neto priliv ličnih transfera, doznaka radnika i stranih direktnih investicija u Srbiju, 2012-2015**



Izvor: Samostalni prikaz autora na osnovu podataka NBS

5 Vasiljević (2009), str. 202.

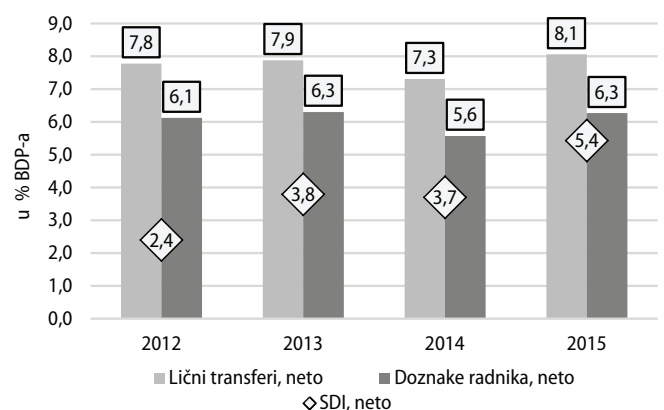
6 IMF BPM6, str. 273.

7 Značajan deo priliva doznaka se odvija neformalnim putem, pa mnoge zemlje, među kojima je i Srbija, procenjuju iznos neregistrovanog priliva ovih sredstava i objavljuju ukupan priliv kao zbir formalnog priliva i procene neregistrovanog iznosa. U pojedinim prethodnim istraživanjima za Srbiju se navodi da doznake koje uđu u zemlju neformalnim putem čine čak od 50-80% ukupnog priliva ovih sredstava. V. npr. Donovan (2013) i Suki (2006).

Sa stanovišta životnog standarda, doznake predstavljaju važan izvor prihoda za domaćinstva i pojedince. Mnoga istraživanja ukazuju na to da doznake smanjuju siromaštvo u zemlji primaocu (v. npr. Acosta et al. 2008, Adams et al. 2008), jer povećavaju dohodak njenih stanovnika. U Srbiji godišnji priliv doznaka po stanovniku je jednak prosečnoj mesečnoj zaradi. To znači da u proseku svaki stanovnik Srbije godišnje dobije jednu dodatnu zaradu besplatno (Tabela 1). U Tabeli 1 dati su i podaci koji predstavljaju procentualno učešće neto priliva ličnih transfera i doznaka u ukupnom iznosu neto zarada. Učešće ličnih transfera i doznaka u prethodnim godinama u ukupnim neto zaradama u proseku bilo je na nivou od 35% i 28%, a u izdacima za ličnu potrošnju oko 9% i 7%, respektivno.

Autori Adams i Page (2005) su dokazali da rast priliva doznaka po stanovniku za 10% putem zvaničnih tokova dovodi do smanjenja siromašnih za 3,5%, ocenjujući model na uzorku od 71 zemlje u razvoju. Hipoteza osiguranja takođe ukazuje na validnost zaključka da doznake doprinose smanjenju siromaštva - bilo da je slanje doznaka determinisano altruističkim motivima, bilo da su pojedinci migrirali upravo da bi diversifikovali rizik od nastanka šokova u dohotku zemlje porekla<sup>8</sup>. Iskustva mnogih zemalja potvrđuju ovu hipotezu, jer se priliv doznaka povećao kada je zemlja primalac imala usporavanje privredne aktivnosti ili periode recesije, političku ili građansku krizu, kao i prirodne nepogode<sup>9</sup>. Ipak, kako doznake primaju pojedina domaćinstva, one nisu

**Grafikon 2. Učešće neto priliva ličnih transfera, doznaka radnika i stranih direktnih investicija u BDP-u u Srbiji, 2012-2015**



Izvor: Samostalni prikaz autora na osnovu podataka NBS

po pravilu raspoređene prema potrebi stanovnika za dodatnim sredstvima, tj. ne predstavljaju po prirodi sredstva namenjena najsiromašnijima ili najugroženijima - kao što je to slučaj sa socijalnom pomoći, već su rezultat

8 Bettin (2015), str. 2.

9 Ratha (2013), str. 5.



ličnih veza primalaca sa pošiljaocima doznaka. Imajući to u vidu, efekat doznaka na nejednakost u zemlji primaocu nije jednoznačan, na šta ukazuju mnoga istraživanja gde su rezultati i dalje „mešoviti“ - neki ukazuju na smanjenje nejednakosti (v. Acosta et al. 2008), a pojedini na porast nejednakosti (Adams et al. 2008).

**Tabela 1. Lični transferi i doznake radnika u poređenju sa neto zaradama u Srbiji, 2009-2014**

Godina	Prosečni mesečni priliv ličnih transfera po stanovniku	Prosečni mesečni priliv doznaka radnika po stanovniku	Prosečna mesečna neto zarada po zaposlenom	Lični transferi/ suma neto zarada	Doznake/ suma neto zarada
	u EUR				
2009	35,2	29,8	337,5	40,2	34,0
2010	32,9	27,2	331,6	40,1	33,2
2011	29,7	23,8	372,7	33,0	26,4
2012	28,5	22,4	366,1	32,4	25,5
2013	31,4	25,1	387,2	33,9	27,1
2014	28,5	21,8	379,7	31,5	24,0

Izvor: Za prosečne mesečni priliv ličnih transfera i doznaka po stanovniku samostalno izračunavanje autora na osnovu podataka RZS i NBS, za zarade FREN  
Napomena: U poslednje dve kolone prikazan je količnik ličnih transfera/doznaka i mase neto zarada - u brojiocu je ukupan godišnjih neto priliv ličnih transfera/doznaka, a u imeniocu suma neto zarada izračunata kao proizvod neto zarade po zaposlenom i ukupnog broja registrovanih zaposlenih.

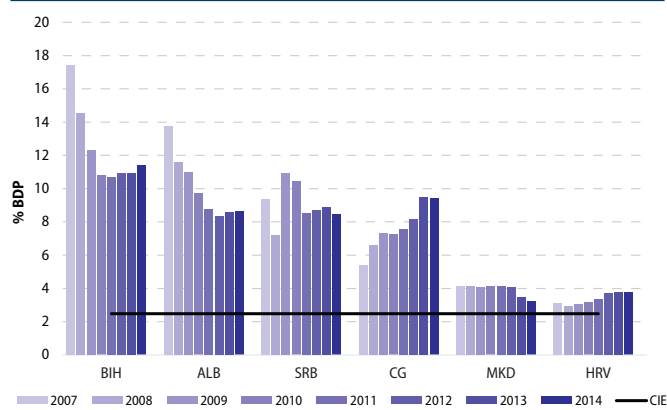
Doznake migranata<sup>10</sup> čine značajan deo priliva stranog kapitala u zemljama Zapadnog Balkana (ZZB). Prema podacima Svetske banke<sup>11</sup> ZZB (Bosna i Hercegovina, Albanija, Srbija, Crna Gora, Makedonija i Hrvatska) imaju učešće priliva doznaka u BDP-u iznad proseka ostalih Centralno-Istočno Evropskih zemalja (CIE<sup>12</sup>). Podaci za šest ZZB ukazuju da se četiri zemlje posebno izvajaju po visokom navedenom učešću. U periodu od 2007-2014. godine godišnji priliv doznaka u Bosni i Hercegovini (BIH) je u proseku činio 12,4% BDP-a, u Albaniji 10,0% BDP-a, u Srbiji 9,0% BDP-a i u Crnoj Gori (CG) 7,6% BDP-a (Grafikon 3). Istovremeno, prosečni priliv doznaka u deset zemalja CIE je iznosio 2,5% BDP-a. Iako je priliv doznaka u Makedoniju i Hrvatsku na nižem nivou u poređenju sa prilivom u BIH, Albaniju, Srbiju i CG - u proseku čini 4,0% i 3,3% BDP-a, respektivno - to je i dalje iznad CIE proseka. Stoga, podaci o godišnjem prilivu doznaka ukazuju na značajan obim ovih inostranih sredstava koji se godišnje „slije“ u ZZB, pritom ih izdvajajući na sam vrh liste zemalja sveta rangiranih prema količniku priliva doznaka i BDP-a (BIH, Albanija, Srbija i CG se nalaze među prvih 35 prema raspoloživim podacima Svetske banke

10 Doznake migranata, prema definiciji Međunarodnog Monetarnog Fonda, obuhvataju: lične transfere, kompenzacije za zaposlene i transfere migranata, v. IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual (IMF BPM6, 2010).

11 Podaci za doznake migranata u ovom radu, čiji su izvori Svetska banka i Konferencija Ujedinjenih nacija o trgovini i razvoju (UNCTAD), predstavljaju sumu ličnih transfera i kompenzacija za zaposlene, v. <http://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.DT.GD.ZS> i <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/summary.aspx>  
12 Bugarska, Rumunija, Estonija, Letonija, Litvanija, Češka Republika, Poljska, Mađarska, Slovenija, Slovačka.

za 2013<sup>13</sup>). Prema najnovijim podacima na internet stranici Svetske banke, Srbija je po visini priliva doznaka, sa 3,6 milijardi dolara u 2015, se nalazi na drugom mestu među 20 zemalja u razvoju u regionu Evrope i Centralne Azije<sup>14</sup>.

**Grafikon 3. Učešće priliva doznaka u BDP-u u zemljama Zapadnog Balkana, 2007-2014**



Izvor: Samostalni prikaz autora na osnovu podataka Svetske banke  
Napomena: BIH – Bosna i Hercegovina, ALB – Albanija, SRB – Srbija, CG – Crna Gora, MKD – BJR Makedonija, HRV – Hrvatska, CIE – ostale zemlje Centralne i Istočne Evrope (Bugarska, Rumunija, Estonija, Letonija, Litvanija, Češka Republika, Poljska, Mađarska, Slovenija, Slovačka).

Isto tako, doznake su važne sa makroekonomskog aspekta u ZZB jer čine visok procenat vrednosti izvoza i uvoza robe i usluga ovih zemalja, kao i njihove razlike – spoljnotrgovinskog deficita. Doznake pokrivaju 80% deficita spoljnotrgovinske razmene u Srbiji u 2014. godini - po čemu je Srbija na prvom mestu među ZZB. U 2014. u BIH taj procenat je na nivou od 47%, u Albaniji 45%, a u Makedoniji 18% (v. Tabela 2)<sup>15</sup>.

**Tabela 2. Učešće priliva doznaka u vrednosti spoljnotrgovinskog deficita u zemljama Zapadnog Balkana, 2008-2014**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	u %						
SRB	25	55	53	65	69	110	79
BIH	44	51	49	44	45	51	47
ALB	43	44	47	38	45	47	45
MKD	16	18	21	20	18	19	18

Izvor: Samostalni prikaz autora na osnovu podataka UNCTAD  
Napomena: BIH – Bosna i Hercegovina, ALB – Albanija, SRB – Srbija, MKD – BJR Makedonija.

U poređenju sa prosekom zemalja CIE, sve ZZB imaju viši nivo doznaka u odnosu na vrednost izvoza robe i usluga. Po ovom pokazatelju iz 2014. godine (Grafikon 4), posebno se ističu BIH (32%), Albanija (29%) i Srbija

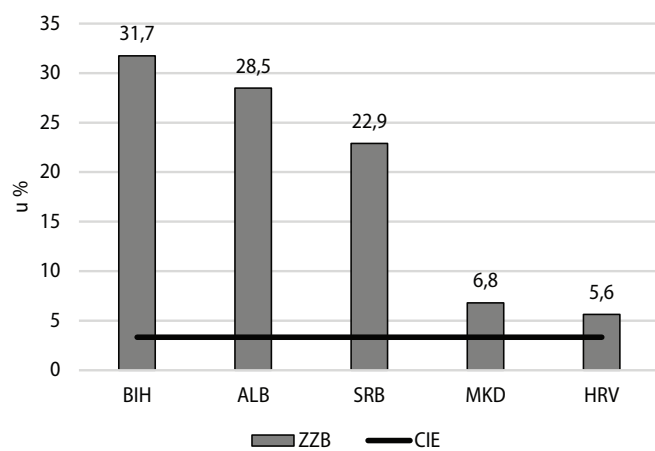
13 [http://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.DT.GD.ZS?order=wbapi\\_data\\_value\\_2013+wbapi\\_data\\_value&sort=desc](http://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.DT.GD.ZS?order=wbapi_data_value_2013+wbapi_data_value&sort=desc)

14 The World Bank (2016).

15 Za CG nisu dostupni podaci za uvoz roba i usluga u bazi podataka UNCTAD-a. Stoga nismo mogli da izračunamo ni učešće doznaka u uvozu, ni u spoljnotrgovinskom deficitu. Podaci postoje za nivo doznaka u izvozu u CG, koji je veoma visok i kreće se u proseku 70% u periodu 2008-2014. Najveće učešće (92%) zabeleženo je 2014. godine (izvor: UNCTAD).

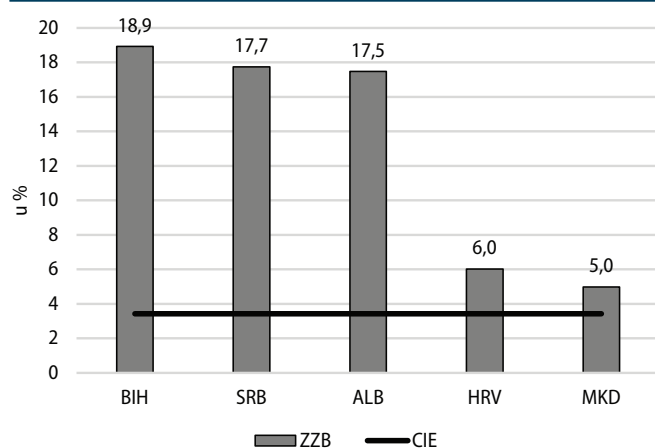
(23%). Iako ovaj pokazatelj je delom visok usled relativno niskog imenioca u količniku (izvoza ovih zemalja), ipak ukazuje da petina do trećina deviznog priliva koje ove zemlje ostvaruju putem izvoza svojih proizvoda i usluga pristiže u zemlje putem doznaka. Ukoliko se stave u odnos sredstva od doznaka sa vrednošću uvezene robe i usluga tokom 2014, ovaj procenat se kreće između 5% u Makedoniji do približno 18% u Albaniji i Srbiji, i 19% u BIH (Grafikon 5). To znači da su u Albaniji, Srbiji i BIH ova sredstva približno ekvivalentna vrednosti dvomesečnog uvoza robe i usluga. Količnik doznaka i uvoza u zemljama CIE je na nivou od 3,4%.

**Grafikon 4. Učešće priliva doznaka u izvozu robe i usluga u zemljama Zapadnog Balkana, 2014**



Izvor: Samostalni prikaz autora na osnovu podataka UNCTAD  
Napomena: BIH – Bosna i Hercegovina, ALB – Albanija, SRB – Srbija, MKD – BJR Makedonija, HRV – Hrvatska, CIE – ostale zemlje Centralne i Istočne Evrope (Bugarska, Rumunija, Estonija, Letonija, Litvanija, Češka Republika, Poljska, Mađarska, Slovenija, Slovačka).

**Grafikon 5. Učešće priliva doznaka u uvozu robe i usluga u zemljama Zapadnog Balkana, 2014**



Izvor: Samostalno izračunavanje i prikaz autora na osnovu podataka UNCTAD  
Napomena: BIH – Bosna i Hercegovina, ALB – Albanija, SRB – Srbija, MKD – BJR Makedonija, HRV – Hrvatska, CIE – ostale zemlje Centralne i Istočne Evrope (Bugarska, Rumunija, Estonija, Letonija, Litvanija, Češka Republika, Poljska, Mađarska, Slovenija, Slovačka).

## 2. Uticaj doznaka na privredni rast

Sa makroekonomskog aspekta istraživanja ukazuju na različite, čak kontradiktorne zaključke vezane za uticaj doznaka na privredni rast.

Sa jedne strane, brojni su pozitivni uticaji priliva doznaka na privredni rast. Doznake mogu da doprinesu makroekonomskoj stabilnosti u zemlji, jer predstavljaju veoma stabilne inostrane prilive. To može da ima šire povoljne efekte na spremnost investitora da povećaju ulaganja (SDI, portfolio investicije) u zemlju. Pored toga što doznake povećavaju raspoloživi dohodak u mnogim zemljama, i, kao što smo već istakli, smanjuju siromaštvo, one mogu da predstavljaju i izvor koji će pojedinci/domaćinstva koristiti za štednju i investicije. Zapravo, doznake imaju uticaj na privredni rast preko agregatne tražnje (primaoci doznaka kupuju domaće proizvode, grade kuće i dr...). Ukoliko se doznake koriste za investicije, kako u fizički, tako i u ljudski kapital, one dovode do ubrzanje privrednog rasta, koji može da ima efekat na rast dohotka i blagostanja u dugom roku. Istraživanje koje su sproveli autori Catrinescu et al. (2009) potvrđuje da doznake utiču pozitivno na privredni rast. Ovi autori posebno u radu ističu i dokazuju važnost kvaliteta institucija u zemlji primaocu doznaka. Zapravo, bolje institucije „doprinosu efikasnijoj upotrebi“<sup>16</sup> doznaka, čime se povećava pozitivan doprinos ovih sredstava privrednom rastu.

Sa druge strane u pojedinim radovima se ističe da priliv doznaka usporava privredni rast zemlje primaoca doznaka, što može da bude posledica smanjene motivacije za rad od strane pojedinaca koji primaju doznake, kao i negativnog uticaja priliva ovih sredstava na spoljnotrgovinski bilans – usled efekta jačanja valute te zemlje (tzv. efekat „holandske bolesti“). Ipak, pokazuje se da je u slučaju doznaka ovaj efekat znatno manje izražen nego u slučaju otkrivanja prirodnih resursa. Objasnjenje za to je činjenica da doznake predstavljaju relativno stabilan priliv sredstva, i samim tim su predvidive, što dalje omogućava i lakše kontrolisanje njihovog uticaja na privredu zemlje primaoca<sup>17</sup>. Uz to, doznake mogu da dovedu do rasta cena (inflacije), jer obično imaju „potrošni efekat“, tj. često doprinose većoj tražnji.

Jedna od čestih kritika razvojnog potencijala na bazi doznaka jeste da, iako su to često najmanje volatilni prilivi kapitala u zemlje u razvoju, oni nisu održivi u investicionom smislu, jer se uglavnom usmeravaju u potrošnju. Sa druge strane, mnoge ankete domaćinstava u zemljama u razvoju pokazuju da se porast raspoloživog dohotka po osnovu doznaka vrlo često koristi u oblasti uvećanja ljudskog kapitala (obrazovanje, zdravstvena

<sup>16</sup> Catrinescu et al. (2009), str. 90.

<sup>17</sup> Ratha (2013), str. 7.

zaštita) u poređenju sa drugim oblicima potrošnje dohotka.<sup>18</sup> Empirijski dokazi potvrđuju da su domaćinstva primaoci doznaka finansijski bolje stojeća u više dimenzija. Doznake su kontraciklične prirode i njihov priliv se uvećava u periodima ekonomskih kriza, socijalnih i političkih potresa, pada na finansijskim tržištima i prirodnih katastrofa. Njihova uloga nije samo mikroekonomska. S obzirom na stabilnost i pouzdanost ovih tokova, oni smanjuju paniku investitora i udare na platni bilans usled povlačenja kapitala u kriznim periodima.<sup>19</sup>

Primaoci doznaka imaju, u proseku, višu štednju u poređenju sa ostalim domaćinstvima, koja predstavlja svojevrsni oblik osiguranja od gubitka dohotka i udara na bogatstvo. Efekat stabilizovanja potrošnje putem doznaka omogućava domaćinstvima da se više fokusiraju na profitabilnije ekonomske aktivnosti. Zemlje koje su značajni primaoci doznaka beleže i veći broj preduzetničkih aktivnosti kao i osnivanja mikro i malih preduzeća (posebno u oblasti poljoprivrede – investicije u poljoprivredno zemljište i opremu).

U studijama u kojima se detaljno analiziraju doznake koje migranti iz Austrije (Becker et al. 2009) i Švajcarske (Petree i Baruah, 2007) šalju u Srbiju, navode se veoma slični zaključci koji se tiču načina upotrebe ovih sredstava u domaćoj ekonomiji. Pre svega, primaoci doznaka u Srbiji ta sredstva prvenstveno koriste za zadovoljenje osnovnih potreba i tekućih troškova. Naime, doznake su usmerene na potrošnju, zatim, troškove lečenja, komunalije, telefonske usluge, gorivo za automobile, kao i nameštaj i belu tehniku za domaćinstvo, a da su ulaganja prvenstveno u izgradnju stambenih jedinica (kuća i stanova), eventualno poljoprivrednih aktivnosti<sup>20</sup>. U izveštaju o doznakama iz Austrije naglašava se da način trošenja doznaka zavisi i od starosti primaoca kao i ekonomskog položaja, pa se u ulozi investitora uglavnom nalaze mladi ili oni koji imaju veća primanja od prosečnih u Srbiji<sup>21</sup>. Takođe se u ovom istraživanju navodi da se „doznake veoma retko koriste za plaćanje stavki koje nisu osnovne“, a kao objašnjenje za (ne)spremnost za veće i važnije investicije se ističe „da okruženje u Srbiji ljudima nudi veoma malo mogućnosti da ulažu i u nešto drugo, a ne samo u kuće, odnosno stanove i zemljište“<sup>22</sup>, pri čemu ograničenje postoji i od nedovoljne informisanosti, znanja i spremnosti ljudi da koriste finansijske usluge i mogućnosti koje nudi domaći finansijski sistem.

### 3. Finansijski sektor u funkciji unapređenja ekonomskog potencijala doznaka

Za veliki broj zemalja u razvoju doznake radnika u apsolutnim iznosima prevazilaze prilive po osnovu zvanične pomoći i stranih direktnih investicija. Doznake uvećavaju kreditni bonitet zemalja primalaca i mogu da omoguće povoljnije uslove zaduživanja. Smanjenjem rizika neizvršenja obaveza, kako analize Svetske banke pokazuju, zemlje sa visokim prilivima doznaka mogu i da pozajmljuju više.<sup>23</sup>

Kreatori ekonomske politike zato treba da ulože napor u ovoj sferi kako bi se maksimizirali pozitivni efekti od priliva doznaka i ova sredstva usmerila u produktivne namene, kako na mikro, tako i na makro nivou. Jedan od načina, jeste smanjenje troškova transfera formalnim kanalima. Prednost ovakvog poteza je dvostruka - zvaničan priliv doznaka bi se uvećao i uz to bi deo neformalno poslatih sredstava prešao u formalne tokove.<sup>24</sup>

**Tabela 3. Globalni prosečni ukupni troškovi za slanje 200 USD, godišnji proseci**

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
9,81%	9,54%	8,81%	9,16%	9,06%	8,69%	8,10%	7,57%

Izvor: <https://remittanceprices.worldbank.org>

Iako prosečni troškovi transfera doznaka u svetu opadaju tokom prethodnih godina (Tabela 3), situacija nije ista u svim zemljama u razvoju. Dok kanali sa visokim obimom poslatih doznaka beleže pad troškova transfera, dotle troškovi ostaju na višem nivou na putanjama sa manjim obimom poslatih sredstava. Pojedine zemlje se, dodatno, suočavaju sa značajnim otporom sniženju troškova transfera od strane specijalizovanih agencija za transfer novca i banaka koje posluju na njihovim finansijskim tržištima.<sup>25</sup>

Pored neophodnosti smanjenja troškova transfera doznaka, potrebno je formirati poseban okvir i mere kojima se za primaoce sredstava olakšava pristup i drugim finansijskim uslugama, kao što je finansiranje obrazovanja i zdravstveno osiguranje. Vlade zemalja svakako ne treba da nameću primaocima sredstava načine na koje oni moraju da troše primljena sredstva, ali je potrebno da ponude dovoljno podsticaja i finansijskih proizvoda koji će omogućiti lakše ulaganje ovih sredstava u ljudski i fizički kapital, kao i projekte od koristi za čitavu privredu.

U nekim zemljama doznake dostižu 20% vrednosti BDP-a. To je samo registrovani iznos sredstava. Za

18 Vidi npr. Valero-Gil (2008).

19 Ratha (2013), p. 5-6.

20 Becker et al. 2009, str. 45.

21 Becker et al. 2009, str. 45.

22 Navedeno prema Donovan (2013), str. 119.

23 The World Bank (2013).

24 Ratha (2013).

25 Troškovi transfera 200 USD putem Western Union-a u Srbiju dostižu 13,6% poslate sume (pri tome je uzet u obzir i trošak konverzije novca u lokalnu valutu, RSD).

ukupne prilive se procenjuje da su znatno viši usled prisustva neformalno poslatih i neregistrovanih priliva. To znači da bi potencijal za moguće investiranje ovih sredstava bio još i veći, kada bi se ovi tokovi formalizovali i pravilno usmeravali.

Do koje mere će zemlja imati koristi od priliva doznaka radnika to zavisi od snage njenih institucija i makroekonomskih okolnosti. Neke studije pokazuju da finansijski razvoj zemlje primaoca može biti pod negativnim uticajem priliva doznaka, s obzirom na to da se one u velikoj meri usmeravaju u potrošnju.<sup>26</sup> Međutim, ako se posveti potrebna pažnja ovim tokovima od strane kreatora ekonomske politike, doznake imaju potencijal da uvećaju domaću štednju i dodatno razviju finansijsko posredovanje.

Kako bi se razvila jača pozitivna veza između priliva doznaka i finansijskog razvoja zemlje, preporučuje se kreiranje novih, za doznake vezanih finansijskih proizvoda. Oni bi pomogli značajnije usmeravanje doznaka u formalne kanale transfera i povećali pristup ostalim bankarskim proizvodima i instrumentima tržišta novca i kapitala, kako za pošiljaoca, tako i za primaoca doznaka.

Emisijom specifičnih finansijskih instrumenata, tzv. obveznica dijaspore ili za doznake vezanih finansijskih instrumenata, zemlja može da umanjí postojeće finansijsko ograničenje. U periodima kriza, očekuje se veći stepen lojalnosti lokalnom tržištu i zadržavanje kapitala od strane emigranata u poređenju sa ostalim inostranim investitorima koji uobičajeno povlače kapital sa tržišta u krizi. Emisija ovih specifičnih dužničkih instrumenata omogućava zemlji pokretanje projekata u oblasti infrastrukture, izgradnje nekretnina, zdravstva i obrazovanja.<sup>27</sup>

Dodatno, budući prilivi od doznaka se mogu koristiti kao poseban oblik kolaterala za zaduživanje države ili privatnog sektora na međunarodnom tržištu. Adekvatan makroekonomski okvir za usmeravanje doznaka može da uveća kreditni rejting zemlje primaoca i održivost njenog spoljnog duga. Noviji okvir za procenu održivosti duga Svetske banke i Međunarodnog monetarnog fonda, počev od 2009. godine, dozvoljava zemljama koje su značajni primaoci doznaka – iznad 10% vrednosti BDP-a i 20% vrednosti izvoza robe i usluga – da imaju mogućnost većeg nivoa zaduživanja.<sup>28</sup>

#### 4. Preporuke za unapređenje ekonomskog potencijala doznaka u Srbiji

Doznake u velikoj meri već donose koristi Srbiji. Stabilizacijom i uvećanjem dohotka primaoca one uvećavaju domaću tražnju, poboljšavaju životni standard i smanjuju siromaštvo. Visoki apsolutni iznosi priliva po ovom osnovu pokrivaju deo platnobilansne neravnoteže. Jedan deo primljenih sredstava se usmerava i u investicije.

Osnovni zadaci pred kreatorima ekonomske politike u Srbiji koji bi dodatno uvećali pozitivne efekte priliva doznaka na finansijski razvoj i stimulisali privredni rast, čineći ove tokove sigurnijim, jeftinijim i produktivnijim, između ostalog obuhvataju:

- bolju međunarodnu saradnju nadležnih institucija u beleženju formalnih i neformalnih priliva po osnovu doznaka,
- dalje snižavanje troškova transfera zvanično poslatog novca i prelazak na fiksne umesto procentualno obračunatih troškova za poslati iznos, što je posebno podržano prelaskom na elektronske transfere koji nose skoro nulte troškove,
- bolje povezivanje doznaka i šire lepeze finansijskih usluga za domaćinstva primaoca kroz ponudu osnovnih i razvoj specijalizovanih finansijskih instrumenata sa sredstvima doznaka u osnovi (transakcioni i štedni depoziti, ali i zajmovi na bazi doznaka za mikrofinansiranje i poljoprivredu, štedni računi i krediti za obrazovanje, usluge zdravstvenog osiguranja, itd.),
- bolju informisanost i edukaciju pošiljaoca i primaoca o mogućnostima ulaganja poslatog novca,
- korišćenje priliva od doznaka kao podsticaj razvoju tržišta kapitala – nadležne institucije u zemljama pošiljaocima i primaocima doznaka i međunarodne finansijske institucije trebalo bi da razvijaju nove kanale za produktivnu upotrebu sredstava od doznaka, kako na mikro, tako i na makro nivou,
- kreiranje banke dijaspore i dužničkih instrumenata vezanih za doznake, obveznice dijaspore i sekjuritizacija tokova od doznaka, mogle bi pomoći finansijskom i širem ekonomskom razvoju,
- uključivanje doznaka u procene kreditnog rejtinga zemlje i njenog kapaciteta za dalje zaduživanje.<sup>29</sup>

26 Bettin et al. (2015).

27 Ratha et al. (2008).

28 The World Bank (2013).

29 Doznake su uključene u procenu održivosti duga sledećih zemalja:

Zemlje sa prilivom doznaka nižim od 10% BDP-a i 20% izvoza robe i usluga: Bolivija, Vijetnam i Zimbabve.

Zemlje sa prilivom doznaka višim od 10% BDP-a i 20% izvoza robe i usluga: Jermenija, Lesoto, Nepal i Senegal.

Vidi: The World Bank (2013).

## Zaključak

U Srbiji i drugim zemljama Zapadnog Balkana, priliv sredstava od doznaka emigranata je na relativno visokom nivou. Godišnji priliv ličnih transfera u Srbiji iznosi oko 2,5 milijardi evra (7-8% BDP-a), od čega su doznake radnika oko dve milijarde evra (6-7% BDP). Iako doznake predstavljaju važan izvor prihoda za domaćinstva i pojedince, smanjujući pritom siromaštvo i povećavajući potrošnju i blagostanje, veliki potencijal leži u usmeravanju tih sredstava u proizvodne svrhe i ljudski kapital, čime bi se doprinelo privrednom rastu i razvoju domaće ekonomije u dugom roku.

Postoji potreba da nadležne nacionalne institucije zemalja pošiljalaca i primalaca doznaka zajedno sa međunarodnim i lokalnim finansijskim institucijama kreiraju okvir za usmeravanje doznaka koji bi ova sredstva učinio sigurnijim, jeftinijim i omogućilo njihovu efikasniju primenu u produktivnim aktivnostima. To bi moglo podstaći dalji finansijski razvoj zemalja u razvoju, pa i Srbije, sa pozitivnim uticajem na njihov privredni rast i razvoj.

Na kraju, smatramo da bi što sveobuhvatnije istraživanje anketiranjem primalaca doznaka moglo da da bitne informacije za noviji period o broju primalaca doznaka, njihovoj strosnoj i obrazovnoj strukturi, visini doznaka, i iznosu pristiglom neformalnim kanalima, kao i mnoge druge informacije kojima bi se obezbedili podaci i omogućilo sprovođenje temeljnih istraživanja o uticaju doznaka na siromaštvo, nejednakost i privredni rast u Srbiji. Time bi se identifikovali tokovi doznaka, njihova upotreba, ali i utvrdio prostor da se ovaj, znatan inostrani priliv sredstava, što više produktivno usmerava.

## LITERATURA

- Acosta, P., Calderon, C., Fajnzylber, P., and Lopez, H. (2008). What is the impact of international remittances on poverty and inequality in Latin America?. *World Development*, 36(1), 89-114. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X07001945>
- Adams, R. H., and Page, J. (2005). Do international migration and remittances reduce poverty in developing countries?. *World development*, 33(10), 1645-1669.
- Adams, R. H., Cuecuecha, A., and Page, J. (2008). The impact of remittances on poverty and inequality in Ghana. *World Bank Policy Research Working Paper Series*, Vol.2008, 1-41.
- Becker, T, Hockenos, B. and Holmes, E (2009). "Remittances from Austria", Final Report Prepared for OeEB , Vienna April 2009, Frankfurt School of Finance & Management, Oesterreichische Entwicklungsbank AG,
- Bettin, G., Presbitero, A. F., and Spatafora, N. L. (2015). Remittances and Vulnerability in Developing Countries. *The World Bank Economic Review Advance Access* published September 29, 2015, 1-29. <http://wber.oxfordjournals.org/content/early/2015/09/29/wber.lhv053.full.pdf+html>
- Catrinescu, N., Leon-Ledesma, M., Piracha, M., and Quillin, B. (2009). Remittances, institutions, and economic growth. *World Development*, 37(1), 81-92.
- Chami, R., D. Hakura, and P. Montiel. 2009. "Remittances: An Automatic Output Stabilizer?," IMF Working Paper WP/09/91. Washington, DC: International Monetary Fund
- Donovan, T. (2013). *Istraživanje i studija izvodljivosti formalnog sektora za prenos novca i alternativnih sistema za prijem i slanje doznaka u Srbiji*. Savet Evrope.
- Gligoric, M. and I. Jankovic. 2013. "Testing Stability of Remittance Inflows in Serbia". In the book of proceedings of the *2st International Scientific Conference Economic and Social Development - 5th April 2013*: Filipovic, D. and A. G. Urnaut, ed. Paris, France. Varazdin: Varazdin Development and Entrepreneurship Agency and Celje: Faculty of Commercial and Business Sciences (ISBN: 978-961-6825-73-3), pp. 212-222.
- IMF's Balance of Payments Manual, 6th edition (IMF BOPM6, 2010) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>.
- Janković, I. i M. Gligorić. 2012. "Doznake kao stabilan izvor deviznog priliva u Srbiji". U temarskom zborniku radova: Jovanović-Gavrilović, B., T. Rakonjac-Antić i Ž. Stojanović red., *Ekonomska politika i razvoj*. Beograd: CID Ekonomskog fakulteta u Beogradu (ISBN: 978-86-403-1275-2), str. 215-236
- Petree, J., & Baruah, N. (2007). A study of migrant-sending households in Serbia-Montenegro receiving remittances from Switzerland. *International Organization for Migration, Geneva*, No. 28.
- Ratha, D. (2013). *The Impact of Remittances on Economic Growth and Poverty Reduction*. The Migration Policy Institute Policy Brief No. 8.
- Ratha, D., and S. Mohapatra, S. 2007. "Increasing the Macroeconomic Impact of Remittances on De-

- velopment". Development Prospects Group. Washington, DC: World Bank
15. Ratha, D., Mohapatra, S., and Plaza, S. (2008). *Beyond Aid: New Sources and Innovative Mechanisms for Financing Development in Sub-Saharan Africa*. World Bank Policy Research Working Paper 4609. [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/04/28/000158349\\_20080428101826/Rendered/PDF/wps4609.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/04/28/000158349_20080428101826/Rendered/PDF/wps4609.pdf)
  16. Suki, L. (2006). *Remittances in Serbia and Financial Sector Development: Business Opportunities and Priorities for Investment*. Program on Remittances and Development, Center on Globalization and Sustainable Development, The Earth Institute at Columbia University, September 2006.
  17. The World Bank. (2013). *Migration and Development Brief 20*, <http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1288990760745/MigrationDevelopmentBrief20.pdf>
  18. The World Bank. (2015). *Remittance Prices Worldwide*. Issue No. 16. [https://remittanceprices.worldbank.org/sites/default/files/rpw\\_report\\_december\\_2015.pdf](https://remittanceprices.worldbank.org/sites/default/files/rpw_report_december_2015.pdf)
  19. The World Bank. (2016). *Migration and Remittance Factbook 2016*. World Bank Group, 3rd edition <http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1199807908806/4549025-1450455807487/Factbookpart1.pdf>
  20. Valero-Gil, J. (2008). *Remittances and the household's expenditures on health*. MPRA Paper No. 9572, posted 19. July 2008. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/9572/>
  21. Vasiljević, B. (2009) „Uticaj doznaka na ekonomski i socijalni razvoj u Srbiji“, FPN Godišnjak 2009, I DEO: Politička teorija, politička sociologija, politički sistem, str. 201-213. <http://www.fpn.bg.ac.rs/sites/default/files/wp-content/uploads/2010/05/11-Prof.-dr-Branko-Vasiljevi%C4%87-Uticaj-doznaka-na-ekonomski-i-socijalni-razvoj-u-srbiji.pdf>

#### Podaci:

- UNCTADstat, <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=86>
- The World Bank Data, <http://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.DT.GD.ZS>
- NBS Statistika, [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni\\_bilans.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html)
- RZS, <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>
- FREN, QM, <http://www.fren.org.rs/>



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